



## СТРАТЕГІЯ ПЕРЕРОЗПОДІЛУ ВАЖЕЛІВ НА МІЖНАРОДНИХ ФІНАНСОВИХ РИНКАХ: США, ЄВРОПА, КИТАЙ

**СПІВАК**  
**Інна Віталіївна,**  
кандидат економічних наук

*Значні коливання цін на сировину нафту, та фондових індексів і подальші зміни в кон'юнктурі світової економіки дедалі частіше пов'язують зі зростаючою економічною потужністю Китаю. Однак сам він не поспішає змінювати своїх позицій щодо стабільного фіксованого курсу юаня, нарощування міжнародних резервів та скорочення попиту на сировину. Тому в даному випадку варто навчитися правильно оцінювати ситуацію, що склалася, а також адекватно реагувати на неї.*

*The considerable price-waves on rock-tar, oscillation of fund indexes and change, in stating of affairs a peace economy all often link to the increasing force of China. However itself China does not hurry to change its the positions in relation to the stable fixing course of yuan, increase of international backlogs and abbreviation of demand on the raw material. That is why now needed to learn correctly to estimate a situation, that folded, and also adequately to react on her.*

Кілька років поспіль на світовій арені відбуваються значні коливання, які більше схожі на звичайні спекулятивні ігри, ніж на реакцію на зменшення темпів розвитку світової економіки. Важливе місце у цій ніші займає прогресуючий Китай (КНР), який своєю потужністю чинить тиск на основних лідерів – США та Європу. Беззаперечно, що така ситуація викликає занепокоєння не тільки США, а й усієї світової спільноти, в тому числі України, оскільки саме Китай входить до п'ятірки важливих торговельних партнерів. Однак проаналізувавши й вивчивши мотиви

нинішніх дій уряду КНР, мимоволі починаєш розуміти їх і прогнозувати власні подальші кроки.

Виходячи з теорії циклічного розвитку, економіка будь-якого масштабу розвивається хвилеподібно в чотири етапи: 1) піднесення – зростання виробництва і ВВП на тлі зменшення безробіття й низьких темпів інфляції; 2) бум – пікова точка пожвавлення економіки, на якій можливий “перегрів”, тобто надмірно високі темпи розвитку; 3) економічний спад – зниження ділової активності, виробництва й ВВП, які, у свою чергу, супроводжуються високою

інфляцією та безробіттям; 4) пожвавлення економічної кон'юнктури. Довгочасність циклів може бути різною: довгострокові тривають 15–20 років, середньострокові – 5–10 років. Для кожної держави їхня тривалість індивідуальна, й у різних країнах вони можуть не збігатися за часом. Так, традиційно вважають, що європейські цикли відстають від американських приблизно на рік–півтора. Визначити, на якому етапі розвитку перебуває економіка країни в даний момент украй важливо. Особливо необхідно орієнтуватися в циклічних процесах найбільших країн світу, які здатні “штовхати догори” або “тягнути донизу” інші держави.

На основі визначення поточного стану економіки ухвалюють рішення про необхідність державного втручання в процеси, оскільки ринок часто не може перейти до збалансованості самостійно. В США це зведено в ранг стратегічної політики. Наприклад, визначення поточної стадії розвитку Штатів належить до виняткових повноважень комітету з вивчення бізнес-циклів нацбюро економічного аналізу. На підставі отриманих висновків Федеральна резервна система та мінфін проводять обмежувальну або стимулюючу політику, регулюючи фінансові потоки. В першому випадку вони зменшують загальне фінансування економіки через підвищення рівня процентних ставок за кредитами і зниження держвитрат, у другому – роблять все з точністю до навпаки [1].

Основна роль держави в циклічному процесі – стримувати надмірне зростання і не допускати значних спадів: тобто перегрівів і депресій. Щодо економіки Китаю цей принцип на даний час вкрай актуальний. Річ у тому, що за її перегрівом може настати катастрофічне “стиснення” з подальшим падінням загальносвітового попиту й обвалом цін на ресурси.

