

СБ.5.73  
W-37

**В. О. ШЕВЧУК**

# **МІЖНАРОДНА ЕКОНОМІКА: ТЕОРІЯ І ПРАКТИКА**

**Підручник**



В. О. ШЕВЧУК

# МІЖНАРОДНА ЕКОНОМІКА ТЕОРІЯ І ПРАКТИКА

Підручник



2-ге видання, перероблене і доповнене

*Затверджено  
Міністерством освіти і науки України*

НБ ПНУС



747990



Київ

"Знання"

2008

УДК 339.9(075.8)

ББК 65.5я73

ШЗ7

*Затверджено Міністерством освіти і науки України  
(лист № 1.4/18-Г-433 від 18 лютого 2008 р.)*

Рецензенти:

*М. З. Мальський* — доктор економічних наук (Львівський національний університет імені Івана Франка);

*А. М. Поручник* — доктор економічних наук (Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана);

*Г. І. Башнянин* — доктор економічних наук (Львівська комерційна академія)

**Шевчук В. О.**

ШЗ7 Міжнародна економіка: теорія і практика: Підручник. — 2-ге вид., перероб. і доп. — К.: Знання, 2008. — 663 с.

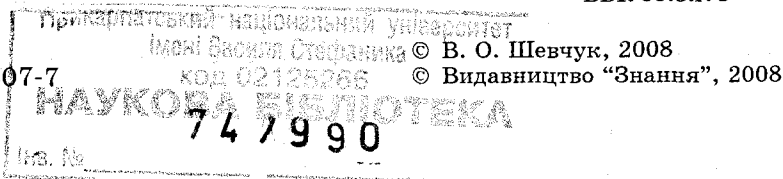
ISBN 978-966-346-407-7

У підручнику стисло викладено засадничі принципи складання платіжного балансу та логіку декількох найбільш поширених моделей відкритої економіки — балансу заощаджень-інвестицій, Бікердайка — Робінсон — Метцлера, Манделла — Флемінга, Дорнбуша, Бренсона, Солоу, “залежної” економіки тощо. Теоретичні конструкції індивідуальних моделей проілюстровано фактичним матеріалом. Показано способи економіметричного оцінювання теоретичних гіпотез окремих моделей відкритої економіки.

Адресується студентам економічних спеціальностей, які вивчають навчальні курси “Міжнародна економіка” та “Міжнародні економічні відносини”.

УДК 339.9(075.8)  
ББК 65.5я73

ISBN 978-966-346-407-7



---

---

# ЗМІСТ

ВІД АВТОРА .....	12
ПЕРЕДМОВА .....	13
<b>Розділ 1. ТЕОРЕТИЧНІ МОДЕЛІ ВІДКРИТОЇ ЕКОНОМІКИ: ПОПЕРЕДНІЙ ОГЛЯД .....</b>	<b>17</b>
1.1. Загальна характеристика моделей відкритої економіки .....	17
1.1.1. Баланс заощаджень-інвестицій .....	22
1.1.2. Модель Манделла — Флемінга — Дорнбуша .....	23
1.1.3. Монетарні моделі .....	24
1.1.4. Портфельні моделі .....	25
1.1.5. Модель “залежної” економіки .....	26
1.1.6. Моделі економічного зростання .....	27
1.2. Структура викладеного матеріалу .....	28
Рекомендована література .....	33
<b>Розділ 2. ПЛАТІЖНИЙ БАЛАНС .....</b>	<b>34</b>
2.1. Поняття про відкриту економіку .....	35
2.1.1. Характеристики відкритості .....	35
2.1.2. Оцінки відкритості .....	40
2.2. Визначення і структура платіжного балансу .....	41
2.2.1. Засадничі поняття .....	41
2.2.2. Операції платіжного балансу .....	43
2.2.3. Особливості складання платіжного балансу .....	44
2.3. Тенденції у платіжному балансі України .....	51
2.4. Труднощі складання платіжного балансу .....	54
2.5. Аналітичні властивості платіжного балансу .....	58
2.5.1. Загальна характеристика окремих компонентів платіжного балансу .....	58
2.5.2. Засадничі функціональні залежності .....	61
2.5.3. Особливості аналізу окремих компонентів платіж- ного балансу .....	66

2.6.	Проблема вибору рівноваги платіжного балансу .....	87
2.6.1.	“Широке” і “вузьке” трактування рівноваги платіж- ного балансу .....	87
2.6.2.	Особливості трансформаційних економік .....	96
2.7.	Ілюстративний приклад складання платіжного балансу .....	100
Навчальні завдання .....		105
Рекомендована література .....		107
<b>Розділ 3. БАЛАНС ЗАОЩАДЖЕНЬ-ІНВЕСТИЦІЙ .....</b>		<b>108</b>
3.1.	Структура і засадничі функціональні залежності .....	109
3.1.1.	Теоретична модель .....	109
3.1.2.	Структура балансу заощаджень-інвестицій .....	111
3.2.	Вплив змін у балансі заощаджень-інвестицій .....	117
3.2.1.	Збільшення (зменшення) інвестицій .....	117
3.2.2.	Зміни в економічній політиці .....	118
3.2.3.	Заощадження у світовій економіці .....	119
3.2.4.	Шляхи збільшення заощаджень .....	128
3.2.5.	Емпіричне тестування гіпотез приватних заощаджень .....	133
3.3.	Зовнішні запозичення у балансі заощаджень- інвестицій .....	140
3.3.1.	Теоретичний коментар .....	140
3.3.2.	Зовнішні запозичення в Україні (1996—1999 рр.) .....	143
3.3.3.	Важливість збільшення заощаджень .....	144
3.4.	Заощадження у трансформаційних економіках .....	147
3.5.	Парадокс Фельдштейна — Хоріоки .....	150
3.6.	Проблема “подвійного дефіциту” — бюджету і поточного рахунку .....	153
3.6.1.	Економіка України .....	155
3.6.2.	Трансформаційні економіки .....	157
3.7.	Динамічні характеристики зовнішнього боргу .....	159
Навчальні завдання .....		161
Рекомендована література .....		163
<b>Розділ 4. НОМІНАЛЬНИЙ ТА РЕАЛЬНИЙ ОБМІННІ КУРСИ ....</b>		<b>164</b>
4.1.	Системи обмінного курсу .....	165
4.1.1.	Загальні міркування .....	165

4.1.2.	Класифікація систем обмінного курсу .....	166
4.2.	Аналітичні властивості реального обмінного курсу .....	172
4.2.1.	Механізми впливу .....	172
4.2.2.	Рівноважне і поточне значення реального обмінного курсу .....	173
4.2.3.	Методи розрахунку реального обмінного курсу .....	176
4.3.	Практичні аспекти динаміки реального обмінного курсу .....	177
4.3.1.	Економіка України .....	177
4.3.2.	Промислові країни .....	180
4.3.3.	Економіки Східної Європи .....	184
4.4.	Паритет купівельної спроможності валют .....	186
4.4.1.	Абсолютний і відносний паритети купівельної спроможності .....	186
4.4.2.	Аналітичні міркування .....	188
4.4.3.	Потенційні недоліки заниженого обмінного курсу .....	193
4.4.4.	Практичні аспекти довгострокової конвергенції .....	195
4.5.	Модель реального обмінного курсу в балансі заощаджень-інвестицій .....	202
Навчальні завдання .....		209
Рекомендована література .....		210

## **Розділ 5. ВИРІВНЮВАННЯ ПЛАТІЖНОГО БАЛАНСУ:**

### **ЗАГАЛЬНІ ПИТАННЯ .....**

5.1.	Макроекономічні шоки .....	212
5.1.1.	Класифікація макроекономічних шоків .....	212
5.1.2.	Реальні шоки .....	220
5.1.3.	Монетарні шоки .....	226
5.2.	Оцінка природи макроекономічного шоку .....	227
5.3.	Класична і кейнсіанська традиції у вирівнюванні платіжного балансу .....	229
5.3.1.	Класична традиція .....	229
5.3.2.	Кейнсіанська традиція .....	233
5.4.	Автоматична адаптація .....	234
5.4.1.	Фіксований обмінний курс .....	234
5.4.2.	Плаваючий обмінний курс .....	240
5.4.3.	Політика адаптації і акомодатції .....	247
Навчальні завдання .....		254
Рекомендована література .....		255

<b>Розділ 6. МОДЕЛЬ САЛТЕРА — СВОНА .....</b>	<b>256</b>
6.1. Проблема досягнення макроекономічної рівноваги .....	256
6.1.1. Теоретичні аргументи .....	257
6.1.2. Правило Тінбергена .....	259
6.2. Теоретичні конструкції моделі Салтера — Свона .....	259
6.2.1. Структура моделі .....	260
6.2.2. Аналітична інтерпретація .....	261
6.2.3. Послідовність прийняття економічних рішень .....	271
6.3. Модель реального обмінного курсу .....	273
6.3.1. Функціональні залежності .....	273
6.3.2. Чинники реального обмінного курсу в Україні .....	276
Навчальні завдання .....	282
Рекомендована література .....	283
<b>Розділ 7. ЦІНОВИЙ І АБСОРБЦІЙНИЙ ПІДХОДИ ДО ВИРІВНЮВАННЯ ПЛАТІЖНОГО БАЛАНСУ .....</b>	<b>284</b>
7.1. Ціновий підхід .....	285
7.1.1. Модель Вікердайка — Робінсон — Метцлера .....	285
7.1.2. Ціновий “песимізм” .....	292
7.1.3. Потенційні недоліки цінового підходу .....	297
7.2. Абсорбційний підхід .....	298
7.2.1. Теоретична модель .....	299
7.2.2. Аналітична інтерпретація .....	302
7.2.3. Врахування взаємодії двох економік .....	303
7.3. Мікроекономічні аспекти економічної політики .....	310
7.4. Вибір системи обмінного курсу .....	313
Навчальні завдання .....	321
Рекомендована література .....	322
<b>Розділ 8. МОДЕЛЬ МАНДЕЛЛА — ФЛЕМІНГА .....</b>	<b>323</b>
8.1. Структура моделі .....	324
8.1.1. Теоретичні взаємозв’язки .....	326
8.1.2. Графічна інтерпретація .....	330
8.1.3. Метод статичних порівнянь .....	333
8.2. Фіскальна політика .....	333
8.2.1. Фіксований обмінний курс .....	334
8.2.2. Плаваючий обмінний курс .....	337

8.3. Монетарна політика .....	342
8.3.1. Фіксований обмінний курс .....	342
8.3.2. Плаваючий обмінний курс .....	343
8.4. Вплив потоків капіталу .....	344
8.4.1. Фіксований обмінний курс .....	344
8.4.2. Плаваючий обмінний курс .....	345
8.5. Вплив світових цін .....	349
8.6. Стерилізація монетарних ефектів платіжного балансу .....	350
8.6.1. Специфікація моделі .....	350
8.6.2. Вплив на макроекономічні показники .....	350
8.6.3. Вплив внутрішньої складової монетарної політики .....	351
8.6.4. Прикладні аспекти стерилізації монетарних ефектів платіжного балансу .....	353
8.7. Макроекономічна рівновага .....	361
8.7.1. Загальні міркування .....	361
8.7.2. Вибір інструментів економічної політики за умов неповної інформації .....	362
8.7.3. Макроекономічна рівновага в економіці з високою мобільністю капіталу .....	363
8.7.4. Особливості досягнення макроекономічної рівноваги в економіці з невисокою мобільністю капіталу .....	371
8.8. Взаємодія відкритих економік .....	375
8.8.1. Лог-лінійна модель для двох країн .....	375
8.8.2. Фіксований обмінний курс .....	376
8.8.3. Плаваючий обмінний курс .....	380
Навчальні завдання .....	385
Рекомендована література .....	387

## **Розділ 9. РІЗНОМАНІТНІ РОЗШИРЕННЯ МОДЕЛІ**

<b>IS—LM—BP .....</b>	<b>388</b>
9.1. Ефект добробуту .....	389
9.1.1. Теоретичне пояснення .....	389
9.1.2. Вплив на інструменти економічної політики .....	391
9.2. Вплив цін на сукупний попит і пропозицію .....	398
9.2.1. Гнучке ціноутворення .....	398
9.2.2. Залежність сукупної пропозиції від реального обмінного курсу .....	404



9.3. Девальвація грошової одиниці в економіці із залежністю сукупної пропозиції від реального обмінного курсу .....	405
9.3.1. Відсутність обмежень платіжного балансу .....	406
9.3.2. Врахування обмежень платіжного балансу .....	407
9.4. Емпіричні результати .....	408
9.5. Вплив інструментів девальвації на динаміку реального обмінного курсу .....	412
9.5.1. Теоретична модель .....	412
9.5.2. Розв'язок моделі .....	413
9.5.3. Емпіричні результати .....	414
9.6. Приплив капіталу в економіку із залежністю сукупної пропозиції від реального обмінного курсу та пропозиції грошової маси .....	416
9.6.1. Інтерпретація припливу капіталу .....	416
9.6.2. Розв'язок моделі .....	421
9.6.3. Графічна інтерпретація .....	422
9.6.4. Економетричне оцінювання .....	423
Навчальні завдання .....	428
Рекомендована література .....	429
<b>Розділ 10. МОНЕТАРНА МОДЕЛЬ ПЛАТІЖНОГО БАЛАНСУ ...</b>	<b>430</b>
10.1. Структура моделі .....	431
10.1.1. Попередні зауваження .....	431
10.1.2. Зasadничі ідеї та припущення .....	440
10.1.3. Сучасні теоретичні конструкції .....	442
10.2. Довгострокова нейтральність девальвації грошової одиниці .....	447
10.3. Пояснення експортноорієнтованого зростання .....	448
10.3.1. Зарубіжний досвід .....	448
10.3.2. Економіка України .....	450
10.4. Модель для плаваючого обмінного курсу .....	456
10.5. Переваги та критичні зауваження .....	459
Навчальні завдання .....	462
Рекомендована література .....	463
<b>Розділ 11. ПОРТФЕЛЬНА МОДЕЛЬ ПЛАТІЖНОГО БАЛАНСУ ...</b>	<b>464</b>
11.1. Структура моделі .....	464
11.1.1. Загальні міркування .....	465

