
Корнєєв В.В., к.е.н.

ПОЗИЧКОВІ ЛАБІРИНТИ РИНКІВ, ЩО РОЗВИВАЮТЬСЯ: ОЦІНКА І ПЕРСПЕКТИВИ

А н о т а ц і я

Стаття присвячена висвітленню боргових проблем ринків, що розвиваються. Наведено структуру заборгованості цих ринків та структура зовнішнього фінансування (кредитна та інвестиційна). Проаналізовано форми і наслідки фінансових криз 90-х рр. ХХ століття. Показано дебіторську позицію України на міжнародних ринках капіталу. Розкрито фактори, що обумовлюють боргові проблеми нових ринків, запропоновано антиборгову перспективу економічного розвитку.

A b s t r a c t

The article is devoted to debt problems of the emerging markets. It presents the structure of the debt in these markets and structure of external finance (credit and investment). Forms and results of financial depression of the 90-s are analyzed. The Ukraine's debt position on international markets of capital is shown. The factors, causing debt problems of the new markets are revealed. The ways of antidebt economic development are propose.

Ринки, що розвиваються (*emerging markets*)¹, мають суттєві проблеми щодо повноцінної інтеграції в міжнародний кругообіг капіталу на паритетних засадах.

¹ Термін “emerging markets”, введений в обіг експертами Міжнародної фінансової корпорації (МФК), змістовно характеризує новоутворені ринки, що виникають, виходять, з’являються, показуються, розвиваються (синонімічний ряд дієслів наведено згідно з перекладом у фахових лінгвістичних словниках). В дослідженнях зустрічаються і такі аутентичні вирази, як “ринки чи економіки, що народжуються, формуються, трансформуються; емерджентні ринки; перехідні економіки” (щодо останніх, то інколи цим терміном називають економіки постсоціалістичних країн). Незважаючи на досить поширене застосування, єдине строге визначення даного терміну відсутнє, хоча окремі орієнтири класифікації існують.

Так, МФК групує до “emerging markets” ряд країн і територій, які мають незначний період ринкових перетворень і невелику капіталізацію ринку з нерозвинутим інституційним середовищем, а також країни з перехідною економікою Східної Європи, колишнього СРСР, Південно-Східної Азії (за винятком Гонконгу (Китаю) і Сінгапуру, які мають розвинені ринки). МФК розглядає ринки Греції, Португалії, Південно-Африканської Республіки теж як такі, що розвиваються. Тобто, слід враховувати, що термін “emerging markets” не завжди співпадає з характеристикою країни, що розвивається чи країни з перехідною економікою; не повністю уніфікованими є в окремих випадках вислови “розвинена країна” і “розвинений ринок”.

В окремих дослідженнях містяться спеціальні пояснення, що ринки (країни), які відносяться до “emerging markets”, відрізняються наступними ознаками:

належність до країн з середнім і низькими доходами (згідно з критерієм Світового банку в цій групі ВВП на душу населення не перевищує 9386 дол. США за рік);

країна є членом Організації економічного співробітництва і розвитку (ОЕСР);

примусове втягнення економіки країни у ринкові відносини через вплив світового ринку;

недавня лібералізація політичної і економічної систем (дерегуляція економіки, роздержавлення і приватизація підприємств, зняття обмежень на рух капіталу і послаблення валютного контролю);

роль держави в ринкових перетвореннях є посиленою (на відміну від розвинених країн, де домінують суб’єкти мікрорівня);

рейтингова оцінка платоспроможності провідними агентствами світу характеризується як спекулятивна (нижче “інвестиційного” класу); є прецеденти дефолту чи реструктуризації заборгованості.

В даній статті при використанні терміну “ринки, що розвиваються”, йдеться про країни, які відносно недавно реформують свої фінансові ринки, у тому числі і постсоціалістичні країни.

Серед стримуючих чинників як один із центральних виділяється значна зовнішня заборгованість і залежність від високорозвинених країн.