За оцінками експертів, протягом

останніх півтора року зі всього приросту попиту на продукцію світових товарних ринків на КНР припадало близько 70%. У масштабах китайської економіки це привело до небувалого сплеску попиту на сировину, будівельне устаткування та енергію, яких все одно не вистачає. Так, у першому кварталі при рекордних власних обсягах виплавки сталі до країни довелось імпортувати додатково 10 млн. т прокату. Це закріпило світову тенденцію до подорожчання енергоносіїв і металів, що активно використовують у будівництві. Так, за останніх два роки алюміній подорожчав майже в півтора рази, чавун – втричі. Зрозуміло, що закладені в будівництво дорогі ресурси рано чи пізно зумовлять або зростання цін, або великі збитки інвесторів.

За офіційними даними, за перше півріччя 2004 р. інвестиції в сталеварний сектор збільшилися порівняно зі січнем – червнем 2003 р. на 54,7% – до 10,2 млрд. дол. США. За цей час випуск сталі в Китаї збільшився на 21,09% – до 124,75 млн. т, а прибутки 66 ключових виробників зросли на 83,08% – до 4,54 млрд. дол. США.

Одночасно зростання ВВП Китаю – понад 9,5%, в результаті чого уряд прийняв ряд адміністративних заходів щодо охолодження національної економіки [2].

Після заяви китайського прем'єра стосовно різкого обмеження інвестицій і споживання в Китаї ціни на дорогоцінні й кольорові метали, а також фондові індекси впали. Так, алюміній подешевшав з 1850 дол. США/т до 1550 дол. США/т, мідь – з 3150 дол. США/т. до майже 2600 дол. США/т. Проте це тільки перше грандіозне падіння світових цін на ресурси, яке може спровокувати подальшу економічну кризу, оскільки за економічним потенціалом КНР займає шосте місце в світі. З роками Китай перетворюється на індустріальний центр

світу – саме тут зосереджені виробничі потужності багатьох транснаціональних корпорацій, прискорено росте національний сектор економіки [3].

Упродовж останніх років Китай є потужним генератором світових цін на метали. В результаті феноменального зростання економіки частка цієї країни в глобальному споживанні сталевих продукції сягнула майже 27%. Внаслідок цього в 2-й пол. 2003 р. на світових ринках виник дефіцит, що призвело до підвищення цін.

Так, від липня до березня наступного року металопродукція щомісячно дорожчала на кілька відсотків, а в зимовий період вартість деяких товарів у Китаї підвищувалася на 20–30%. Відповідно зростали ціни майже в усіх інших країнах – виробники з чорних металів у світі подорожчали в середньому на 60%.

Проблема збуту, що ще зовсім недавно змушувала країни домовлятися між собою про скорочення виробництва, плавно відійшла на другий план – меткомбінати тільки нарощували темпи виплавки. Щоб запобігти кризі, Пекін згодом почав упроваджувати комплекс “охолоджувальних” заходів. Зокрема, національний банк ускладнив видачу кредитів промисловим підприємствам, а законодавці прийняли відповідні документи щодо обмеження інвестицій у сталеливарну галузь.

Експерти прогнозували подальше зниження цін на сталь. Понижувальній тенденції сприяло й зміцнення американського долара щодо юаня, а також здешевлення сировинних ресурсів на внутрішньому та зовнішньому ринках.

Однак проблема перевиробництва існує й надалі. Попит на металопродукцію наприкінці 1-го кварталу 2004 р. почав знижуватися, але виробництво в Китаї за цей період зросло на 29,47%. При цьому продовжують наростати інвестиції в основні фонди сталеливарного сектору. В

січні – березні вони перевищили 4 млрд. дол. США, що на 107,2% більше відповідного показника попереднього року, – повідомив комітет із національного розвитку і реформ КНР.

“Розвиток китайської металургії дає підстави очікувати, що 2004 р. виплавка сталі сягне 277 млн. т. Але якщо завершать всі поточні проекти з будівництва нових потужностей, то в 2005 р. виробництво перевищить 330 млн. т. А такий обсяг продукції внутрішній ринок Китаю не буде споживати навіть в 2010 р.”, – зазначили експерти комітету в газеті China Business Weekly.

За свідченням аналітиків, зниження вартості чорних металів стало глобальним явищем. Проте, незважаючи на заходи щодо скорочення інвестицій, Китай продовжує підтримувати масштабні проекти зведення потужностей для виробництва сталі з високою доданою вартістю. Таким чином, зусилля щодо охолодження сектору внесуть корективи в структуру металургійної промисловості, однак значною мірою вплинуть на її зростання.