11.1.2.	Теоретична модель .....	467
11.1.3.	Графічна інтерпретація .....	469
11.2.	Монетарна політика .....	472
11.2.1.	Фіксований обмінний курс .....	472
11.2.2.	Плаваючий обмінний курс .....	477
11.3.	Фіскальна політика .....	481
11.3.1.	Фіксований обмінний курс .....	481
11.3.2.	Плаваючий обмінний курс .....	483
11.4.	Інвестиції в іноземні облігації .....	484
11.4.1.	Фіксований обмінний курс .....	484
11.4.2.	Плаваючий обмінний курс .....	487
	Навчальні завдання .....	488
	Рекомендована література .....	489
<b>Розділ 12. ДИНАМІЧНІ МОДЕЛІ ВІДКРИТОЇ ЕКОНОМІКИ .....</b>		<b>490</b>
12.1.	Закритий і відкритий паритети відсоткових ставок .....	491
12.2.	Модель Дорнбуша .....	493
12.2.1.	Структура моделі .....	496
12.2.2.	Графічна інтерпретація .....	499
12.2.3.	Альтернативне зображення моделі Дорнбуша .....	500
12.2.4.	Монетарна політика .....	504
12.2.5.	Фіскальна політика .....	505
12.2.6.	Практичні результати .....	506
12.3.	Модель Бренсона .....	508
12.3.1.	Структура моделі .....	508
12.3.2.	Монетарна політика .....	509
12.3.3.	Фіскальна політика .....	512
12.3.4.	Надходження іноземного капіталу .....	513
12.3.5.	Врахування раціональних очікувань .....	516
12.4.	Модель з урахуванням кривої Філіпса .....	519
12.4.1.	Попередні зауваження .....	519
12.4.2.	Структура моделі .....	527
12.4.3.	Аналітична інтерпретація .....	528
	Навчальні завдання .....	532
	Рекомендована література .....	533
<b>Розділ 13. МОДЕЛЬ “ЗАЛЕЖНОЇ” ЕКОНОМІКИ .....</b>		<b>534</b>
13.1.	Структура “залежної” економіки .....	535
13.1.1.	Засадничі припущення .....	535

13.1.2.	Збільшення (скорочення) сукупної пропозиції .....	539
13.1.3.	Вплив девальвації грошової одиниці .....	540
13.1.4.	Залучення іноземних інвестицій у сектор товарів внутрішньої торгівлі .....	542
13.2.	Фіскальна й монетарна політика у “залежній” економіці .....	544
13.2.1.	Теоретичні аргументи .....	544
13.2.2.	Практичні питання .....	546
13.3.	Особливості вирівнювання платіжного балансу .....	548
13.3.1.	Аналіз вихідних умов та принципових рішень .....	548
13.3.2.	Передевальвація грошової одиниці .....	552
13.3.3.	Збільшення пропозиції товарів зовнішньої торгівлі ....	553
13.4.	Вплив підвищення світових цін .....	554
13.5.	Використання моделі “залежної” економіки для емпіричного аналізу функціональних залежностей української економіки .....	555
13.5.1.	Обговорення вихідних даних .....	556
13.5.2.	Емпіричні результати .....	559
13.6.	Аналіз “голландської хвороби” .....	567
13.6.1.	Загальна характеристика .....	567
13.6.2.	Теоретичне пояснення .....	572
13.6.3.	Аналітичні зауваження .....	574
13.6.4.	“Голландська хвороба” в Україні? .....	578
	Навчальні завдання .....	583
	Рекомендована література .....	584

## **Розділ 14. ПОТОКИ КАПІТАЛУ В МОДЕЛЯХ ЕКОНОМІЧНО-ГО ЗРОСТАННЯ .....**

585

14.1.	Модель Гаррода — Домара .....	586
14.2.	Неокласична модель .....	590
14.3.	Модель Солоу .....	593
14.3.1.	Структура моделі .....	593
14.3.2.	Продуктивність праці як чинник економічного зростання і конкурентоспроможності національної економіки .....	600
14.3.3.	Вплив норми заощаджень на приватне споживання ....	605
14.3.4.	Вплив заощаджень на продуктивність праці .....	607
14.3.5.	Конвергенція країн з відмінним рівнем економіч- ного розвитку .....	608

14.3.6. Особливості емпіричного тестування питань конвергенції .....	616
14.3.7. Економічне зростання у трансформаційних економіках .....	619
14.4. Модель Тірлвалла .....	621
14.4.1. Структура і аналітична інтерпретація .....	621
14.4.2. Особливості емпіричного тестування .....	625
14.5. Модель “двох дефіцитів” .....	626
Навчальні завдання .....	629
Рекомендована література .....	630
<b>СПИСОК ВИКОРИСТАНОЇ ЛІТЕРАТУРИ .....</b>	<b>631</b>
<b>ДОДАТКИ .....</b>	<b>653</b>
Додаток А. Канонічна модель Манделла — Флемінга: розв’язок .....	653
Додаток Б. Монетарна модель: короткочасні наслідки девальвації грошової одиниці .....	656
Додаток В. Портфельна модель платіжного балансу: розв’язок та аналітичні зауваження .....	659
Додаток Г. Модель з коригуванням помилки .....	663

---

## ВІД АВТОРА

Запропонований посібник поєднує зручний виклад найважливіших моделей відкритої економіки з прикладами їх практичного застосування для аналітичного пояснення економічних процесів у трансформаційних економіках. Поява цього посібника була б неможливою без плідних наукових стажувань в Університетах Нью-Мексико (США, Альбукерке, 1994—1995 рр.) і Колорадо (США, Боулдер, 2000 р.), які стали справжньою інвестицією в людський капітал. Багатоступенева фінансова підтримка Бюро освітніх та культурних програм Держдепартаменту США (ЕСА) відіграла вирішальне значення у цьому та багатьох інших аспектах. Дуже продуктивною була участь в освітньому проекті “Громадянська освіта” (СЕР), яка розвивала академічні вміння, урізноманітнила педагогічну практику та стимулювала максимальну віддачу від отриманих знань і досвіду. Цей вплив простежується на кожній сторінці запропонованого видання.

Матеріал посібника адаптовувався до практичних потреб і можливостей вітчизняного студента впродовж останніх декількох років педагогічної діяльності у Комерційній академії (м. Львів), де завжди відчувалася творча аура і не бракувало сприятливих умов для педагогічних експериментів. Моральна підтримка керівництва академії і терпіння (або нетерпіння) колег теж були вагомими чинниками цього академічного проекту. Висловлюю особливу подяку всім студентам, які витримали перевірку навчальним матеріалом і не шкодують затрачених зусиль. Успіхи численних молодих талантів надихали, а невдачі окремих особистостей лише посилювали мотивацію до роботи над текстом.

Найбільш уважним читачем виявила себе Наталя Грицишин, яка доклала чимало праці для поліпшення змісту посібника. Вагому допомогу в підготовці даних для актуалізації ілюстративного матеріалу надала Наталя Черкас, що відчутно прискорило роботу над другим виданням.

*В. Шевчук*  
10 листопада 2006 р.

---

---

*Якщо ви зрозуміли майже все зі сказаного мною,  
це означає, що я з певністю припустився помилки.*

*Алан Грінспен (Alan Greenspan),  
голова Федеральної резервної  
системи (ФРС) США*

## **ПЕРЕДМОВА**

Важко не погодитися, що практично завжди студент-економіст прагне отримати від навчання одне і те ж — вміння пояснювати актуальні події в економічному житті та підготувати себе до подальшого навчання (магістерська програма, аспірантура, докторські студії) або майбутньої дослідницької діяльності. Досвід набутий впродовж тривалого часу викладання навчальних курсів “Міжнародні економічні відносини” та “Міжнародна економіка” у Львівській комерційній академії підказував доцільність створення сучасного підручника, у якому доступний виклад стандартних теоретичних моделей відкритої економіки мали б доповнити доречні економіметричні ілюстрації та неформальні аналітичні пояснення. Такий практично-орієнтований підхід відповідає назрілій потребі актуалізації теоретичних знань на конкретному ситуативному матеріалі, бажано з досвіду економічної політики у трансформаційних економіках.

Присутність у цьому підручнику численних прикладів та окремих дрібніших фактів, які мають властивість “старіти” ще до публікації друкованого видання, не має на меті вичерпно інформувати студента про події у світовій економіці — для цього доречнішими будуть інші джерела, в тому числі з мережею Internet. Проте не зовсім правильно пропонувати вимогливому студенту посібник, де бракує матеріалу для перевірки доцільності використання тієї чи іншої теоретичної концепції як засобу пояснення подій у відкритих економіках. Окрім того, наведені пояснення та авторські інтерпретації подій можуть використовуватися талановитим читачем для власних (набагато кращих) аналітичних міркувань.

Найпростіше поділити моделі відкритої економіки на *макроекономічні* та *міжнародної торгівлі*. Окремо позиціонуються моделі *економічного зростання*. Якщо моделі міжнародної торгівлі є порівняно ближчими для

українського читача, то різноманіття макроекономічних моделей традиційно залишалося поза увагою авторів. У цьому підручнику увагу зосереджено переважно на макроекономічних моделях відкритої економіки, хоча окремі з них містять елементи теорії міжнародної торгівлі (модель “залежної” економіки). Представлені моделі збалансовано відбивають принципи кейнсіанської і класичної теорій.

Створення підручника переслідувало декілька взаємопов’язаних цілей: ознайомити пересічного читача з репрезентативним набором сучасних моделей відкритої економіки; подати цілісний огляд використання інструментів економічної політики; заохотити поглиблене вивчення формалізованих моделей відкритої економіки; підібрати переконливий емпіричний матеріал для предметного обговорення існуючих економічних проблем. Нарешті, вважалося доцільним подати прикладну характеристику економічних процесів у трансформаційних економіках загалом та економіці України зокрема з погляду теоретичного інструментарію моделей відкритої економіки.

Пояснювальну силу теоретичних моделей не варто абсолютизувати, оскільки численні припущення є помітною абстракцією. Будь-яка модель (навіть найскладніша) пропонує не більш ніж спрощений погляд на функціонування економічної системи і, таким чином, не може розглядатися поза реаліями економічного життя — цим часто зловживають економісти-теоретики<sup>1</sup>. Проте не менш помилково нехтувати формальними конструкціями для аналізу прикладних ситуацій. Зосередившись на декількох найбільш істотних рисах, навіть якщо не враховано деякі реальні факти, легше зрозуміти важливі причинно-наслідкові зв’язки. Іншими словами, знехтувавши корисними теоретичними конструкціями, економіст-“практик” може легко потрапити у пастку хибних висновків або стати жертвою власних красномовних сентенцій. Нарешті, посилання на формальну модель робить виклад матеріалу лаконічнішим і позбавленим двозначностей.

У запропонованому підручнику:

- викладено логіку найбільш поширених моделей відкритої економіки;
- подано економетричну ілюстрацію засадничих теоретичних залежностей;

<sup>1</sup> Потенційні обмеження теоретичних абстракцій вдало ілюструє відомий жарт, який у тій чи іншій інтерпретації трапляється в економічній літературі. Фізик, інженер і економіст опинилися на безлюдному острові з великим запасом консервованих продуктів, але без відкривача консервних бляшанок. Фізик намагався відкрити консервну бляшанку нагріванням на вогні, так що її вміст вибухнув. Інженер виліз на дерево і кинув великий камінь на консервну бляшанку, проте і цього разу підсумковий результат виявився невтішним: вміст бляшанки розлетівся на всі боки. Нарешті висловив власну думку економіст: “Допустимо, що ми маємо ключ для відкривання консервних бляшанок...” [53, с. 148; 118, р. XVII].

— наведено приклади економічних ситуацій, які безпосередньо стосуються проблематики відкритої економіки.

Більшість обраних для вивчення моделей, щільно пов'язані з практикою економічної політики. Порівняння декількох різнопланових моделей забезпечує зважений погляд на економічні явища або інструменти економічної політики. Академічна корисність цього видання посилюється важливістю проблем платіжного балансу в економіці України та їх недостатнім теоретичним опрацюванням. Чимало питань, що традиційно розглядаються у навчальному курсі “Міжнародна економіка”, актуальні для нашої країни:

— вплив дефіциту бюджету на процентну ставку, обмінний курс і торговельний баланс;

— умови проведення монетарної політики;

— значення монетарних ефектів платіжного балансу;

— вибір оптимальної політики обмінного курсу;

— вплив глобалізації фінансових ринків на окремі національні економіки;

— шляхи подолання економічної відсталості.

Використання прикладів з історичного досвіду зарубіжних країн полегшує теоретичне обговорення важливих проблем поточного економічного становища в Україні. Сукупність прикладів забезпечує максимально прозоре пояснення теоретичного сценарію конкретної моделі відкритої економіки і заохочує до порівняння відмінних теоретичних концепцій.

Матеріал посібника відповідає стандартній програмі зарубіжних курсів *International Economics* або *International Finance*. Зроблено крок назустріч органічному включенню у навчальний процес відомих теоретичних концепцій, які тривалий час не отримували належної уваги з боку українських економістів. Тим більше, викладений матеріал об'єктивно посилює переваги вітчизняної системи вищої освіти з її орієнтацією на фундаментальну математичну підготовку. Поглиблене розуміння засадничих причинно-наслідкових зв'язків підносить на якісно вищий рівень здатність фахівця з питань міжнародної економіки аналізувати природу міжнародних економічних відносин, особливості економічної політики у відкритій економіці та актуальні процеси глобального характеру.