Описана Дж.Соросом із застосуванням “теорії рефлексивності” атомістична модель міжнародного кругообігу капіталу і структуризації фінансових потоків базується на поляризації двох відправних позицій: “центр-периферія”. Коливання цін на глобальних ринках більші, ніж в окремих регіонах, і спекулятивне міжрегіональне переміщення капіталу дозволяє отримувати значні прибутки від руху так званих “гарячих грошей”. Відносно вільні надлишкові кошти формуються в центрі фінансової системи і перекачуються на периферію, орієнтуючись на ситуативні пропозиції дохідності, окупності, безпечності та ліквідності вкладень. Фінансовий капітал інтернаціоналізується і в напрямку “центр-периферія” рухається у вигляді переважно кредитів та меншою мірою – прямих і портфельних інвестицій, а повернення відбувається у формі капіталізованих активів з приростом до авансованої вартості. Дія такого принципу “зворотного зв’язку” дозволяє центру накопичувати і акумулювати капіталізовані ресурси для їх наступного нового перерозподілу знову на периферійні ринки. Правила гри, звичайно, організовані на користь центру, який постачає капітал, а периферія використовує ресурси на платній зворотній основі.

Описана модель “центр-периферія” має не тільки теоретичне, а й практичне значення: фінансові ринки периферії асоціюються з країнами, що розвиваються, а центр представляють високорозвинені країни зі сталою фінансовою історією і передбачуваною перспективою економічного розвитку. Поняття “центр” розуміється екстериторіально – не має особливого значення прив’язка до конкретного фінансового “маяка”(Нью-Йорк, Лондон чи Токіо). Центральними можна вважати ринки країн “великої сімки” (G7) чи ширше – членів ОЕСР (24 країни). Периферія має теж не тільки географічне пояснення, а й позиційне трактування – місце в міжнародному поділі праці, оцінку вартості факторів економічного відтворення, швидкість обігу капіталу, рейтинг платоспроможності. Ємність і потенціал ринків, що розвиваються, досить значні: в них проживає 86 % населення, на долю якого припадає 22 % світового виробництва і тільки 3 % капіталовкладень [1, с. 87].

Така модель досить проста, хоча й може слугувати базовою для розуміння механізму функціонування світової економіки і міжнародних фінансів. Глобалізація є далеко не однозначним явищем, яке крім переваг сприятливої еволюції відкритої економіки, містить і небезпеку посилення позиційної нерівності, а то й дезінтеграції центру і периферії. Під час кризових ситуацій капітал змінює напрямок і швидкість руху, “панічно” покидає периферію, концентруючись у центрі в очікуванні “кращих часів”. Однак за умов тривалої кризи перенакопичення капіталу в центрі виключає можливість його високорентабельного вкладення, обмежує інвестиційні пропозиції і повернення кредитів, зменшує обсяги зовнішньої торгівлі. Ланцюгове поширення депресії в період спаду – фази “ведмедів” –

поширює полярне розшарування і погрожує стисненням “економічного оазису” центру, руйнуванням всієї міжнародної фінансової системи, сформованої в післябреттонвудський період.

Вказані застереження сприймаються здебільшого як теоретичний варіант розвитку подій, а практика свідчить про зростаючий попит на фінансові ресурси в усьому світі. Ринки розвинених країн досить тісно пов’язані меркантильними інтересами з тими країнами, що розвиваються. Глобальний ринок нівелює протиріччя і обмеження національних режимів регулювання, задовольняючи потреби реципієнтів ресурсами розвитку. Підтвердженням цього є зростаючі масштаби фінансових потоків, спрямованих на нові ринки. Так, якщо в 70–80-ті рр. загальний потік капіталу на ці ринки складав 10–20 млрд.дол.США на рік (близько 1 % ВВП країн-реципієнтів), то в 1991 р. – 120 млрд.дол.США, у 1997 р. – 280 млрд.дол.США (4 % ВВП), дещо меншим він був у 1998 р. – 234 млрд.дол.США [2, с. 14]. Як вже зазначалося, в структурі міжрегіональних потоків переважають кредити, що пояснюється низьким ступенем довіри до позичальників капіталу (претензії кредиторів щодо повернення коштів завжди є обґрунтованими з юридичної точки зору, на відміну від невизначеної фінансової перспективи для інвесторів). В табл.1 наведено дані щодо структури джерел зовнішнього фінансування ринків, що розвиваються в середині 90-х років.