“Якщо так піде далі, глобальна сталева індустрія дуже постраждає. Поточна сприятлива ринкова кон'юнктура ослабне, якщо Китай перестане імпортувати метал”, – заявив консультант із торгових питань професор Кембріджського університету Ічвальд Хедж [3].

У галузі масового виробництва Китай нині досягнув масштабів американського континенту на ринку зерна, а саме – став дуже ефективним й агресивним конкурентом з практично невичерпним потенціалом. Китай ось-ось випередить Японію за обсягами торгівлі, а в найближчі десятиріччя він може зрівнятися і з США, і з Європейським союзом. В країні дуже низький рівень інфляції, при цьому продуктивність швидко зростає. Золотовалютні резерви Китаю досягли 402

млрд. дол. США – більше тільки у Японії. Внаслідок цього Китай звинувачують в розповсюдженні у світі дефляційних тенденцій.

При цьому між Китаєм і США сформувався своєрідний симбіоз: США витрачають засоби, Китай – позичає. Штати активно пом'якшують грошову політику – Китай стримує американську інфляцію. Кожна сторона отримує свою вигоду: американці можуть витратити більше, ніж заробляють, китайці зміцнюють свої резерви. Однак ця політика має негативні наслідки. Дефіцит торговельного балансу, що зростає між США і Китаєм, стає мішенню для критиканства популістів. А гігантський дефіцит рахунку поточних операцій США створює небезпеку краху основної світової валюти. Найгірший сценарій може й не відбутися, проте два міркування з цього приводу залишаються вельми актуальними. По-перше, Китай повинен звернути особливу увагу на те, як його політика й прогрес позначаються на глобальній ситуації. По-друге, Китай повинен нести частину відповідальності за розвиток світової економіки.

Незважаючи на тенденції останніх років, Китай поки що не став повноцінною фінансовою державою (країні не вистачає конвертованої валюти), однак він уже є найважливішим гравцем у світовій торгівлі. Швидке зростання китайського експорту, який, на думку багатьох економістів, ґрунтується на незбалансованому обмінному курсі, й відповідне швидке нагромадження валютних запасів – серйозна проблема для найважливіших економічних партнерів країни. Тому Китаю пропонують переглянути свої пріоритети в межах глобальної економічної системи. По-перше, йому потрібно було б швидше рухатися в напрямку вільної торгівлі, принаймні в промисловості. На думку експертів, це сприяло б розвитку рівно-

правної вільної торгівлі, на якій ґрунтується економічне зростання Китаю, а також знизився б опір китайської експансії з боку зарубіжних прихильників протекціонізму [4]. По-друге, нагромадження валютних запасів дає змогу Китаю перейти до гнучкішого обмінного курсу, фінансової лібералізації і конвертованої валюти. Відсутність у Китаї вільно конвертованої валюти вже давно є серйозною перешкодою для роботи іноземних компаній на внутрішньому ринку країни. Штучно підтримуваний курс юаня став каменем спотикання у відносинах Пекіна і Вашингтона. Пропускаючи від 2003 р. гонконгські банки на ринок національної валюти, КНР робить пробний крок до послаблення контролю за потоками капіталу. На думку багатьох експертів, спектр банківських послуг в юанях міг би бути розширеним. "Китай використовує Гонконг для перевірки юаня на конвертованість, – вважає Герберт Лау, начальник аналітичного відділу брокерської компанії Celestial Asia Securities, – Китай в майбутньому обов'язково забезпечить вільну конвертованість юаня, адже він вступив до ВТО" [4].

Поточний режим уніфікованого керованого плаваючого обмінного курсу юаня, що базується на ринковому попиту та пропозиції валюти, почав діяти від 1994 р. У 1994–1997 рр. обмінний курс юаня до долара США зріс із 8,7:1 до 8,3:1 завдяки режиму керованого плаваючого курсу. Наприкінці 1997 р., на прохання сусідніх країн та міжнародних установ, Китай суттєво звужив коридор плаваючого обмінного курсу юаня, щоб зменшити шок Азійської фінансової кризи й розвіяти побоювання щодо девальвації юаня. Звуження коридору не слід розглядати як перехід від плаваючого до фіксованого курсу. Китай розглянув би питання повернення до попереднього коридору й поліпшення механізму формування обмін-

ного курсу женьмінбї (ЖМБ), якби в регіоні була узгодженість стосовно того, що криза минула, а пов'язані з нею проблеми вирішені. Проте думки щодо вирішення цього питання різняться, а багато сусідніх країн та економістів вважають, що ще не настав час робити такий крок [5].