Запропонований підручник вдало доповнює існуючу навчальну літературу. Окремі розділи відрізняються за складністю викладеного матеріалу і можуть використовуватися для навчальних курсів відмінної тривалості та складності. Якщо загальні питання платіжного балансу (розділ 2), балансу заощаджень-інвестицій (розділ 3), реального обмінного курсу (розділ 4)



та вирівнювання платіжних дисбалансів (розділ 5) мають порівняно універсальне значення, то модель Манделла — Флемінга (розділ 8) та різноманітні розширення моделі IS—LM—BP (розділ 9) переважно використовуються для поглибленого вивчення проблем відкритої економіки. Це ж стосується монетарної і портфельної моделей платіжного балансу (розділи 10 і 11), а також теоретичних конструкцій абсорбційного і цінового підходів до вирівнювання платіжного балансу (розділ 7). Динамічні моделі відкритої економіки зазвичай становлять предмет магістерської програми (розділ 12). Модель “залежної економіки” вважається чи не найпотужнішим теоретичним інструментом пояснення економічних процесів у відкритих економіках країн, що розвиваються (розділ 13). Моделі економічного зростання безпосередньо не стосуються проблематики відкритої економіки, проте містять важливі міркування, які полегшують розуміння логіки іноземного інвестування та зв’язку між потоками капіталу, заощадженнями, інвестиціями та платіжним балансом (розділ 14).

Автор поділяє думку, що вивчення економічної теорії є практичною наукою і повинно ґрунтуватися на фактах. У посібнику для тестування теоретичних гіпотез використано доречні статистичні методи. Це дозволяє подолати своєрідну відірваність теоретичного аналізу від реальних подій, яка зазвичай перешкоджає усвідомленню важливості академічних знань або провокує їх некоректне використання, як це ілюструє принаймні одна принципова проблема — вплив обмінного курсу на торговельний баланс і промислове виробництво. Хоча “стандартною” вважається залежність, коли знецінення грошової одиниці є чинником поліпшення сальдо зовнішньої торгівлі та стимулювання виробництва, у більш загальному випадку обидва показники можуть погіршуватися. Виникає запитання: що рекомендувати для проведення економічної політики в економіці з від’ємним сальдо торговельного балансу? Підставою для теоретично обґрунтованого висновку може бути лише коректний статистичний аналіз. Інакше будь-яка рекомендація матиме характер аналітичної гіпотези — не більше.

Запропоновані навчальні завдання вимагають зосередженості і покликані закріпити всебічне розуміння викладеного теоретичного матеріалу. До кожного розділу додано перелік літературних джерел, що можуть використовуватися для поглибленого вивчення теоретичних концепцій та ознайомлення з ілюстративним матеріалом. Зроблені у тексті посилання на праці відомих авторів теж можуть підвищити ефективність навчального процесу. Вартує уваги, що більшість англomовних інформаційних джерел є доступними для українських читачів на web-сторінках міжнародних фінансових організацій: [www.imf.org](http://www.imf.org), [www.oecd.org](http://www.oecd.org), [www.worldbank.org](http://www.worldbank.org), [www.esb.int](http://www.esb.int).

# Розділ 1

## ТЕОРЕТИЧНІ МОДЕЛІ ВІДКРИТОЇ ЕКОНОМІКИ: ПОПЕРЕДНІЙ ОГЛЯД

*Теоретичні моделі відкритої економіки є зручним інструментом аналізу засадничих причинно-наслідкових зв'язків у світовій економіці та пояснення конкретних проблем міжнародних економічних відносин. Лише на основі теоретичних конструкцій репрезентативного числа відмінних моделей, стає можливим глибоке розуміння засад економічної політики у відкритій економіці та традиційної для міжнародних економічних відносин проблематики зовнішньої торгівлі, потоків капіталу і міграції робочої сили.*

*У цьому розділі зроблено стислий огляд засадничих моделей відкритої економіки — це полегшує попереднє ознайомлення зі структурою підручника і надає можливість цілісного сприйняття викладеного матеріалу. Підрозділ 1.1 присвячено власне стислому огляду моделей відкритої економіки, а у підрозділі 1.2 проанонсовано структуру цього навчального видання.*

### 1.1. Загальна характеристика моделей відкритої економіки

Економічні процеси у відкритій економіці можуть пояснюватися як за допомогою використання у відмінному — міжнародному — контексті теоретичних положень та підходів, розроблених для закритої економіки з використанням універсальних інструментів мікро- і макроекономічного аналізу, так і специфічних теоретичних конструкцій, що враховують потоки капіталу та обмін товарами і послугами із зовнішнім світом [284, р. 1]. Наприклад, функціонування відкритої економіки може моделюватися на зразок поведінки індивідуальних домашніх господарств, приймаючи спільність засадничої мотивації в обох випадках, а саме: максимізація

НАУКОВА БІБЛІОТЕКА

747990

прибутку і мінімізація видатків. Проте у більшості випадків моделі відкритої економіки характеризуються виразною специфікою. У вужчому розумінні предмет моделей відкритої економіки визначають: а) функціонування національних грошових одиниць; б) характеристика міждержавної мобільності чинників виробництва та обміну товарами і послугами; в) механізми виникнення кризових явищ у платіжному балансі. Моделі відкритої економіки умовно поділяються на два класи: 1) моделі міжнародної торгівлі та 2) макроекономічні моделі сукупного попиту і пропозиції.

Мікроекономічні за змістом моделі міжнародної торгівлі пояснюють: а) причини, рушійні сили та динаміку торговельних процесів, вплив обміну товарами і послугами на розвиток національної економіки; б) структуру інвестицій та споживання у відкритій економіці; в) механізми функціонування інтеграційних утворень; г) особливості використання інструментів торговельного протекціонізму.

Макроекономічні моделі відкритої економіки стосуються питань доходу загалом і промислового виробництва зокрема, сукупних інвестицій, державного і приватного споживання, сальдо зовнішньої торгівлі, динаміки потоків капіталу, чинників пропозиції грошової маси, інфляції та обмінного курсу. В західній практиці відповідні моделі називають монетарними, що створює певну стилістичну плутанину для українського читача, адже таку ж назву має вужча підмножина макроекономічних моделей відкритої економіки. Макроекономічні моделі розглядають: а) зв'язок між доходом і платіжним балансом; б) поведінку реального обмінного курсу (англ. *the real exchange rate* — RER); в) вплив макроекономічних шоків (в тому числі змінам в економічній політиці); г) проблему вирівнювання платіжного балансу; г) особливості систем обмінних курсів. Часом вважається, що врахування обмінного курсу є найважливішою характеристикою моделей відкритої економіки [312, р. 160].

Макроекономічні моделі відкритої економіки зазвичай відбивають логіку класичної або кейнсіанської школи у економічній теорії. Визначальними для формування цілісного набору ідей класичної теорії були праці Адама Сміта (Adam Smith), Жана-Баптиста Сея (Jean-Baptiste Say) і Давида Рікардо (David Ricardo). Із 70-х років XIX ст. економісти класичної школи використовують оптимізаційні методи для пояснення поведінки економічних агентів. Виникненню неокласичного напрямку сприяли праці Леона Вальраса (Leon Walras), Вільяма Джевонса (William Jevons), Карла Менгера (Carl Menger), Вільфредо Парето (Vilfredo Pareto), Альфреда Маршалла (Alfred Marshall) і Артура Пігу (Arthur Pigou).

Класичні моделі відкритої економіки ґрунтуються на концепції загальної рівноваги (англ. *general equilibrium approach*), коли зміна рівноваги

одного з ринків, наприклад товарного, супроводжується порушенням рівноваги інших ринків — грошового і зовнішньої торгівлі. Рівновага окремого ринку визначається ідеальною гнучкістю цін: будь-яка зміна співвідношень між попитом і пропозицією супроводжується зміною рівня цін. Відповідно ціновий чинник розглядається, як важливий елемент рівноваги зовнішньої торгівлі, хоча конкретні механізми можуть істотно відрізнятись. Визнається інструментальний вплив відсоткової ставки як головного засобу досягнення одночасної рівноваги усіх ринків. Незалежно від параметрів економічної політики, класична теорія передбачає функціонування економіки на “природному” рівні доходу, який залежить винятково від вартості нагромадженого капіталу і кількості робочої сили, а також досягнутого ступеня технологічного розвитку. Пропозиція грошей не впливає на обсяги виробництва, а єдиним наслідком монетарної політики стає зміна рівня цін — *ceteris paribus*. Дотримання постулатів кількісної теорії грошей про пряму пропорційність між грошовою масою та рівнем цін розглядається необхідним атрибутом класичних моделей.

У класичних моделях економічні агенти володіють всією необхідною інформацією і діють раціонально, що забезпечує рівновагу ринків на “природному” рівні доходу автоматично — без цілеспрямованого державного втручання. Потужний інтелектуальний імпульс класична теорія отримала на зламі 1960—1970-х років, коли виникла необхідність у поясненні інфляційних ефектів післявоєнного часу. Спочатку це посилювало монетаризм як засіб інтерпретації зв'язку між грошовою масою та цінами в дусі припущень кількісної теорії грошей. Чільними представниками монетаризму стали переважно американські економісти: Мілтон Фрідман (Milton Friedman), Едмунд Фелпс (Edmund Phelps), Філіп Каган (Phillip Cagan), Карл Бруннер (Carl Brunner) і Майкл Паркін (Michael Parkin).

Ще помітніше логіку класичної школи підтримує теорія раціональних очікувань (англ. *the rational expectations hypothesis*), яка передбачає, що економічні агенти не лише володіють всією необхідною інформацією щодо функціонування економічної системи, й формують власну поведінку на основі коректної економічної моделі. Визначальним вважається мікроекономічне обґрунтування макроекономічних залежностей. Найвідомішими прихильниками теорії раціональних очікувань також є американські економісти: Роберт Лукас-молодший (Robert Lucas, Jr.), Вільям Баумоль (William Baumol), Роберт Барро (Robert Barro), Беннет Маккаллум (Bennett McCallum), Томас Сарджент (Thomas Sargent), Ніл Уоллес (Neil Wallace) та Едвард Прескотт (Edward Prescott).

Теорія раціональних очікувань стала основою нової класичної макроекономіки (англ. *the New Classical Macroeconomics*). Виникли два напрями, які використовували класичні припущення щодо рівноваги товарних

ринків і ринку робочої сили, яка підтримується ідеальною гнучкістю цін і заробітної плати. Перший напрям у новій класичній макроекономіці розробляє моделі з неповною інформацією, які дозволяють пояснити відхилення доходу від рівноважного значення (Р. Лукас, Б. Маккаллум, Т. Сарджент). Інший клас моделей використовує для пояснення циклу ділової активності вплив різноманітних технологічних та інших шоків з боку сукупної пропозиції (Е. Прескотт, Р. Барро).

Започаткована у 1930-х роках Джоном Мейнардом Кейнсом (John Maynard Keynes) інтелектуальна “революція” в економічній теорії знайшла продовження у численних розробках його послідовників, в тому числі з моделями відкритої економіки. Запропонована на початку 1960-х років кейнсіанська модель тодішніх працівників Міжнародного валютного фонду (МВФ) Роберта Манделла (Robert Mundell) і Маркуса Флемінга (Marcus Fleming) на декілька десятиліть визначила засадничі характеристики аналізу економічної політики у відкритій економіці. У 1999 р. Р. Манделл отримав за власні дослідження Нобелівську премію у галузі економіки. Динамічний варіант моделі Манделла — Флемінга запропонував у 1976 р. Рудігер Дорнбуш (Rudiger Dornbusch) з Массачусетського технологічного інституту (Кембридж, США). Іншими відомими представниками кейнсіанської школи стали американські економісти: Джеймс Тобін (James Tobin), Франко Модільяні (Franco Modigliani), Роберт Солоу (Robert Solow), Грегорі Манків (Gregory Mankiw). Загалом простежується виразне домінування американських економістів у сучасній економічній теорії, яке яскраво простежується на прикладі відомих моделей відкритої економіки.

У кейнсіанських моделях визнається можливість тривалого відхилення доходу від рівноважного “природного” значення. Найчастіше чинником зазначених відхилень стає брак гнучкості цін (англ. *sticky prices*), принаймні у короткочасному плані. Також визнається неадекватність кількісної теорії грошей для випадків, коли економіка перебуває на нижчому від рівноважного рівні доходу. Поведінка економічних агентів характеризується неповною інформованістю стосовно економічних процесів. Існуюча невизначеність перешкоджає координації інструментів економічної політики. Управління сукупним попитом за допомогою фіскальної і монетарної політики розглядається важливою передумовою стимулювання доходу та підтримання рівноваги платіжного балансу. З початку 1980-х років представники так званого нового кейнсіанства (англ. *the New Keynesian Economics*) створили потужний інтелектуальний виклик монетаризму і класичній теорії раціональних очікувань. Тим більше, виникли кейнсіанські моделі з раціональними очікуваннями. Теоретична програма нових кейнсіанців ґрунтується на декількох засадничих припущеннях:

1) визначення доходу сукупним попитом; 2) довготерміновий вплив монетарної політики на показники доходу і відсоткової ставки; 3) доцільність активної фіскальної і монетарної політики як засобу стимулювання доходу і вирівнювання платіжного балансу.