Таблиця 1

Структура джерел зовнішнього фінансування країн, що розвиваються*

Обсяги і вид зовнішнього фінансування	1995 р.	1996 р.
<i>Всього, трлн.дол.США</i>	2,19	2,33
у тому числі у відсотках:		
довгострокові кредити	74	73
кредити МВФ	3	3
короткострокові кредити	17	17
прямі іноземні інвестиції	4	5
портфельні інвестиції	2	2

*Див.: Зеркало недели. – 1998. – № 6. – 7 февраля.

Інвестиційні потоки в сумарному обсязі зовнішнього фінансування не досягають і десятої частини, особливо низькою є частка портфельних інвестицій (див. табл. 1).

Банк Міжнародних розрахунків (Базель, Швейцарія) опублікував дані щодо строкової структури зовнішньої заборгованості окремих ринків, що розвиваються протягом тимчасового передкризового “затишшя” середини 1997 року. Показово, що короткотермінові декількамісячні позики для більшості країн є домінуючими. Так, позики зі строком погашення до одного року в економіці Тайваню займали 87,3 % від обсягу загальної зовнішньої заборгованості; провідних країн блоку АСЕАН (насамперед, Таїланду, Індонезії, Малайзії, Філіппін) – від 58,8 до 67,9 %; Південної Кореї – 60,1 %; латиноамериканських країн: Мексиці – 45,5 %, Аргентині

– 53,8, Бразилії – 62,2; досить високим є показник Росії – 55,4 %; дещо менші рівні короткострокової заборгованості мають країни Східної Європи: Угорщина – 37,0 %, Польща – 46,2, Чехія – 53,4 % [3, с. 53].

Цілком вірогідно, що наведені характеристики структури джерел зовнішнього фінансування і строкової структури заборгованості безпосередньо пояснюють боргову природу фінансових криз, від яких періодично потерпають країни, що розвиваються. Платою за економічне зростання став надмірний зовнішній борг, особливо короткотерміновий.

Концепція монетаризму з приматом горошово-валютних підходів до ринкових перетворень вимагала значних ліберально-реформаторських заходів щодо регулювання економіки. Ці заходи (обмеження державного втручання в економічні процеси, прискорена приватизація, стимулювання появи дрібного підприємницького сектора, спрощення процедури банкрутства і корпоративних угод – злиття і поглинання компаній, вільний доступ нерезидентів на національні фінансові ринки, заохочення впровадження плаваючих валютних курсів) не підтримувалися зрушеннями в реальному секторі, причому залишалась визначальною залежність розвитку від зовнішніх факторів. Країни, що розвиваються, протягом останньої чверті XX ст. мали періодичні кризові обвали своїх фінансових ринків. Їх супроводжували хронічні бюджетні дефіцити, інфляція, зовнішньоторговельні дисбаланси. Сумарний зовнішній борг країн, що розвиваються, щороку збільшувався в середньому на 5 відсотків. У серпні 1982 р. Мексика вперше заявила про мораторій на відсоткові платежі, тобто про нездатність обслуговувати борги в повному обсязі. Згодом інші країни (Аргентина, Перу, Бразилія) зробили теж саме. Так з того часу починає формуватися ринок суверенних боргів, який мав значний вплив на формування міжнародної економічної динаміки наступних років.

Загальна характеристика заборгованості країн, що розвиваються, протягом 1980–1997 рр. показана в табл. 2.