На відміну від багатьох інших країн, Китай перебуває на стадії перегляду свого режиму торгівлі. Китай прийняли до СОТ лише наприкінці 2001 р., що привело до ряду реформ у торгівлі. На той час багато хто прогнозував, що імпорт Китаю стрімко збільшиться й перевищить потенційне зростання експорту через значне зниження тарифних і нетарифних обмежень, включаючи імпорتنі квоти та надання доступу до сектору послуг. Виявилось, що коли в 2002 р. було зафіксовано швидке збільшення обсягів імпорту Китаю, експорт теж зріс, що вилилось у 30,4 млрд. дол. США позитивного сальдо торгового балансу. Протягом 5 років після вступу до СОТ Китай продовжує і продовжуватиме знижувати тарифи й послаблювати кількісні обмеження імпорту, лібералізовувати торгівлю послугами, включаючи фінансовий сектор та сектор комунікацій. Усе це ще більше утруднює прогнозування балансу поточного рахунку. У 1-й пол. поточного року зростання обсягів імпорту в Китаї прискорилося, випереджаючи темпи зростання експорту, позитивне сальдо торговельного балансу зменшилось до 4,5 млрд. дол. США. Підрахунки загалом показують, що зростання імпорту в поточному році буде приблизно на 9 процентних пунктів вищим, ніж зростання експорту. Тенденція, при якій темпи зростання імпорту випереджатимуть темпи зростання експорту, зберігатиметься в Китаї ще впродовж одного-двох років. Тому зарано гадати, буде обмінний курс женьмінбї заниженим чи завищеним, і нерозумно коригувати обмінний курс на такій основі.

Від початку 2003 р. сталося послаблення долара США. На думку голови Народного банку, Китай можна було б заздалегідь повідомити про такий намір, якщо це послаблення було заплановане для вирішення торговельного дисбалансу між Сполученими Штатами та іншими країнами й регіонами, зокрема, дефіциту з Китаєм. На той час усі вважали, що США продовжуватимуть політику міцного долара, і лише з часом стало зрозуміло, що долару США “дозволили” падати. Таким чином, безпідставними є звинувачення Китаю в небажанні співпрацювати зі Сполученими Штатами щодо врегулювання платіжного балансу. По суті, США завжди знали, що центральний обмінний курс китайської валюти женьмінбї встановлюють на основі долара США, й тому не дивно, що послаблення долара не могло не вплинути на торгівлю між Китаєм і США.

Спроби зберегти стійкість долара США як своєї бази у світовому поділі праці призводять до певних труднощів в американській економіці. Втім, на думку офіційних осіб ФРС, нижня точка падіння пройдена, й надалі спостерігатимуться позитивні тенденції. Хоча 8 листопада 2004 р. курс долар/євро сягнув нового максимуму – 1,2986 EUR/USD. “Перепади курсу між цими двома валютами, падіння однієї і піднесення іншої, є елементом великої “шахової” гри, що ведеться одночасно на тисячах дощок у різних площинах із постійно динамічними правилами” [6].

Загалом, упродовж 1990-х рр. у США утворився колосальний економічний “пузир”, який частково був спровокований об'єктивними причинами: наприклад, необхідністю якнайшвидше захопити частину світу, що “звільнилася” після розпаду соціалістичної системи, а з іншого боку – причинами суб'єктивними: бажан-

ням отримати в ході цього процесу максимальний прибуток. Внаслідок цього в економіці США виникли значні структурні диспропорції, що становлять десятки відсотків ВВП, незважаючи на падіння долара, росте дефіцит зовнішньоторговельного балансу, що є класичним симптомом саме структурної природи кризи.