У підручнику стисло подано систематизований виклад найбільш відомих моделей відкритої економіки — балансу заощаджень-інвестицій (англ. *the saving-investment balance*), Манделла — Флемінга, Дорнбуша, Бренсона (William Branson), “залежної” економіки (англ. *the dependent economy model*) тощо. Окремо розглядаються моделі економічного зростання Гаррода — Домара (англ. *the Harrod — Domar model*) і Солоу (Robert Solow). Кожну з моделей проілюстровано доречними прикладами.

Запропонований вибір аналітичних моделей відбиває три типи теоретичних конструкцій відкритої економіки:

1. *Статичні моделі.* Такими є баланс заощаджень-інвестицій, різноманітні розширення моделі Манделла — Флемінга, модель “залежної” економіки, монетарні та портфельні моделі платіжного балансу. Порівнюються рівноважні стани економічної системи. Перехід від одного до іншого рівноважного положення відбувається впродовж поточного періоду. Поширеним є припущення щодо стійкої (незмінної у часі) рівноваги економічної системи.

2. *Динамічні моделі.* Відповідний клас моделей представлено моделями Дорнбуша і Бренсона, а також моделлю з включенням кривої Філіпса (англ. *the Phillips curve*). Ці моделі пояснюють траєкторію переходу економічної системи від попереднього до наступного рівноважного стану. Динамічні моделі поділяють вихідні припущення відповідних статичних моделей, однак пропонують якісно відмінне пояснення траєкторії важливих макроекономічних показників, як номінальний і реальний обмінний курси, у коротко- і довготерміновому плані.

3. *Моделі економічного зростання.* У моделях на зразок Гаррода — Домара та Солоу пояснюються довгостроковий динамічний зв'язок між доходом і чинниками виробництва — робочою силою, інвестиціями, технологіями тощо. Це становить інтерес з погляду мотивації поведінки приватних інвесторів та пояснення потоків капіталу. Інформативнішим розширенням моделі Гаррода — Домара вважається модель “двох дефіцитів” (англ. *the two-gap model*). Менш відомою для українських дослідників є структуралістська модель Тірлвалла (англ. *the Thirlwall model*), що показує безпосередню залежність динаміки доходу від платіжного балансу.

Практично за межами розгляду залишаються лише моделі міжчасового споживання та моделі з раціональними очікуваннями (класичні та

кейнсіанські), які передбачають використання набагато складнішого теоретичного інструментарію. В україномовній літературі моделі з раціональними очікуваннями використано для пояснення інструментів економічної політики [97].

### 1.1.1. Баланс заощаджень-інвестицій

Для попереднього ознайомлення з економічною політикою у відкритій економіці цілком придатною є концепція балансу заощаджень-інвестицій. Декілька відмінних трактувань балансу заощаджень-інвестицій забезпечують всебічне пояснення платіжних дисбалансів чинниками приватного і державного споживання. Найпростішою є інтерпретація балансу заощаджень-інвестицій за допомогою кейнсіанської гіпотези абсолютного доходу. Подібною є гіпотеза відносного доходу, що враховує ретроспективні значення приватного споживання. Принципово відмінною є аргументація гіпотез перманентного доходу та життєвого циклу (обидві гіпотези не аналізуються докладно у цьому підручнику).

У найпростішому трактуванні на основі гіпотези абсолютного доходу простежується вплив змін у сукупному попиті на заощадження та інвестиції, а також поточний рахунок, відсоткову ставку і RER. По-перше, чинники зменшення приватного споживання як елемента збільшення заощаджень покращують поточний рахунок. По-друге, підвищення RER супроводжується погіршенням сальдо зовнішньої торгівлі. По-третє, зниження відсоткової ставки є чинником погіршення сальдо поточного рахунку. По-четверте, простежується взаємний зв'язок між обома дефіцитами — бюджету і поточного рахунку (не плутати з проблемою “двох дефіцитів” у відповідній моделі економічного зростання).

У дусі класичної теорії рівень доходу приймається незмінним (припущення про “природний” рівень доходу), однак визнання залежності доходу від чинників сукупного попиту принципово не змінює засадничих висновків для економічної політики. Варто зазначити, що у макроекономічних моделях класичної школи особливості відкритої економіки не підкреслюються — сальдо поточного рахунку є одним із декількох чинників сукупного попиту, що не впливає на реальні показники доходу і відсоткової ставки<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> На основі теоретичних припущень класичної школи побудовано більшість моделей міжнародної торгівлі. З 1930-х років стандартним інструментом аналізу міжнародної торгівлі стала модель шведських економістів Елі Хекшера (Eli Heckscher) і Бертіла Оліна (Bertil Ohlin). З часом з'явилися альтернативні моделі: зростаючої віддачі, монополістичної конкуренції, розширення ринків збуту, життєвого циклу товару тощо. Окремі з них мають значно ширше використання. Наприклад, теорія життєвого циклу товару є однією з найпоширеніших у поясненні прямих іноземних інвестицій (ПІ).

### 1.1.2. Модель Манделла — Флемінга — Дорнбуша

Повнішу характеристику економічної політики у відкритій економіці забезпечує модель Манделла — Флемінга, що враховує рівновагу грошового ринку і доповнює аналіз сальдо поточного рахунку залежністю економіки від потоків капіталу. Одночасна рівновага товарного, грошового і валютного ринків розглядається необхідною передумовою досягнення рівноваги доходу і платіжного балансу. Подібно до балансу заощаджень-інвестицій сальдо поточного рахунку визначається залежністю від RER і рівнів доходу в національній економіці та країнах — торговельних партнерах. Рух капіталу залежить від різниці реальних відсоткових ставок у цій країні та закордоном. Рівновага платіжного балансу визначається обмінним курсом (плаваючий обмінний курс) або обсягами валютних резервів (фіксований обмінний курс). Модель Манделла — Флемінга розглядається зручним засобом аналізу короткочасних ефектів у відкритій економіці [242; 284].

Концептуально модель Манделла — Флемінга є кейнсіанською: ідеальна цінова еластичність сукупної пропозиції, можливість рівноваги на нижчому від “природного” рівні доходу, визначення доходу сукупним попитом. Кейнсіанські припущення цінової стабільності поєднуються з міжнародною сегментацією товарних ринків, адже визнається можливість самодостатніх довготермінових змін RER. Якщо рівновага платіжного балансу підтримується автоматично, то для досягнення рівноваги доходу пропонується узгоджене використання фіскальної і монетарної політики (англ. *the fiscal-monetary mix*). Наслідки обох інструментів економічної політики залежать від мобільності капіталу, яку визначено залежністю потоків капіталу від різниці відсоткових ставок. Для фіксованого обмінного курсу в економіках з високою мобільністю капіталу фіскальна політика стимулює дохід, тоді як монетарна політика є нейтральною стосовно доходу (її єдиним наслідком стають зміни у валютних резервах). Переваги фіскальної політики втрачаються в економіках з невисокою мобільністю капіталу. Навпаки, для плаваючого обмінного курсу висока мобільність капіталу знижує ефективність фіскальної політики, а засобом стимулювання доходу стає монетарна політика.

У теоретичних конструкціях моделі Манделла — Флемінга простежуються засадничі елементи трьох окремих підходів до вирівнювання платіжного балансу: *цінового, монетарного і абсорбційного*. У ціновому підході підкреслюється значення девальвації грошової одиниці як чинника поліпшення цінових співвідношень у зовнішній торгівлі, що кореспондує зі значенням обмінного курсу у моделі Манделла — Флемінга. Включення ефекту добробуту створює логічний зв'язок між моделлю Манделла — Флемінга і монетарним підходом. Можна вважати, що модель Манделла —



Флемінга поєднує логіку цінового підходу з елементами монетарного підходу.

Канонічна модель Манделла — Флемінга передбачала ідеальну гнучкість сукупної пропозиції (або незмінність рівня цін). У подальших розширеннях, вихідні припущення канонічної моделі було послаблено на користь обмеженої гнучкості цін, що надало більшої реалістичності моделюванню макроекономічних процесів. У середині 1970-х років Р. Дорнбуш доповнив статичну модель Манделла — Флемінга динамічними характеристиками в дусі теорії раціональних очікувань. Головним стало пояснення феномену “перельоту” значень обмінного курсу (англ. *overshooting*) після змін у пропозиції грошової маси, що пояснило нестабільність обмінного курсу за умов вільного “плавання” грошових одиниць. У моделі Дорнбуша зберігаються засадничі риси моделі Манделла — Флемінга (“широке” трактування рівноваги платіжного балансу, залежність RER від монетарного чинника, можливість стимулювання доходу понад “природне” значення, цінова стабільність), але в обмеженому короткотривалому аспекті. У довготерміновій перспективі для відкритої економіки з ідеальною мобільністю капіталу стверджуються відносний паритет купівельної спроможності (ПКС) та нейтральність монетарної політики стосовно доходу, як це притаманно монетарним моделям платіжного балансу.

Модель Дорнбуша підкреслює порівняно самостійне значення обмінного курсу як інструмента економічної політики у щонайменше двох аспектах: 1) знецінення грошової одиниці стає безпосереднім інфляційним чинником; 2) “переліт” значень обмінного курсу зумовлює короткотривалі відхилення від рівноважного RER. За умов стабільності доходу, як це припускається економістами класичної школи, збільшення грошової маси позначається короткотривалим зниженням відсоткової ставки, що потенційно погіршує сальдо рахунку капіталу і фінансових операцій. Якщо ж дохід залежить від сукупного попиту (кейнсіанське припущення), амплітуда змін відсоткової ставки та обмінного курсу зменшується. Ймовірно, що відсоткова ставка підвищиться. З іншого боку, інерція ціноутворення дозволяє збільшити реальну грошову масу за допомогою експансійної монетарної політики, що має стимулюючий вплив на дохід.

### 1.1.3. Монетарні моделі

Різноманітні монетарні моделі, що уособлюють монетарний підхід до вирівнювання платіжного балансу, об’єднує використання припущень повної зайнятості, абсолютного ПКС та визначення сукупної пропозиції і сукупного попиту параметрами грошового ринку. Девальвація грошової одиниці не має істотного довготермінового впливу на показники доходу

і платіжного балансу, оскільки будь-які зміни обмінного курсу врівноважуються пропорційною корекцією рівня цін. Подібним чином впливають обмеження зовнішньої торгівлі та валютний контроль. Мобільність капіталу визнається ідеальною, однак у повній протилежності до моделі Манделла — Флемінга підвищення реальної процентної ставки погіршує сальдо платіжного балансу через зменшення попиту на гроші. Будь-яке збільшення (зменшення) внутрішньої компоненти пропозиції грошової маси супроводжується відповідним зменшенням (збільшенням) валютних резервів.

Важливою перевагою монетарних моделей платіжного балансу є спільний розгляд динаміки окремих рахунків. Значні переваги створює можливість цілісного пояснення першопричини дефіциту платіжного балансу та інфляції надмірною пропозицією грошової маси.

#### 1.1.4. Портфельні моделі

Теоретичні засади портфельного інвестування для закритої економіки було сформульовано у 1950-х роках американськими економістами Гаррі Марковіцем (Harry Markowitz) та Джеймсом Тобіном (James Tobin). Початково йшлося про теоретично кейнсіанське припущення щодо попиту на гроші як фінансовий актив, що не приносить інвестиційного доходу<sup>1</sup>. Було доведено, що попит на гроші є наслідком мінімізації інвестиційного ризику. Відповідно у разі підвищення загальної вартості портфеля активів відбувається збільшення попиту на кожен з індивідуальних фінансових активів. Інший американський економіст В. Бренсон (William Brenson) поширив вихідні припущення портфельної моделі на випадок придбання іноземних активів (переважно для прозорості аналітичних результатів у портфельних моделях йдеться про внутрішні та іноземні облігації).

Від моделі Манделла — Флемінга — Дорнбуша портфельні моделі відрізняються інтерпретацією причин руху капіталу. Якщо у моделі Манделла — Флемінга потоки капіталу залежать від різниці процентних ставок, то для портфельної моделі платіжного балансу рух капіталу пояснюється набагато ширшим переліком чинників: доходністю внутрішніх та іноземних облігацій, очікуваннями обмінного курсу, абсолютною вартістю портфеля активів тощо. Від монетарних моделей їх відрізняє включення внутрішніх та іноземних облігацій у портфель активів. Рівновага платіжного балансу розглядається у вузькому трактуванні рівноваги поточного рахунку. Підкреслюються відмінності між коротко- і довгостроковими

<sup>1</sup> Варто нагадати, що економісти класичної школи пояснювали попит на гроші суто обслуговуванням поточних операцій (англ. *transactions demand*).

наслідками змін у пропозиції грошової маси та вартості портфеля внутрішніх і зовнішніх облігацій. У типовій портфельній моделі пропозиція грошової маси впливає на відсоткову ставку і дохід у короткочасному плані, але стає нейтральною стосовно доходу в більш віддаленій перспективі.

Вирівнювання платіжного балансу в портфельних моделях пояснюється акумуляцією фінансових активів до певного бажаного рівня, що відповідає очікуваній реальній вартості фінансових активів. Подібно до моделі Манделла — Флемінга, фінансові ринки розглядаються узгоджено з ринками товарів і робочої сили. Володіння фінансовими активами визначається оцінкою економічними агентами монетарної і фіскальної політики та інтервенцій на валютному ринку (зазвичай приймається, що дефіцит бюджету фінансується внутрішніми борговими зобов'язаннями уряду). Структура портфеля активів залежить від очікуваної дохідності окремих компонентів. Підвищення відсоткової ставки поліпшує сальдо поточного рахунку.