Поява постсоціалістичних країн на боргових ринках у 90-ті рр. посилила центробіжні тенденції міжнародного руху позичкового капіталу. Криза 1994 р. хоча і пов'язується з панікою на фінансовому ринку Мексики, в дійсності мала більш широке гео економічне підґрунтя (фінансовий центр латиноамериканських країн – фондова біржа в Мехіко); окрім того, окрема позиція Мексики полягає в членстві з 1993 р. разом з США та Канадою в Північноамериканській зоні вільної торгівлі (НАФТА). У першій половині 90-х рр. на мікрорівні різко підвищилися обсяги кредитування приватного сектора і використання запозичених, а не власних ресурсів для підприємницького розвитку. Так, у Таїланді показник кредитування приватних структур виріс з 20 % у 1992 р. до 30 % у 1994 р., у Малайзії – з 11,2 % у 1992 р. до 30,5 % у 1995 році. Корпоративні структури Південної Кореї мали ризиковане переважання запозичених коштів у структурі фінансування – відношення боргу до акціонерного капіталу в 1996 р. складало для “Daewoo” 316 %,

“LG”– 378, “Hyundai”– 453, “Samsung”– 473 % [4, с. 41]. Значна індивідуально-вибіркова концентрація боргового капіталу призвела до штучного перенасичення окремих галузей і країн кредитними ресурсами і появи надлишкових, не повністю затребуваних ринком виробничих потужностей: тобто в цьому аспекті мала місце криза перевиробництва. Наслідком цього стало зниження прибутків на авансований капітал і підвищення ризику неплатоспроможності в реальному і фінансовому секторах економіки.

Таблиця 2

Структура заборгованості країн, що розвиваються (1980–1997 рр.)^{*}

Джерело фінансування	1980		1990		1997	
	млрд.дол. США	%	млрд.дол. США	%	млрд.дол. США	%
Міжнародні фінансові організації	46,49	12,3	204,14	18,4	291,24	20,4
Держави	123,98	32,9	391,04	35,3	528,63	37,0
Банки	126,61	33,6	261,55	23,6	175,70	12,3
Облігації	18,72	5,0	106,63	9,6	302,75	21,2
Інші	61,23	16,2	144,43	13,0	130,45	9,1

Див.: Буклемишев О.В. Рынок еврооблигаций. – М.: Дело, 1999.

Детонатором мексиканської кризи була значна зовнішня заборгованість ринків, що розвиваються (1,6 трлн.дол.США в 1994 р.). Невідповідність обсягів валютних резервів Мексики і сукупних казначейських зобов'язань підірвали оманливу стабільність національної грошової одиниці – песо. Намагання Центрального банку Мексики не допомогли зупинити відпливу капіталу за межі країни: від кризової ситуації врятувала лише кредитна допомога МВФ розміром в 53 млрд.дол.США.

Кредитний протекціонізм МВФ (звісно ж, і у власних інтересах) наслідувався і щодо багатьох інших країн, але ситуація залишалася напруженою¹.

Фінансова криза 1997–1999 рр. розпочалася спочатку в країнах АСЕАН регіону Південно-Східної Азії – в зразкових (як до того вважалося) для наслідування за темпами економічного розвитку країнах, а згодом, вийшовши за регіональні рамки, стала міжконтинентальною, світовою. Фактично відбулася зміна кон'юнктури міжнародних ринків капіталу. Перша хвиля кризи пройшла у червні 1997 р. з девальвацією таїландської грошової одиниці – бата. Дуже швидко сусідні країни втягувались в обвальний коловорот. Курси валют більшості країн були явно

¹ Прикладом фінансового диктату МВФ є ситуація, коли в 1994 р. Монголія заборонила експорт непереробленої пряжі, що швидко спричинило значний притік іноземного капіталу для створення спільних підприємств з переробки сировини на території країни. МВФ негайно призупинив кредитування на 17 млн.дол.США із запланованого обсягу в 30 млн.дол.США. Вже в 1995 р. вільний експорт пряжі був відновлений, хіба що закупівельна ціна підвищилась до 40 дол.США за кілограм. Для України примусовим є виконання положень Меморандуму про співробітництво з МВФ, зокрема аналогічною є вимога вільного вивозу насіння соняшнику.