Наприклад, в 1926–1929 рр. Федеральна резервна система (ФРС) США ввела в економіку велику кількість грошей, але коли здавалося, що криза минула, все несподівано зруйнувалось і почалася Велика депресія. Схожа ситуація виникла в Америці у середині 1980-х р.: знову сукупний приватний попит відставав від сукупної пропозиції (виробництва) й локальні кризи (1973–1975, 1980–1982 рр.) загострювалися. У відповідь “рейганоміка” змінила зміст американської економіки: лібералізація регульованих галузей (ринок цінних паперів, житлове будівництво, соціальна сфера тощо) спрямували в ці сектори значні грошові потоки, а глобалізація дала змогу американському капіталу завоювати майже весь світ. Одночасно широко розповсюдився споживчий кредит, який дозволяв американцям витратити більше, ніж вони заробляли. У свою чергу, зростання обсягів вкладень в акції у 1999–2000 рр. створювали психологічний “ефект багатства” у широких верств населення. Разом з цим, структура американської економіки ставала дедалі вразливішою: реальне виробництво концентрувалося в країнах третього світу, а гроші – в спекулятивних активах – акціях, облігаціях та похідних фінансових інструментах.

Як наслідок, у 2000 р. межі глобалізації були досягнуті, а фінансові ринки стикнулися з проблемою “мильної бульбашки”, відтак розрив останніх провокує загострення циклічної кризи перевиробництва,

про яку можна говорити вже у все-світньому масштабі. У відповідь американська ФРС почала масштабне грошове “накачування” фінансової системи, а уряд обрав фіскальну політику. Наприкінці 2003 – початку 2004 рр. склалося враження одужання економіки США [7].

Однак згодом американські товари стають непотрібними світовому ринку. Зокрема, Китай надає перевагу продукції високих технологій з Японії, Південної Кореї та ЄС. Навіть Південна Корея експортувала в КНР у 2003 р. більше, ніж США – 43 млрд. дол. США проти 34 млрд. дол. США. Промислове виробництво Китаю зросло за 3 роки на 3/5, які споживання енергоресурсів. Споживання ж прокату збільшилося майже вдвічі й досягло гігантських масштабів – 271 млн. т. Співвідношення змінилося настільки радикально, що Європа не може чинити економічний тиск на КНР – країну, яка має в розпорядженні значні валютні запаси й спроможна збільшити їх на 117 млрд. дол. за рік.

Фред Бергстен, директор Вашингтонського інституту світової економіки, скаржиться, що азійські країни, які занижують валютний курс через нагромадження валютних резервів, не виконують своєї ролі в процесі глобальної структурної перебудови, необхідної для зниження американського торгового дефіциту [8].

Історія, як правило, повторюється. Відомо, що свого часу, коли у 80-х рр. ХХ ст. зріс дефіцит торгового балансу США, головним винуватцем визнали Японію й переконали девальвувати ієну: відповідно до “Плаза-угоди” 1985 р. її курс виріс майже в 2 рази – з 239 ієн за долар США в 1985 р. до 128 в 1988 р. У 1990-х рр. зростання в Японії практично не було, причому багато економістів пояснюють це саме ревальвацією в 2-й половині 80-х рр. У 1930-х рр., в період Великої депресії

багато країн вдалися до девальвацій, які, разом із протекціоністськими заходами, покликані захистити внутрішні ринки від іноземної конкуренції й дістали назву "політики пограбування сусіда".

У 1997 р. під час азійської валютної кризи Китай, на відміну від багатьох інших азійських країн, не девальвував юань (тобто відбулася його ревальвація відносно інших валют, що подешевшали), що схвалили США та міжнародні фінансові інститути. А нині США домагаються від Китаю ревальвації юаня, оскільки вважають, що він зростає за рахунок американської економіки та штучного заниження вартості своїх товарів, що експортуються у величезних кількостях на американський ринок (дефіцит США в торгівлі з Китаєм у нинішньому році, ймовірно, перевищить 150 млрд. дол. США – що більше, ніж весь російський експорт).

Китайський профіцит повертається в США у вигляді вкладень китайських резервів, що зростають, в облігації американського казначейства. Іноземні кредитори тримають зараз майже 1/3 американського державного боргу, причому частка азійських інвесторів у щорічних купівлях боргових зобов'язань американського уряду іноземцями становить 40% (європейських інвесторів – 43%). Якщо азійські країни (або навіть тільки Китай) відмовляться купувати американські облігації, процентні ставки США зростуть, рівень виробництва та реальних прибутків знизяться, долар різко подешевшає – тільки так можна буде поліпшити торговельний баланс. Ідея американської влади полягає в тому, щоб не чекати обвалу, а забезпечити "м'яку посадку" шляхом поступового подорожчання юаня порівняно з доларом, що повинно зменшити американський імпорт з Китаю і стимулювати американський експорт до Китаю.