У динамічній моделі Бренсона акценти зміщуються у бік впливу поточного рахунку на вартість і структуру портфеля активів, а також врахування очікувань економічних агентів: а) визнається значення RER як довгострокового чинника поточного рахунку (цього бракує у моделі Дорнбуша); б) сальдо поточного рахунку стабілізує фінансовий ринок через зміну пропозиції грошової маси; в) враховується інвестиційний дохід. У моделі Бренсона пропозиція грошової маси має довгостроковий вплив на RER, що заперечує логіку моделі Дорнбуша. Разом з тим у моделі Бренсона зберігається феномен короткочасного “перельоту” значень обмінного курсу.

### 1.1.5. Модель “залежної” економіки

Популярна впродовж останнього часу модель “залежної” економіки відрізняється від моделі Манделла — Флемінга включенням сукупної пропозиції та особливостями визначення рівноваги доходу. Хоча відповідні припущення обговорювалися з кінця 1950-х років, практичні втілення концепції “залежної” економіки у розгорнутих теоретичних моделях платіжного балансу з'явилися лише на початку 1970-х. У моделі “залежної” економіки зміна цінових співвідношень визнається чинником не лише поліпшення сальдо зовнішньої торгівлі, а й подолання структурних деформацій. Визнається необхідність поєднання засобів обмеження сукупного попиту і девальвації грошової одиниці для вирівнювання платіжного балансу, як це раніше передбачав абсорбційний підхід. Модель “залежної” економіки з легкістю включає відомі структурні риси: доларизація грошового обігу, визначення загального рівня цін обмінним курсом грошової одиниці, обмеженість фінансових ринків. Зазначена модель доступно пояснює феномен

“голландської хвороби”, коли збільшення експорту сировини супроводжується деіндустріалізацією економіки і досить незвичним поєднанням одночасного зміцнення грошової одиниці та прискорення інфляції. Розуміння механізмів “голландської хвороби” є корисним з погляду як залежності багатьох пострадянських економік та країн, що розвиваються, від експорту сировини, так і деяких відмінностей у цьому контексті української економіки.

### 1.1.6. Моделі економічного зростання

Моделі економічного зростання зазвичай не вивчаються у стандартному курсі “Міжнародна економіка”, проте їх розгляд є корисним для акцентування важливої характеристики відкритої економіки — можливостей залучення іноземного капіталу. Окрім того, неважко провести аналітичні паралелі між балансом заощаджень-інвестицій та економічним зростанням. Залучення капіталу з внутрішніх і зарубіжних джерел визначає динаміку економічного зростання.

Залежність від зовнішніх чинників виглядає найпомітнішою у моделі Гаррода — Домара, де приплив капіталу забезпечує можливість стимулювання доходу за допомогою залучення місцевої робочої сили. У неокласичній моделі акцентування переваг зовнішніх запозичень послаблюється можливостями використання працездатних технологій. Простежується певний зв'язок з моделлю “залежної” економіки, де враховано неоднорідну структуру виробництва.

Модель Солоу використовує базові конструкції балансу заощаджень-інвестицій для пояснення довгострокового економічного зростання. Теоретично обґрунтовується приплив капіталу в економіки з невисокою капіталоозброєністю та відмінності у темпах економічного зростання окремих країн. Примітною характеристикою моделі Солоу є висновок щодо конвергенції рівнів економічного зростання через приплив-відплив капіталу в економіках з вільним рухом грошових та інших фінансових активів.

Залежність економічного зростання від платіжного балансу підтримується у моделі Тірлвалла. Тоді як RER не впливає на обсяги виробництва, погіршення поточного рахунку має безпосередній обмежуючий вплив на динаміку доходу. Якщо збільшувати експорт неможливо (або нецільно), скорочення імпорту розглядається як чинник економічного зростання. Теоретично це обґрунтовувало відому політику імпортозаміщуючої індустріалізації (англ. *import substitution industrialization* — ISI), коли пріоритетним був розвиток тих галузей, які орієнтувалися на внутрішній ринок. На відміну від моделі Солоу, залежність від потоків капіталу має

негативний характер. Навпаки, для стимулювання економічного зростання доцільно позбутися залежності від потоків капіталу.

Сприятливий характер залежності від припливу капіталу обґрунтовується у моделі “двох дефіцитів”, де короточасні запозичення є запорукою стійкого економічного зростання у довгостроковій перспективі. Доцільність послаблення залежності від імпорту не заперечується, але у поміркованішому контексті поступової заміни імпорту внутрішнім виробництвом. Характерною особливістю моделі “двох дефіцитів” є пропаганда переваг акумуляції значних валютних резервів.

## 1.2. Структура викладеного матеріалу

Підручник складається з 14 розділів. У розділі 1 подано найбільш загальну інформацію про моделі відкритої економіки. Це корисно для формування цілісного погляду на проблематику теоретичного аналізу і полегшує подальшу роботу з навчальним матеріалом.

У розділі 2 викладено засадничі принципи складання платіжного балансу — це полегшує розуміння логіки моделей відкритої економіки та основних макроекономічних взаємозв'язків. Розділ 2 розраховано на пересічного читача без необхідної підготовки та амбітних академічних планів. З позиції власне моделей відкритої економіки матеріал цього розділу може видатися інформаційно надлишковим, проте його присутність надає можливість глибше осмислити як власне теоретичні моделі, так і більш загальні проблеми відкритої економіки. Розширений розгляд методики аналізу позицій платіжного балансу можна використовувати порівняно самостійно для початкового ознайомлення з аналітичними питаннями відкритої економіки.

У розділі 3 аналізується баланс заощаджень-інвестицій як найпростіший теоретичний інструмент вивчення економічної політики у відкритій економіці. За основу взято трактування балансу заощаджень-інвестицій згідно з кейнсіанською теорією абсолютного доходу. З іншого боку, у балансі заощаджень-інвестицій сальдо поточного рахунку є лише одним з елементів сукупного попиту і не залежить від показників доходу та процентної ставки у реальному вимірі, що відповідає засадничим припущенням класичної теорії. Складніші гіпотези приватних заощаджень — перманентного доходу, життєвого циклу — теж розглядаються, але побіжно і без докладних теоретичних викладок.

Структура балансу заощаджень-інвестицій забезпечує зручне пояснення платіжних дисбалансів змінами у економічній політиці, яка безпосередньо впливає на показник внутрішніх заощаджень. Зокрема, пояснюється

сприятливий вплив поліпшення сальдо бюджету на сальдо поточного рахунку. Розглядаються відмінності між великою і малою відкритими економіками. Аналіз шляхів збільшення заощаджень (фіскальна дисципліна, фінансова лібералізація, гальмування інфляції тощо) доповнює теоретичні аргументи і дозволяє побачити практичні наслідки економічної політики. Матеріал стосується переважно країн, що розвиваються, — це наближує розуміння специфічних проблем української та інших трансформаційних економік. Okремо розглядаються відомі регресійні моделі тестування індивідуальних гіпотез приватних заощаджень. Це розвиває аналітичні здібності та сприяє закріпленню теоретичного матеріалу.

На прикладі української економіки теоретичні аргументи балансу заощаджень-інвестицій використано для пояснення наслідків зовнішніх за позичень у другій половині 1990-х років. Чинники приватних заощаджень для економік Східної Європи розглядаються за допомогою належних економетричних оцінок, що істотно доповнює матеріал розділу. Так само корисним є розгляд відомого парадоксу Фельдштейна — Хоріоки (англ. *the Feldstein — Horioka puzzle*). Емпірично встановлено залежність приватних інвестицій від внутрішніх заощаджень має практичне значення для визначення економічної політики і проковує корисну дискусію щодо пояснення власних причин. Подібно це стосується проблеми “подвійного дефіциту” — бюджету і поточного рахунку.

У розділі 4 розгляд різноманітних питань RER пояснюється значенням цього показника формування динаміки доходу і поточного рахунку. Аналізуються альтернативні теоретичні концепції та прикладні аспекти поведінки RER в економіках з відмінним рівнем економічного розвитку. Вивчення ПКС є корисним для розуміння довгострокової динаміки обмінного курсу зокрема та рівноваги доходу і платіжного балансу загалом.

Розділ 5 розпочато з обговорення загальної класифікації та специфічних характеристик різноманітних макроекономічних шоків (зміна доходу країн — торговельних партнерів, нестабільність світових цін і відсоткової ставки, торговельний протекціонізм тощо), які впливають на проведення економічної політики у відкритій економіці. Розглядаються особливості ідентифікації природи макроекономічного шоку. Відомі аналітичні аргументи проілюстровано численними фактами і достатнім графічним матеріалом. Виклад проблематики подолання платіжних дисбалансів розпочато поясненням класичної і кейнсіанської традицій у вирівнюванні платіжного балансу. Далі розглядаються саморегуляційні механізми вирівнювання платіжного балансу та стабілізації доходу для фіксованого і плаваючого обмінних курсів. Цьому передує стислий огляд різноманітних систем обмінного курсу: плаваючого, фіксованого, регульованого. Реальні події в економіках Аргентини, Мексики та Чилі використано для практичних ілюстрацій.

Емпіричний аналіз чинників експорту-імпорту в країнах Східної Європи і Латинської Америки має на меті посилення аналітичної спрямованості навчального матеріалу.

У розділі 6 модель Салтера — Свона становить приклад дещо спрощеного, але достатньо інформативного пояснення шляхів досягнення макроекономічної рівноваги у відкритій економіці. Дієвість моделі Салтера — Свона проілюстровано прикладами економік Польщі та Мексики. З використанням відповідних теоретичних конструкцій проаналізовано чинники RER в українській економіці.

У розділі 7 розглянуто ціновий і абсорбційний підходи до вирівнювання платіжного балансу. В обох випадках простежується аналітичний зв'язок з неформальним поясненням процесу вирівнювання платіжного балансу за допомогою трьох засадничих ефектів: доходу, відсоткової ставки і порівняльних цін. Логіку макроекономічних моделей відкритої економіки доповнено розглядом важливих мікроекономічних аспектів девальвації грошової одиниці. Розділ завершено докладним аналізом проблематики вибору обмінного курсу.

На відміну від більшості існуючих підручників та посібників, логіка моделі аналізується як графічно, так і аналітично (за допомогою відповідних мультиплікаторів). Для відмінних припущень мобільності капіталу і обмінного курсу за допомогою моделі Манделла — Флемінга аналізується вплив: а) фіскальної політики, б) монетарної політики, в) чинників зовнішньої торгівлі, г) потоків капіталу (зі стерилізацією монетарних ефектів платіжного балансу для фіксованого обмінного курсу). Використання моделі Манделла — Флемінга для практичних цілей проілюстровано реконструкцією подій під час виникнення відомої фінансової кризи у Мексиці (1994 р.). Макроекономічний вплив операцій відкритого ринку пояснено на прикладі діяльності Національного банку України (НБУ).

Розуміння шляхів досягнення макроекономічної рівноваги у моделі Манделла — Флемінга дозволяє простежити важливі подібності та відмінності з іншими моделями відкритої економіки. Практичні приклади стосуються низки країн: США, Бразилії, Аргентини. Розділ завершено розглядом взаємодії двох відкритих економік. Логіці моделі Манделла — Флемінга цілком відповідає порівняльний аналіз макроекономічних показників у економіках США і Японії впродовж першої половини 1980-х років.

Тоді як канонічна модель Манделла — Флемінга передбачає стабільність цін, реалістичніші для багатьох країн припущення про залежність доходу від цінового чинника розглянуто у розділі 9. Передусім це змінює уявлення про девальвацію грошової одиниці як неодмінний чинник економічного зростання. Для відповідних структурних умов знецінення грошової

одиниці може мати обмежуючий рестрикційний вплив. Теоретичні конструкції розширеної моделі IS—LM—BP використано для всебічного пояснення наслідків фінансування дефіциту бюджету зовнішніми запозиченнями в українській економіці. Також у розділі 9 розглянуто окремі макроекономічні залежності (ефекти добробуту і Лаурсена — Метцлера), що полегшують синтез кейнсіанських і класичних припущень.

У розділі 10 аналізуються різноманітні модифікації монетарної моделі платіжного балансу. Хоча “монетаризм” є чи не найчастіше вживаним терміном, його справжній зміст залишається щонайменше не до кінця зрозумілим для багатьох українських користувачів. Якщо монетаризм 1950-х років стосувався дискусії щодо моделі IS—LM (тобто не виходив за межі кейнсіанського розуміння економічних процесів), то згодом перетворився у цілком відмінну теоретичну концепцію, що стверджувала постулати класичної теорії про нейтральність доходу стосовно грошової маси. Монетарна модель є корисною для розуміння економічних процесів у країнах з відмінним рівнем економічного розвитку. Еволюцію монетарної моделі платіжного балансу засвідчує розгляд її двох різновидів — кейнсіанського і класичного. Логіку монетарної моделі проілюстровано післявоєнним досвідом німецької економіки та економічними процесами в українській і китайській економіках.

Портфельні моделі платіжного балансу (розділ 11) відбивають підвищену зацікавленість потоками капіталу для відкритої економіки і використовуються головним чином для пояснення економічних процесів у промислових країнах. У першому наближенні портфельну модель можна розглядати теоретичною альтернативою монетарній моделі платіжного балансу. Зазначені відмінності значною мірою нівелюються у динамічних версіях обох моделей. За допомогою портфельної моделі пояснено наслідки фіскальної і монетарної політики, а також операцій купівлі-продажу іноземних цінних паперів.

У розділі 12 аналізуються динамічні моделі Дорнбуша і Бренсона, що уособлюють відмінні припущення відповідних статичних моделей. Виклад моделі Дорнбуша ґрунтується як на її канонічній версії, так і сучасніших інтерпретаціях. Порівняння обох варіантів розширює аналітичні можливості та допомагає глибшому розумінню засадничих теоретичних конструкцій. Іншим різновидом динамічних моделей відкритої економіки є модель з включенням кривої Філіпса, що має недвозначні кейнсіанські риси. Особливістю представленої моделі є врахування інфляційного чинника загалом і траєкторії RER під час гальмування інфляції зокрема. Логіку моделі проілюстровано прикладом програм фінансової стабілізації у країнах Латинської Америки, що є актуальними для відповідного теоретичного контексту.