завищеними і прив'язувалися до курсу долара США. Форвардні контракти ризиковано заключались інколи майже на всю величину валютних резервів. Для збереження штучно фіксованих крос-курсів запроваджувалися масовані валютні інтервенції і підвищувалися процентні ставки. В результаті, наприклад, офіційні валютні резерви Таїланду наприкінці червня 1997 р. склали тільки 1,1 млрд.дол.США, а зовнішній борг вимірювався в 69,4 млрд.дол.США. Зовнішня заборгованість Індонезії досягала 59,3 млрд.дол.США, Малайзії – 28,8 млрд.дол.США. Для часткової нейтралізації кризи МВФ у 1997 р. виділив пожежні кредити – 16,7 млрд.дол.США для Таїланду і 40 млрд.дол.США для Індонезії. Під час другої хвилі кризи, у жовтні 1997 р., переживає потрясіння ринок Гонконгу, курси національних валют азіатських країн впали на 15–30 %, а індекс Доу Джонса в США знизився більше ніж на 7 % [4, с. 38–39; 5, с. 45–46]. Криза швидко перекинулася на Латинську Америку, ставши особливо відчутною для Бразилії, а потім і на нові ринки Європи, не обминувши Росію і Україну.

В 90-ті рр. заборгованість латиноамериканських країн збільшилася практично в 1,9 раза – з 400 млрд.дол.США у 1990 р. до 750 млрд.дол.США у 1999 році. Сумарна заборгованість Мексики, Бразилії і Аргентини наприкінці десятиріччя 90-х рр. склала 547,0 млрд.дол.США – понад 72 % боргу всіх країн регіону. Причому борг Бразилії обсягом 240 млрд.дол.США “забезпечує” майже третину континентального боргового тягара. Виплата кредитних відсотків поглинала 17 % експортної виручки [6, с. 92].

У країнах СНД азіатська криза відбилася погіршенням фінансового становища: подорожчанням позик на внутрішньому і зовнішньому ринках, зниженням основних індексів фондового ринку (РТС – індекс в Росії і ПФТС – індекс в Україні нестримно падали), поступовою девальвацією національних грошей. Короткотерміновий борг Росії на початок 1998 р. оцінювався в 34 млрд.дол.США (загальна сума зовнішнього боргу Росії на той час перевищувала 123 млрд.дол.США). Зовнішня заборгованість України, хоча й була кількісно практично на порядок меншою, але досягнувши відмітки у 80 % від загального обсягу боргу, підкреслила значну залежність розвитку країни від нерезидентського капіталу (табл. 3).

Відомі події 17 серпня 1998 р. різко знизили ліквідність фінансових ринків як у Росії, так і в Україні. Про це вже багато сказано, зауважимо лише, що результатом кризи 1998 р. для обох країн стало більш насторожене сприйняття оцінок ризикованості фінансових вкладень і відповідне зниження їх кредитних рейтингів як позичальників капіталу. На прикладі Росії і України була реалізована здирницька стратегія міжнародних спекулянтів відносно одержання максимального зиску від обігу “гарячих грошей”. Наступні обов'язкові для монетарної ідеології фінансові ін'єкції міжнародних інституцій посилили і без того значний тиск боргового тягара.

Таблиця 3

Динаміка зовнішнього боргу України і Росії в 1997–1999 рр.*
(дані на кінець відповідного року)

(млрд. дол. США)

Показник	1997	1998	1999
Зовнішній борг України	9,6	11,5	12,4
Зовнішній борг Росії	123,5	150,8	187,0

*За даними Міністерствами фінансів України, Міністерства фінансів Росії.

Дебіторська позиція України в 1999 р. і Росії в 1998 р. у порівнянні з групою трьох основних латиноамериканських боржників представлена в табл. 4.

Таблиця 4

Рівні заборгованості країн-позичальників
(середні параметри за 1997–1998 рр.)*

(%)

Країна	Зовнішній борг / ВВП	Зовнішній борг / Експорт	Обслуговування боргу / Експорт
Україна	44,0	близько 100,0	5,7
Росія	64,0	166,0	14,0
Аргентина	близько 35,0	близько 300,0	<20,0
Бразилія	близько 30,0	>200,0	> 20,0
Мексика	>50,0	>100,0	близько 10,0

*За даними Міністерства фінансів України, Міністерства фінансів Росії. Див.: Саркісянц А.Г. Система міжнародних боргів. – М.: ДеКД, 1999.