США могли б і самі понизити курс долара через нагромадження власних золотовалютних резервів, але не прагнуть цього. Адже це пов'язано з витратами (для США – особливо великими, оскільки значна частка їхніх резервів – у золоті, а не у валютах інших країн, а зберігання золота жодних відсотків не дає, і зумовлює лише витрати), а вигоди від нагромадження резервів у вигляді прискорення зростання, які отримує Китай, США як розвинена країна навряд чи отримають. Тому Америка й намагається переконати Китай пожертвувати курсом юаня (і, врешті-решт, – економічним зростанням) для відновлення рівноваги американського платіжного балансу.

При цьому, з точки зору Європи як другої сили, ЄЦБ намагається не допускати значних коливань курсу євро/долар, щоб не спровокувати погіршення внутрішньої ситуації у еврозоні, яка теж доволі напружена. Хоча головні аргументи на користь підтримки стабільності курсу євро наступні:

– незмінність ЄЦБ ставки рефінансування банків – 2% при граничних позиціях за депозитами та кредитами 3,0% і 1,0% відповідно. При цьому ставку рефінансування банків ФРС вже втретє підняли (до 1,75% з 1%).

– в еврозоні зростання ВВП, водночас підтримане внутрішнім попитом, відбувається швидшими темпами, ніж у США. Зростання ВВП у 2004 р. планується в середньому на рівні 1,6% – 2,2%, підіймаючись до 1,8% – 2,8% у 2005 р. У США темпи зростання ВВП зменшуються – зростання в другому кварталі 2004 р. становило 2,8% проти 4,5% у попередньому. Уповільнення, що відбувається, пояснюється насамперед уповільненням особистих витрат споживання.

– ЄЦБ планує інфляцію в межах 2,1% і 2,3% у 2004 р. та 1,3% і 2,3% у 2005 р.

Інфляція в США визначена щорічною нормою 3,0 – 3,3%. Хоча за даними Федеральної комісії вільного ринку економіка є врівноваженою й оновлюватиметься прискореними темпами.

– щорічний приріст агрегату М3 у євразоні стримується від літа 2003 р. Крім цього, низький рівень процентних ставок продовжує підтримувати грошове розширення, особливо для найбільш ліквідних активів, включених до вузького агрегату М1, а також збільшення позик у приватному секторі.

Таким чином, нині на міжнародних фінансових ринках найважливіше місце посідає Китай, що тримає в руках важелі економічного впливу на фінансові індикатори. Тому навіть за умов певних коливань курсів експерти рекомендують усі кошти конвертувати в китайський юань.

Щодо України, то оскільки одну з головних галузей експорту становить металопродукція, то при різкому зниженні цін на метал ми зазнаємо значних втрат. При цьому вони будуть не лише з боку експортерів, а й валютного ринку, який недоотримуватиме достатньої кількості іноземних коштів, що надходять у вигляді обов'язкового 50% продажу валютної виручки. Тому важливо усвідомлювати простір дії цього чинника й знаходити

можливості пропорційно розвивати усі галузі економіки.

### Література

1. Лямец С. Ударная волна // *Киевские ведомости*. – 2004. – № 102 (3199), 18 мая.

2. Закиянов Д. Когда прогремит гром // *Киевские ведомости*. – 2004. – № 191 (3288), 9 ноября.

3. Закиянов Д. Пекин сменил тенденцию // *Киевские ведомости*. – 2004. – № 102 (3199), 18 мая.

4. Мировая экономика: глобальные тенденции развития // *Еженедельный новостной выпуск (2 ч.)*. – 2003. – № 384, 24 ноября.

5. Інтерв'ю Голови Народного банку Китаю агентству "Сінхуа" щодо обмінного курсу китайського юаню Женьмінбі (ЖМБ) та торгового балансу Китаю. – 2004.

6. Крупнов Ю. Четверта світова війна // [www.krounov.ru/5/58\\_1.shtml](http://www.krounov.ru/5/58_1.shtml), 09.11.2003.

7. Ралли евро-доллар. Круглый стол в редакции "Завтра" // [www.zavtra.ru](http://www.zavtra.ru).

8. Полтерович В., Попів В. Валютні резерви та економічне зростання // [www.russ.ru](http://www.russ.ru).