У розділі 13 докладно розглянуто модель “залежної” економіки. Спочатку проаналізовано структуру моделі та основні функціональні залежності. Далі аналітичну інтерпретацію моделі “залежної” економіки використано для пояснення впливу: а) змін у сукупній пропозиції, б) фіскальної і монетарної політики, в) девальвації грошової одиниці, г) умов торгівлі. Докладно аналізуються особливості вирівнювання платіжного балансу в “залежній” економіці. Розглянуто декілька ситуацій, що безпосередньо пов’язані з українською економікою: завищений номінальний обмінний курс, передевальвація грошової одиниці тощо. Теоретичні аргументи протестовано за допомогою структурної моделі платіжного балансу для даних 1994—2001 рр. Розділ завершено розглядом “голландської хвороби”. Проведено необхідні паралелі з українською економікою.

У розділі 14 подано відомі моделі економічного зростання: Гаррода — Домара, неокласичну, Солоу та інших. Відмінною рисою цього підручника є акцентування математичних деталей та зв’язку динаміки макроекономічних показників з потоками капіталу. Аналіз моделі Тірлвалла дозволяє простежити логіку структуралістських тверджень про обмежуючий характер дефіциту платіжного балансу для економічного зростання у країнах, що розвиваються.

## Рекомендована література

*Knight M., Scacciavilliani F.* Current Accounts: What Is Their Relevance for Economic Policymaking? Working Paper No. 71. — Washington: IMF, 1998.

*Obstfeld M.* International Macroeconomics: Beyond the Mundell — Fleming Model // IMF Staff Papers. Special Issue. — 2001. — Vol. 47. — P. 1—39.

*Sawyer J.* Macroeconomic Theory: Keynesian and Neo-Keynesian Models. — Philadelphia: The University of Pennsylvania Press, 1989.

---

---

## Розділ 2

# ПЛАТІЖНИЙ БАЛАНС

*Концепція платіжного балансу поєднує статистику торговельних і фінансових потоків у відкритій економіці з більш загальними макроекономічними взаємозв'язками. Без перебільшення — обмеження платіжного балансу визначають характер економічної політики у відкритій економіці. Метою цього розділу є розгляд методики складання і аналізу платіжного балансу як інформаційної першооснови моделей відкритої економіки.*

*Головній тематиці розділу передують розгляд загальних аспектів відкритості економіки у підрозділі 2.1. У підрозділі 2.2 подано необхідні визначення і проаналізовано структуру платіжного балансу. Теоретичні положення проілюстровано у підрозділі 2.3 аналізом засадничих тенденцій у платіжному балансі України. Найпомітніші труднощі в складанні платіжного балансу охарактеризовано у підрозділі 2.4. Аналітичні властивості платіжного балансу докладно описано у підрозділі 2.5. Розгляд теоретичних конструкцій поєднано з неформальним аналізом окремих складових платіжного балансу. Виклад матеріалу підкріплено достатнім ілюстративним матеріалом. Проблему вибору рівноваги платіжного балансу сформульовано у підрозділі 2.6 — це знайомить у першому наближенні з важливими компонентами моделей відкритої економіки. Розділ завершено демонстраційним прикладом складання платіжного балансу.*

## ЗАСАДНИЧІ ПОНЯТТЯ

велика і мала відкриті економіки  
платіжний баланс  
операції платіжного балансу  
резиденти національної економіки  
рахунок капіталу

зовнішній борг  
валютні резерви  
дзеркальна статистика зовнішньої торгівлі  
рівновага платіжного балансу

купівельна спроможність експорту	фінансовий рахунок
критерії зовнішньої заборгованості	чистий факторний дохід
динамічна рівновага поточного рахунку	умови торгівлі
критерії відкритості	система національних рахунків
інвестиційна позиція	баланс заощаджень-інвестицій
подвійний запис	інвестиційний дохід
поточний рахунок	виняткове фінансування

## 2.1. Поняття про відкриту економіку

Відкритою є економіка, де підтримуються торговельні, фінансові або будь-які інші (наприклад, міграція робочої сили) зв'язки із зовнішнім світом.

### 2.1.1. Характеристики відкритості

Нижче подано декілька найбільш загальних характеристик відкритості, що визначають коло аналітичних питань для обговорення.

#### Відкритість у зовнішній торгівлі

Традиційно економіка вважається відкритою, якщо сумарний обсяг імпорту й експорту перевищує 5 % від ВВП. Нині цьому критерію відповідають практично всі країни — незалежно від ступеня економічного розвитку. Відкритішими стають економіки всіх без винятку країн (табл. 2.1). Показовим є підвищення відкритості економіки США. Майже вдвічі зросла відкритість економіки Канади у 1990-х роках, що природно пов'язати з Північноамериканською угодою про вільну торгівлю (англ. *North-American Free Trade Area* — NAFTA). У деяких європейських країнах — Бельгії, Ірландії та Нідерландах — обсяги зовнішньої торгівлі перевищують ВВП. Дещо незвично виглядає порівняно невисока відкритість економіки Японії, яка для багатьох уособлює агресивне стимулювання експорту, проте значні розміри японської і американської економік частково пояснюють нижчі від середнього показники відкритості (меншу відкритість зумовлює вища диверсифікація виробничих взаємозв'язків у межах цілісної національної економіки). З-поміж країн, що розвиваються, висока відкритість економік Південної Кореї та Сінгапуру цілком узгоджується із стереотипним іміджем країн — світових експортерів. Вищу відкритість економіки Мексики теж можна пояснити угодою NAFTA. Достатньо

відкритою є успішна економіка Чилі. Тенденція до стрімкого підвищення відкритості виявила себе в інших латиноамериканських країнах — Аргентині, Бразилії та Мексиці, де впродовж декількох післявоєнних десятиліть реалізовувалася політика внутрішньоорієнтованого економічного розвитку.

На тлі показників ринкових економік (табл. 2.1) впадає у вічі відкритіший характер трансформаційних економік<sup>1</sup> загалом та української зокрема (табл. 2.2). У п'яти країнах співвідношення “обсяги зовнішньої торгівлі/ВВП” є вищим, ніж у нашій країні. Виразна тенденція до підвищення відкритості простежується у сусідній Польщі. У Росії в 1993—1997 рр. відкритість економіки знижувалася, однак від 1998 р. спостерігається протилежне.

Таблиця 2.1. Частка зовнішньої торгівлі у ВВП (%), 1970—2005 рр.

Група країн	Країна	Роки				
		1970	1980	1990	2000	2005
Промислові країни	США	7,9	17,4	15,4	20,1	20,6
	Японія	—	23,7	26,2	15,4	23,3
	Німеччина	38,0	46,0	49,9	59,7	88,6
	Велика Британія	31,4	40,2	40,4	45,2	39,3
	Франція	—	35,1	36,0	45,0	53,0
	Італія	24,8	38,0	31,0	43,0	52,7
	Канада	38,8	47,9	43,7	75,2	71,8
Країни, що розвиваються	Аргентина	—	14,4	11,3	17,6	38,3
	Бразилія	—	18,2	11,2	14,3	24,1
	Мексика	—	20,0	31,3	60,0	61,4
	Південна Корея	—	62,5	51,1	72,8	82,5
	Сінгапур	181,0	357,3	296,0	264,2	368,2
	Чилі	—	36,9	50,8	49,4	65,4

Джерело: розраховано за даними IMF *International Financial Statistics*

<sup>1</sup> Термін “трансформаційна економіка” поступово витісняє з ужитку поняття перехідної економіки, оскільки у більшості країн перехідний процес завершено, хоча помітна економічна нестабільність не дозволяє стверджувати про завершеність переходу до стійкого економічного зростання. Відповідно перелік трансформаційних економік можна розширити, передусім за рахунок країн Латинської Америки, які мають належний економічний потенціал, але через помилки у економічній політиці (англ. *mismanagement*) вже тривалий час зазнають періодичних кризових явищ зі супутньою нестабільністю доходу і численними девальваціями обмінного курсу.

Таблиця 2.2. Трансформаційні економіки: частка зовнішньої торгівлі у ВВП (%), 1993—2005 рр.

Країна	Роки						
	1993	1995	1997	1999	2001	2003	2005
Болгарія	76,9	84,7	97,0	76,6	88,8	91,2	111,2
Естонія	105,9	122,2	151,1	116,0	125,6	117,2	133,4
Латвія	100,0	73,3	80,4	75,4	92,7	96,7	110,9
Литва	155,6	101,7	99,0	73,6	90,8	94,1	104,8
Польща	34,3	41,1	47,6	43,2	47,8	59,0	65,0
Росія	55,8	39,7	35,0	63,4	52,5	47,2	49,2
Румунія	41,3	51,0	56,9	55,6	64,1	66,8	67,0
Словаччина	99,2	100,6	95,9	109,1	133,5	135,1	141,6
Словенія	96,9	94,7	96,7	92,5	97,6	94,2	109,8
Угорщина	50,3	63,5	88,4	108,4	123,1	108,5	115,1
Чехія	76,7	92,3	88,5	104,7	116,9	114,3	130,4
Україна	47,4	77,1	63,0	73,6	89,4	93,7	85,9

Джерело: розраховано за даними IMF *International Financial Statistics*

### Відкритість для потоків капіталу

Інший аспект відкритості — це різниця між відсотковими ставками у певній країні й на світовому фінансовому ринку. Відсутність істотних відмінностей свідчить про відкриту економіку; навпаки, значна різниця між відсотковими ставками означає, що економіка країни є закритою (або ізолюваною від світового фінансового ринку). В Естонії, де скасовано будь-які обмеження на приплив-відплив капіталу, відсоткова ставка у 2005 р. (табл. 2.3) виявилася нижчою від більшості промислових країн (табл. 2.4). Такою ж невисокою є відсоткова ставка у Чехії. Після запровадження у 1997 р. різновиду фіксованого обмінного курсу — системи грошової ради — дуже контрастним виявилось зниження ставки у Болгарії — з 84 до 13 % упродовж одного року. Подібно до Естонії, де грошова рада практикується з 1992 р., зниження ставки у Болгарії легко пов'язати з більшою відкритістю для потоків капіталу.

У промислових країнах високим рівнем процентної ставки традиційно вирізняється Німеччина. В Італії процентна ставка історично теж була високою, проте наприкінці 1990-х років цей показник істотно знизився. Підвищення відсоткової ставки у США зазвичай стає наслідком боротьби з інфляцією. Відчутно нижча ставка Японії відбиває реалії хронічного зниження цін — дефляції, яке з початку 1990-х років уряд і Центральний банк намагалися подолати за допомогою збільшення пропозиції грошової маси.

Таблиця 2.3. Трансформаційні економіки: відсоткова ставка (%), 1993—2005 рр.

Країна	Роки						
	1993	1995	1997	1999	2001	2003	2005
Болгарія	58,3	59,0	84,0	12,8	11,1	8,8	7,9
Польща	35,1	33,5	25,0	17,0	18,4	7,3	6,8
Естонія	27,0	16,0	19,8	8,7	7,8	5,5	4,9
Словацьчина	14,0	16,9	18,7	21,1	11,2	8,5	6,7
Словенія	49,0	23,4	20,0	12,4	15,0	11,0	7,8
Чехія	14,1	12,8	13,2	8,7	7,2	5,9	5,8
Угорщина	25,0	32,6	21,8	16,3	12,1	9,6	8,5
Україна	184,0	122,7	49,1	55,0	32,2	17,9	16,2

Джерело: IMF *International Financial Statistics*

Таблиця 2.4. Промислові країни: відсоткова ставка (%), 1993—2005 рр.

Країна	Роки						
	1993	1995	1997	1999	2001	2003	2005
Велика Британія	5,9	6,7	6,6	5,3	5,1	3,7	4,6
Німеччина	10,8	10,9	9,1	8,8	10,0	9,1	8,7
Італія	13,9	12,5	9,8	5,6	6,5	5,0	5,3
США	6,0	8,8	8,4	8,0	6,9	4,1	6,2
Японія	4,4	3,4	2,5	2,2	2,0	1,8	1,7
Франція	8,9	8,1	6,3	6,4	7,0	6,6	6,6

Джерело: IMF *International Financial Statistics*

Двома іншими індикаторами відкритості національної економіки для потоків капіталу є: 1) індекс валютного контролю, який друкується у довідковому виданні МВФ *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions*, або 2) кумулятивний обсяг нагромаджених іноземних фінансових активів і зобов'язань (% від ВВП). У промислових країнах відчутна лібералізація потоків капіталу відбувалася впродовж 1980-х років, передусім у країнах Європейського Союзу (ЄС). Нині найвідкритішими для потоків капіталу вважаються Канада, Нідерланди, Швейцарія та Велика Британія. Країни, що розвиваються, інтенсивно лібералізували потоки капіталу впродовж 1970-х років, проте зазначена тенденція набула зворотного напрямку в 1980-х. Лібералізаційні заходи поновилися з початку 1990-х років, але досягнутий рівень відкритості для потоків капіталу лише незначно перевищує показник кінця 1970-х. Примітно, що вартість іноземних активів зростає набагато швидше, ніж це передбачають лібералізаційні зміни в інвестиційному законодавстві.