У 1999 р. відношення зовнішнього боргу до ВВП в Бразилії зросло до 45 %, зменшилося в Мексиці – до 35, в Аргентині – до 23; в Екваторі і групі малих країн перевищило 100 % [6, с. 92].

Гострим питанням для країн, що розвиваються, особливо для латиноамериканських, є експансія американської валюти і “доларизація” регіональних фінансово-економічних систем. Так, Панама майже сто років використовує долар США як національну валюту, Аргентина з 1997 р. “синхронізує” паритетність обсягів песо і долара в обігу – така бімонетарна система має свої плюси і мінуси. Бразилія і Мексика виступають проти “доларизації” своїх фінансових систем. Неоднозначне ставлення до посилення присутності долара в національних і міжнародних розрахунках розподіляє латиноамериканські країни на супротивні табори, і за звичай не сприяє спільному вирішенню боргових проблем.

Борговий калейдоскоп африканських країн ще більш строкатий. Найбідніші країни на південь від Сахари акумулюють 80 % континентальної заборгованості, середнє відношення зовнішнього боргу і ВВП коливається близько 60 % (хоча є приклади перевищення 100-відсоткової позначки).

У зв'язку з коливанням цін на природні енергоносії (в основному на нафту) коливається заборгованість країн-експортерів нафти, які не мають стабільного валютного поповнення; також мають додаткові боргові проблеми країни-імпортери нафти у випадках зростання вартості сировини.

Спостерігається неоднакове (асиметричне) положення сторін кредитної угоди, яке полягає в тому, що відношення до боржників більш жорстке, ніж до кредиторів (це спостерігається з боку МВФ, Світового банку). Боржники функціонують у більш суворому економіко-правовому і психологічному полі. Зрозуміло, що борги треба повертати, але одностороння поблажливість до кредиторів не може бути виправданою – бо чому кредитуються ненадійні позичальники?

Існує декілька пояснень такого полярного відношення МВФ до кредиторів і боржників. Безперечно, що кредитори – це здебільшого країни фінансових центрів світової економіки, і покарання кредиторів – це покарання самих себе, що є тавтологією. Разом з тим МВФ співробітничав з банками, що надають позики, і відверте утискання банків не вигідне для існуючої міжнародної фінансової системи, збереження якої є основною метою МВФ. Модель “центр-периферія” з негативними наслідками еволюціонує на користь кредиторів, і проблематично її зламати.

Одним із варіантів виходу з такої ситуації є перекладання частини збитків на кредитні інститути. Пошук нестандартних заходів щодо управління боргом призвів до появи спеціальних брейді-облігацій, які були запропоновані як інструмент реструктуризації надмірної заборгованості экс-міністром фінансів США Н.Брейді. Суть реструктуризації полягала в реалізації своєї борг/облігації таким чином, що “старі” зобов'язання стандартизувалися до єдиної бази з відносно невеликим номіналом облігації і допустимим рівнем збитків, які з'являлися у кредиторів внаслідок конверсійного списання частини боргу. Першою країною-емітентом нових облігацій була знову ж таки Мексика, яка в 1990 р. випустила брейді-бонди на суму 48,1 млрд.дол.США (приблизно на половину комерційної заборгованості країни того часу). Доречним буде згадати, що умовним попередником брейді-бондів вважаються облігації “Ацтека”, емітовані Мексикою в 1988 р., коли борг країни обсягом 3,7 млрд.дол.США було конвертовано в 20-річні облігації загальною вартістю 2,6 млрд.дол.США.

У середині 90-х рр. капіталізація брейді-облігацій оцінювалася декількома сотнями мільярдів доларів США. Попри ажіотажний спурт цього сегмента ринку боргів дефолт Еквадору восени 1999 р. щодо виплати відсотків по своїх брейді-бондах обсягом 44,5 млн.дол.США поставив питання про операційну універсальність плану Брейді в конкретних умовах (основний борг Еквадору по брейді-бондах складає 6 млрд.дол.США, по інших зовнішніх боргах – 7 млрд.дол.США при власних валютних резервах в 1,3 млрд.дол.США). Питання

про відмову від сплати відсоткових платежів постало тоді, коли останні сягнули величини 50 % ВВП країни.