Зростання відкритості для потоків капіталу є найвідчутнішим у країнах Південно-Східної Азії. Впродовж першої половини 1990-х приплив капіталу в Південну Корею, Індонезію, Таїланд і Малайзію перевищив десятки млрд дол., але врешті-решт позначився фінансовою кризою 1997 р., що засвідчила неефективне управління припливом капіталу. Якщо у Південній Кореї приплив капіталу і економічне зростання поновилися вже через два роки, то решта країн досі відчувають несприятливу зміну настроїв іноземних інвесторів (розділ 8).

Країни Латинської Америки (Аргентина, Мексика, Чилі) лібералізували законодавство наприкінці 1970-х, проте з початку 1980-х років проблеми з обслуговуванням зовнішнього боргу зумовили відновлення численних обмежень потоків капіталу. Спроби лібералізації припливу-відпливу капіталу поновилися з початку 1990-х років, що практично відразу позначилося істотним збільшенням припливу капіталу. Відома фінансова криза у Мексиці (1994—1995 рр.) спровокувала відчутний відплив капіталу з більшості країн Латинської Америки (окрім Чилі), але вже у 1996 р. приплив капіталу поновився. Це зіграло недобрий жарт з економікою Аргентини: надмірні зовнішні запозичення упродовж другої половини 1990-х років призвели наприкінці 2001 р. до відмови від обслуговування зовнішнього боргу — дефолту (англ. *default*). Азійська криза (1997—1998 рр.) теж негативно вплинула на настрої інвесторів у глобальному масштабі.

## Велика і мала відкриті економіки

У більшості теоретичних моделей розрізняють поняття *великої* і *малої відкритої економіки*. Велика відкрита економіка самостійно впливає на цінові співвідношення у міжнародній торгівлі та рівень світової відсоткової ставки, тоді як у малій відкритій економіці таких можливостей немає.

## Інші трактування відкритості

Окрім макроекономічних індикаторів (обсяги зовнішньої торгівлі, різниця процентних ставок, обсяги інвестицій) та безпосередніх обмежень потоків капіталу (англ. *capital controls*), відкритість економіки характеризується особливостями торговельного протекціонізму і міграційного законодавства. Обидва аспекти відкритості — рух фінансових активів і характеристика законодавчих регуляторів — щільно пов'язані, але не тожні.



## 2.1.2. Оцінки відкритості

Відкритість економіки переважно вітається сучасними економістами (табл. 2.5). Відкрита економіка виграє від міжнародного розподілу праці та ефективнішого використання капіталу. Економія від масштабу виробництва поліпшує економічні показники промислових компаній. Виникають передумови для прискореного економічного зростання, в тому числі зі зниженням інфляції. Проте не бракує критичних зауважень. Найперше відкритість економіки позбавляє можливостей незалежну економічну політику, адже цьому заважає рух капіталу. Приміром, експансійне стимулювання доходу з високою ймовірністю спричинить зменшення валютних резервів, “втечу” капіталу, інфляцію, а в підсумку — спад виробництва. Заходи щодо створення привабливого інвестиційного клімату, як скорочення дефіциту бюджету, обмеження пропозиції грошової маси, лібералізація торгівлі та потоків капіталу, можуть позначитися зменшенням соціальних виплат і зниженням заробітної плати. У країнах, що розвиваються, до прикрих реалій відкритості додаються ліберальні екологічні стандарти як засіб заохочення іноземних інвестицій. Із середини 1990-х років стала помітною нестабільність лібералізованого світового фінансового ринку.

Таблиця 2.5. Оцінки відкритості економіки

Переваги	Недоліки
<ul style="list-style-type: none"> <li>— прискорення економічного зростання</li> <li>— міжнародний розподіл праці</li> <li>— економія від масштабу виробництва</li> <li>— збільшення віддачі на капітал</li> <li>— антиінфляційний тиск</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>— обмеження платіжного балансу</li> <li>— втрата незалежної економічної політики</li> <li>— “нездорова” конкуренція між країнами (зниження заробітної плати, зменшення соціальних виплат, послаблення екологічних стандартів)</li> <li>— нестабільність фінансових ринків</li> </ul>

Наслідки лібералізації зовнішньої торгівлі та руху капіталу дуже залежать від показників фіскальної і монетарної політики, а також інституційних чинників. Приміром, за умови фіксованого обмінного курсу високий дефіцит бюджету та надмірна пропозиція грошової маси можуть стимулювати зовнішні запозичення у короткочасному плані, проте у віддаленішій перспективі виникає загроза ціновій і грошовій стабільності. Чимало небезпек містить лібералізація потоків капіталу в економіках із слабкою банківською системою [95, с. 148—155]. Попри низку перелічених вище якісних переваг, бракує переконливих економетричних свідчень щодо впливу відкритості економіки на економічне зростання. Т. Гільфасон [25, с. 58]

з вибірки даних 87-ми країн за 1965—1998 рр. встановив, що підвищення відкритості на 14 % веде до щорічного зростання ВВП на душу населення на 1 %. Проте такий висновок не є універсальним: з 10-ти подібних досліджень лише у половині виявлено сприятливий зв'язок між відкритістю економіки для потоків капіталу і економічним зростанням [335, р. 154]. Загалом важко визначити конкретні механізми впливу відкритості на економічне зростання [324, р. 147].

У країнах, що розвиваються, після 1975 р. темп економічного зростання залежав від інвестицій та ступеня захищеності від зовнішніх впливів [74, с. 171—172]. Хоча супутнє збереження помірної інфляції і реалістичного обмінного курсу сприяло економічному зростанню, відкритість для зовнішньої торгівлі та потоків капіталу дала позитивні результати лише в незначній кількості країн. Буває, що відкритість економіки є вимушеним кроком — реакцією на порушення рівноваги платіжного балансу, яке, зі свого боку, спричинено тривалою закритістю економіки. За таких умов переваги відкритості простежуються опосередковано. По-перше, у відкритих економіках економічному зростанню зазвичай сприяє зниження інфляції. По-друге, відкритість економіки пов'язана з відповідальною економічною політикою, яка повинна запобігти погіршенню платіжного балансу і стимулювати експорт.

## **2.2. Визначення і структура платіжного балансу**

Статистично платіжний баланс — це таблиця, що систематизовано показує економічні операції між резидентами і нерезидентами національної економіки за визначений період (квартал, рік). Зазвичай зовнішньоекономічна операція реєструється документально під час переходу прав власності, що відбувається одночасно для резидентів і нерезидентів, проте можуть бути часові розбіжності у відображенні кожної конкретної операції у статистичній звітності окремих країн.

### **2.2.1. Засадничі поняття**

Нижче подано декілька засадничих понять, що визначають змістовну характеристику платіжного балансу.

## Резиденти національної економіки

Резидентами є приватні підприємницькі структури, органи державного управління, неприбуткові організації, фізичні особи, що пов'язані з територією певної країни (в тому числі з територіальними і міжнародними водами). Поняття “резидент національної економіки” визначається не національністю, а економічною діяльністю фізичної чи юридичної особи. Фізичні особи вважаються резидентами, якщо перебувають у певній країні понад 12 місяців. Незалежно від тривалості проживання, вважаються нерезидентами туристи, члени повітряних і морських екіпажів, сезонні робітники, дипломати та військовослужбовці зарубіжних країн. Іноземні підприємства є резидентами, якщо мають хоча б один виробничий об'єкт і планують працювати на території цієї країни впродовж тривалого часу. Таким чином філії іноземних транснаціональних компаній (ТНК) розглядаються резидентами національної економіки. Також резидентами вважаються будь-які урядові установи і підрозділи, в тому числі посольства, консульства та військові об'єкти за кордоном.

## Інвестиційна позиція

Платіжний баланс показує лише потоки (англ. *flows*) товарів, послуг і фінансових активів впродовж певного періоду (квартал, рік), а не так звану інвестиційну позицію країни, що характеризує загальну вартість і структуру наявних активів та зобов'язань наростаючим підсумком (англ. *stocks*). Найбільш помітними і часто вживаними в економічному аналізі елементами інвестиційної позиції є валютні резерви та зовнішній борг. У довідкових виданнях МВФ *International Financial Statistics* та *Balance of Payments Statistics* міжнародна інвестиційна позиція (англ. *International Investment Position* — ІІР) враховує чисте сальдо іноземних активів (без золотого запасу), яке утворено сумою кумулятивного (наростаючим підсумком) сальдо поточного рахунку та чистих зовнішніх активів (цінні папери, обсяги ІІІ, валютні резерви тощо).

Країни, що розвиваються, переважно є чистими дебіторами; тобто акумулюють зовнішні зобов'язання. Більшість промислових країн (Австралія, Австрія, Данія, Іспанія, Канада, Нова Зеландія, Португалія, Фінляндія тощо) також мають від'ємну інвестиційну позицію. Поведінка інвестиційної позиції все більше враховується при моделюванні платіжних дисбалансів [255, р. 12—13]. Якщо у 1994 р. зовнішні зобов'язання найбільших країн-боржників (США, Австралія, Канада, Бразилія і Мексика) становили 3,5 % від світового ВВП, а ІІР найбільших країн-кредиторів (Японія, Швейцарія, Німеччина, Тайвань, ОАЕ) — 5 %, то у 2003 р.

зобов'язання найбільших країн-боржників (США, Австралія, Іспанія, Бразилія, Мексика) зросли до 10,3 %, а найбільших країн-кредиторів (Японія, Швейцарія, Гонконг, Тайвань, Сінгапур) — до 8,2 % від світового ВВП. Канада поліпшила власну ІПР за рахунок інвестиційного доходу від іноземного акціонерного капіталу.

Чисті іноземні активи США стали від'ємними з початку 1980-х років, а впродовж 1997—2003 рр. щорічний приріст іноземних зобов'язань становив 1,5 %. Інвестиційна позиція Франції, Італії, Норвегії, Швеції та Великої Британії змінювалася впродовж останніх десятиліть. ІПР Великої Британії погіршувалася протягом 1970-х, однак у 1980—1985 рр. стрімке збільшення чистих іноземних активів до 20 % від ВВП віддзеркалило зростаючу роль країни як світового кредитора, проте у другій половині 1980-х років ІПР істотно погіршилася. Норвегія стала країною-кредитором із середини 1980-х, маючи до цього від'ємну ІПР (цей показник збільшився до 40 % від ВВП у 1976 р.). Чисті іноземні активи Японії збільшилися з 3—5 % від ВВП у 1970-х роках до 18 % у 1990 р. і далі до 30 % від ВВП у 1997 р. У Німеччині чисті іноземні активи зросли із 6 до майже 20 % від ВВП упродовж 1983—1989 рр., однак надалі цей показник знизився до 7 % від ВВП у 1997 р., що пояснюється передусім мобілізацією коштів для реструктуризації економіки колишньої Східної Німеччини.

### 2.2.2. Операції платіжного балансу

Більшість операцій платіжного балансу передбачають реальні платежі (експорт-імпорт товарів і послуг, продаж-придбання резервних активів, прямі та портфельні інвестиції тощо), проте цього може і не бути (іноземна допомога, приватні трансферти, переміщення активів ТНК з країни перебування до іноземних філій тощо). Також під час операцій платіжного балансу може не бути зміни власника. Перехід прав власності не створює надання товарів для подальшої обробки чи фінансовий лізинг обладнання, хоча технічно відбувається реєстрація зазначених операцій за статтею “товари”. Інакше кажучи, операції з давальницькою сировиною нічим не відрізняються від операцій експорту-імпорту, де здійснюється перехід прав власності.

Загалом операції платіжного балансу поділяються на декілька типів:

— *операції з реальними активами* (експорт-імпорт товарів і послуг, туризм тощо), що становлять поточний рахунок платіжного балансу (англ. *the current account*);

— *фінансові операції* (отримання іноземних позик, обслуговування зовнішнього боргу, прямі та портфельні інвестиції), що показуються в рахунку

капіталу і фінансових операцій (англ. *the capital and financial account*). Кожна з цих операцій передбачає зміну вартості фінансових активів (англ. *assets*) та зобов'язань (англ. *liabilities*);

— *трансфертні операції*. Приватні або урядові (офіційні) трансферти не передбачають виникнення фінансових зобов'язань, оскільки пов'язані з безоплатною передачею реальних та фінансових активів;

— *помилки та пропущення*. Зазначена операція балансує можливі невідповідності рахунків платіжного балансу, що можуть створюватися використанням неоднорідних джерел для складання платіжного балансу, неповною реєстрацією, а також недооцінкою (переоцінкою) вартості операцій платіжного балансу.

### 2.2.3. Особливості складання платіжного балансу

Складання платіжного балансу країнами-учасницями МВФ обумовлено вимогами “Статей угоди МВФ”. Відповідну методику викладено в інструктивному документі МВФ *Balance of Payments Manual*. Розробку 5 видання *BOP Manual* (вересень 1993 р.) зумовили: лібералізація фінансових ринків, поширення складніших фінансових інструментів, нові підходи до реструктуризації зовнішнього боргу, зростання торгівлі послугами. Нове видання *BOP Manual* полегшує узгодження статистики платіжного балансу із системою національних рахунків Статистичної комісії ООН (СНР). МВФ публікує статистику платіжного балансу в аналітичній і стандартній (деталізованій) формах подання. В аналітичній формі подання розрізняються звичайні та виняткові операції, що дозволяє повнішу оцінку платіжного балансу країн із значною зовнішньою заборгованістю (у табл. 2.6 в цій формі подання показано платіжний баланс України за 1995—2005 рр.).

Таблиця 2.6. Платіжний баланс України в аналітичній формі подання (млн дол.), 1995—2005 рр.