На японському саміті “G7” у липні 2000 р. міністри фінансів країн-учасників звернулися до МВФ з проханням посилити контроль за станом ринків, що розвиваються, зокрема, стосовно втечі і відмивання капіталу, щоб уникнути повторення кризи 1997 року. Ряд країн попереджено про можливість застосування санкцій, якщо боротьба з відмиванням капіталу не поліпшиться. Відносно намірів Росії розширити коло учасників з “G7” до “G8” за рахунок власного представництва було заявлено, що в такому випадку Росію не слід вважати країною, що розвивається, – відповідно, борги треба безумовно сплачувати в повному обсязі без обговорення варіантів реструктуризації. Борговий компас гео економічного середовища продовжує лихоманити.

Очевидно, що боргові проблеми ринків, що розвиваються, обумовлюються такими факторами:

непродуманими заходами щодо лібералізації фінансових систем, коли дохідність і ризики від реалізації спекулятивних схем зростали пропорційно, контроль за присутністю іноземного капіталу послаблювався, а короткотермінові фінансові програми стали домінуючими. Орієнтація на досягнення високих темпів акумуляції необхідних ресурсів не враховувала можливості ризику інвестиційного перенасичення. Протиставлення державного регулювання ініціативі приватного підприємництва сприяло тінізації економіки. Після останньої кризи стало зрозуміло, що процес лібералізації не може бути швидкоплинним, а відкритість економіки – безоглядною; межі росту фінансових ринків окреслюються вимогами національної економічної безпеки;

наявністю структурних диспропорцій між фінансовим і реальним секторами економіки. Штучний “розквіт” фінансового сектора на фоні пригнічення реального не міг бути тривалим, монетарні важелі управління показали свою обмеженість і надмірну залежність від зовнішніх чинників. Прагматична логіка розвитку продуктивної економіки не сприймає надмірної свободи фінансової поведінки учасників ринку. Вірогідно, що масштаби обвалу ринків визначаються розривом між реальним і фінансовим секторами економіки.

Країни, що розвиваються, мають альтернативу затягуванню боргового зашморгу. Вони повинні додержуватися жорсткого і ефективного державного регулювання поряд з постійно коригованим валютним режимом і введенням рестрикційних бар’єрів на присутність іноземного капіталу в усіх фінансових секторах. Неприпустимим є поєднання слабoreгульованої економіки, переобтяженої зобов’язаннями, з диктатом нерезидентського капіталу. У післякризових умовах потрібна мобілізаційна економіка з опорою на інвестиційні, а не на кредитні ресурси розвитку.

Очікувані перспективи економічної стабілізації в післякризовий період ґрунтуються на прогресивній динаміці відновлення швидких темпів росту ВВП [7,

с.20–21]. У I півріччі 2000 р. основні індекси фондового ринку Китаю зросли в середньому на 25 %, що є кращим показником у світі (найбільш мобільний індекс Standard&Poog в США виріс тільки на 7 %) [8]. Ринки, що розвиваються, знову на підйомі?

Література

1. *Бычков А.* Глобализация экономики и мировой фондовый рынок // Вопросы экономики. – 1997. – №12. – С. 82–93.
2. *Михайлов Д.* Финансовая глобализация и ее последствия для финансовой системы развивающихся государств // Финансовый бизнес. – 2000. – №1. – С. 14–19.
3. *Неймышев П.* О ситуации на развивающихся финансовых рынках // Финансы. – 1999. – №5. – С. 53–54.
4. *Мозиас П.* Кризис финансовых рынков в развивающихся странах // МэиМО. – 1999. – №1. – С. 38–47.
5. *Гришевич В.* Финансовый кризис в Азии как оборотная сторона экономического чуда // Финансовый бизнес. – 1999. – №3. – С. 45–51.
6. *Романова З.* Латинская Америка – в лабиринте финансовых проблем // Экономист. – 2000. – №6. – С. 88–96.
7. *Гесць В.* Перспективи світового економічного зростання у 2000-2002 роках // Вісник НБУ. – 2000. – №2. – С. 20–25.
8. Зеркало недели. – 2000. – № 30. – 29 июля.