Статті платіжного балансу	Роки					
	1995	1997	1999	2001	2003	2005
1	2	3	4	5	6	7
<b>А. Поточний рахунок *</b>	-1152	-1335	1658	1402	2891	2531
Товари: експорт f.o.b	14 244	15 418	13 189	17 091	23 739	35 024
Товари: імпорт f.o.b	-16 946	-19 623	-12 945	-16 893	-23 221	-36 159
Послуги: кредит	2846	4937	3869	3995	5214	9354
Послуги: дебет	-1334	-2268	-2292	-3580	-4444	-7548
Доходи: кредит	247	158	98	167	254	758

Закінчення табл. 2.6

1	2	3	4	5	6	7
Доходи: дебет	-681	-802	-967	-834	-835	-1743
Поточні трансферти: кредит	557	942	754	1516	2270	3111
Поточні трансферти: дебет	-85	-97	-48	-60	-86	-226
<b>В. Рахунок капіталу*</b>	6	—	-10	3	-17	-65
Рахунок капіталу: кредит	6	—	—	8	11	14
Рахунок капіталу: дебет	—	—	-10	-5	-28	-79
<b>С. Рахунок фінансових операцій*</b>	-726	1413	-879	-191	264	8103
Прямі інвестиції за кордоном	-10	-42	-7	-23	-13	-275
Прямі інвестиції в Україну	267	623	496	792	1424	7808
Портфельні інвестиції: активи	-12	-2	-11	1	1	—
Акціонерний капітал	—	-14	-5	-1	-4	—
Боргові зобов'язання	-12	12	-6	2	5	—
Портфельні інвестиції:						
Зобов'язання	16	1605	-75	-867	-923	2757
Акціонерний капітал	—	248	129	-734	-1705	82
Боргові зобов'язання	16	1357	-204	-133	-782	2675
Інші інвестиційні активи	-1574	-1583	-2264	-1015	-940	-7936
Центральний банк	—	—	—	1	-30	267
Уряд	—	—	—	—	—	-5
Приватні банки	-328	-536	51	137	-455	-601
Інші сектори	-1246	-1047	-2315	-1153	-455	-7597
Інші інвестиційні зобов'язання	587	812	982	921	715	5749
Центральний банк	—	—	—	—	16	-18
Уряд	-783	-267	-231	-537	-379	93
Приватні банки	724	-51	-16	180	779	2663
Інші сектори	646	1130	1229	1278	299	3011
<b>D. Помилки і пропущення</b>	248	-781	-953	-895	-54	155
<b>E. Резерви та резервні активи</b>	1624	703	184	993	2173	10 725
Валютні резерви	-469	-385	-281	-1609	-2045	-10 425
Позики МВФ	1221	283	75	-86	-203	-299
Виняткове фінансування	871	805	390	702	75	—
Обмінний курс	1,473	1,861	4,130	5,37	5,33	5,12

\* За винятком елементів, класифікованих у пункті E

Джерело: IMF Balance of Payments Statistics

## Структура платіжного балансу

Операції платіжного балансу згруповано в окремих статтях п'яти розділів:

*А. Поточний рахунок.* Сюди включено експорт-імпорт товарів і послуг, а також надходження і виплати доходу та поточні трансферти. Торговельний баланс (A1) враховує експорт-імпорт товарів, немонетарного золота, давальницької сировини, вартість ремонту і переміщення товарів транспортними засобами. Методологія МВФ передбачає визначення вартості експорту-імпорту за ціною f.o.b. (англ. *free on board*). Оскільки переважно імпорт реєструється у митній статистиці за ціною c.i.f. (англ. *cost, insurance, and freight*), відповідна різниця показується як послуги<sup>1</sup>. У балансі послуг (A2) основними є транспортні, туристичні, будівельні, фінансові, страхові, комунікаційні послуги. Також враховуються інші послуги (інформаційні, професійні, освітні, культурні, роялті та ліцензійні платежі), в тому числі кошти утримання дипломатичних представництв та участі в міжнародних організаціях. До статті “доходи” (A3) зараховано доходи працюючих за кордоном та інвестиційний дохід (дивіденди з прямих і портфельних інвестицій, відсотки на залучений капітал). Поточні трансферти (A4) означають безвідплатне надання матеріальних і фінансових активів урядовими структурами (іноземна допомога, сплата податків, виплата пенсій) або приватними особами (переказ грошових коштів, окремі види страхування).

*В. Рахунок капіталу.* З-поміж найважливіших операцій цього розділу: списання урядових (або офіційних) і приватних боргів, придбання нерухомості, отримання доходів від мігрантів, передача нерухомості іноземним посольствам, інші нефінансові та невиробничі доходи (патенти, лізинг).

*С. Фінансовий рахунок.* III (C1) включають як акціонерний капітал, так і реінвестовані прибутки. У портфельних інвестиціях (C2) окремо розрізняють операції з акціями та борговими зобов'язаннями уряду, центрального банку, комерційних банків та інших секторів економіки. Під іншими інвестиціями (C3) розуміють торговельні кредити, іноземні позики, операції з іноземною валютою тощо. Сюди ж зараховують кредити МВФ, операції за депозитами і лізинг. Стаття C3 складається у розрізі основних категорій економічних агентів та часовому вимірі (окремо розрізняють коротко- і довготермінові інвестиції).

<sup>1</sup> У 1994 р. різниця між показниками світового експорту c.i.f та f.o.b. оцінювалася на рівні 10 % [311, р. 72].

*Д. Помилки і пропущення.* Ця стаття є балансуючою і становить різницю між кредитовими і дебетовими записами, що виникають внаслідок часових і вартісних розбіжностей, а також неможливості отримання всієї належної інформації.

*Е. Резервні активи.* Валютні резерви — це зовнішні активи центрального банку, які є повністю ліквідними і можуть використовуватися як для прямого фінансування платіжних дисбалансів, так і опосередкованого їх регулювання через валютні інтервенції з метою підтримання стабільності обмінного курсу грошової одиниці. Валютні резерви (Е1) складають: монетарне золото, спеціальні права запозичення МВФ (англ. *Special Drawing Rights* — SDR)<sup>1</sup>, іноземна валюта, резервна позиція в МВФ. Використання позик МВФ показано у статті Е2.

Операції виняткового фінансування (стаття Е3) включають: а) окремі трансферти (списання державного боргу, отримання грантів від МВФ та інших міжнародних фінансових організацій); б) прямі та портфельні інвестиції, що виникли внаслідок реструктуризації зовнішнього боргу (приміром, обмін боргових зобов'язань на акції підприємств); в) зовнішні запозичення уряду і центрального банку на світових фінансових ринках (банківські позики, облігації); г) іноземні позики приватного сектора з урядовими гарантіями та субсидіями (пільговий обмінний курс, знижена відсоткова ставка тощо); ґ) “проблемне” обслуговування державного боргу (реструктуризація поточного боргу, виплата заборгованості минулих періодів, протерміновані платежі). Статті фінансового рахунку показують окремі складові прямих і портфельних інвестицій. У рахунку капіталу окремо враховуються операції державного і приватного секторів економіки. Порівнюючи з аналітичною формою, у стандартній формі представлення кредити і позики МВФ та виняткове фінансування враховуються за статтею “інші інвестиції”. Валютні резерви показано відповідно до їх структури.

## Нещодавні зміни у складанні платіжного балансу

У 5 виданні *ВОР Manual* зроблено декілька важливих змін:

— по-новому визначено поточний рахунок. З нього вилучено операції рахунку капіталу (В), а операції з товарами, послугами, доходами і трансфертами показано окремо;

<sup>1</sup> SDR запроваджено у 1968 р. як синтетичні активи МВФ, що забезпечують право країн-учасниць на отримання резервних активів у валютах інших країн-учасниць. Зі січня 1991 р. вартість одиниці SDR розраховувалася щоденно як середньозважене значення обмінних курсів п'яти валют: долар США — 40 %, німецька марка — 21, японська єна — 17, французький франк і англійський фунт стерлінгів — по 11 %.



— *істотно розширено класифікацію послуг*. У поєднанні з новим визначенням поточного рахунку зроблені зміни полегшують отримання економічних категорій валового внутрішнього продукту (ВВП), валового національного доходу (ВНД), національного доходу (НД) і внутрішніх заощаджень, що використовуються у СНР ООН;

— *змінено порядок обліку відсотків на іноземні інвестиції*. Якщо у 4 виданні відсотки показувалися касовим методом, то у 5 виданні *BOP Manual* цей показник враховує накладні видатки;

— *утворено окремий рахунок капіталу*. Раніше відмінності між поточними і капітальними трансфертами не проводилися. У новому трактуванні рахунок капіталу і фінансових операцій ( $B + C$ ) включає як операції з капіталом ( $B$ ), так і фінансові операції ( $C$ ). Рахунок фінансових операцій побудовано за функціональною (прямі та портфельні інвестиції, інші активи), інструментальною, структурною (уряд, центральні банки) і часовою ознаками (коротко- та довгострокові зобов'язання і активи). Фактично у 5 виданні рахунок фінансових операцій дорівнює рахунку капіталу в попередньому 4 виданні *BOP Manual*<sup>1</sup>;

— *деталізовано показ цінних паперів*. Окремою статтею у стандартній формі платіжного балансу класифіковано інструменти грошового ринку та деривативи, що так чи інакше відбиває їх зростаюче значення у світовій економіці;

— *подається інвестиційна позиція*. У 5 виданні *BOP Manual* розроблено схему класифікації доходу, фінансових активів і зобов'язань, що пов'язує потоки капіталу з інвестиційною позицією національної економіки.

На відміну від попередніх видань, у 5 виданні *BOP Manual* не передбачено показ у платіжному балансі переоцінки монетарного золота і деяких інших операцій (продаж монетарного золота, розміщення SDR тощо).

## Принципи складання платіжного балансу

Складання платіжного балансу ґрунтується на 3 принципах:

1. *Подвійний запис*. Кожна операція записується по кредиту (зі знаком "+") і дебету (із знаком "-") двох кореспондуючих статей платіжного балансу. Кредит статті засвідчує потенційне джерело надходження іноземної валюти, а дебет — її використання. З іншого боку, кредит означає зменшення активів і збільшення зобов'язань, а дебет — навпаки, збільшення

<sup>1</sup> У наступних розділах для стислості під рахунком капіталу буде розумітися рахунок капіталу і фінансових операцій.

активів і зменшення зовнішніх зобов'язань країни. Відповідно експорт товарів і послуг показується зі знаком "+", а імпорт — зі знаком "-". Кореспондуючі записи в рахунку капіталу і фінансових операцій робляться по дебету (надходження від експорту) або кредиту (оплата імпорту). Надалі характер операції легко визначити за схемою фінансування імпорту чи надходжень від експорту. Наприклад, надходження коштів (дебет статті С3) відображає низку операцій, що записуються згідно з кредитом відповідних статей: ПІІ в економіку цієї країни (кредит С1), отримання позик МВФ (кредит Е2) чи приватних трансфертів (А4) тощо. Згідно з правилами подвійного запису, сума статей дебету повинна дорівнювати сумі статей кредиту платіжного балансу. Наприклад, стаття поточного рахунку "товари" може балансуватися з низкою статей обох рахунків платіжного балансу (в стандартній формі подання): а) "валюта і депозити" (готівкові або безготівкові розрахунки); б) "короткострокові кредити" (передплата або розрахунки за акредитивами); в) "довгострокові кредити" (отримання товарів у рахунок державного боргу); г) "товари" (бартерні операції); ґ) "прямі інвестиції" (експорт-імпорт інвестиційних товарів, що належать резидентам (прямі інвестиції за кордоном) або нерезидентам); д) "поточні трансферти" (гуманітарна допомога).

2. *Визначення вартості операцій за ринковими цінами.* Зазвичай це стосується бартерних операцій, що передбачають прямий товарообмін — без грошових розрахунків, операцій між структурними підрозділами ТНК у різних країнах, приватних і офіційних трансфертів.

3. *Використання розрахункового обмінного курсу.* МВФ рекомендує складати платіжний баланс у національній грошовій одиниці, а згодом перерахувати отримані показники в розрахункову одиницю — долар США — за вільноринковим обмінним курсом. Якщо практикуються декілька обмінних курсів, для перерахунку використовується синтетичний розрахунковий обмінний курс.

### **Інформаційні джерела платіжного балансу**

У більшості промислових країн платіжний баланс складає Міністерство торгівлі (США, Франція, Японія). В Україні згідно із спільною постановою Кабінету Міністрів і НБУ від 17 вересня 1993 р. № 737 "Про деякі питання складання платіжного балансу", відповідальним за складання платіжного балансу є НБУ, який розробляє методичну базу складання платіжного балансу і акумулює наявну статистичну інформацію щодо зовнішньоекономічної діяльності. Важливу інформацію забезпечують Міністерство статистики (дані системи національних рахунків, індекси інфляції, структура собівартості в експортних галузях, дані про неформальну

торгівлю, дані про імпорт товарів у географічному розрізі, зведені статистичні дані щодо зовнішньої торгівлі, дані з імпорту послуг, статистична звітність з обліку прямих і портфельних інвестицій), Міністерство економіки (прогнозні розрахунки динаміки основних макроекономічних показників, довідкові ціни на основні товари і послуги, дані про умови торгівлі та торговельний режим), Держмитком (дані про експорт-імпорт товарів, гуманітарну допомогу, неформальну торгівлю). З початку 1994 р. платіжний баланс України публікується у збірниках *International Financial Statistics* та *Balance of Payments Statistics*, а з квітня 1996 р. видається щоквартальник “Платіжний баланс України”.

Базовими для формування таблиць платіжного балансу вважаються спеціалізовані статистичні видання: *International Trade Statistics*, *International Transaction Reporting System* та *Enterprise Surveys*. Статистичний збірник МВФ *International Trade Statistics* узагальнює митну статистику зовнішньої торгівлі окремих країн у розрізі країн — торговельних партнерів. Дані *International Transaction Reporting System* забезпечують статистику готівкових і безготівкових операцій з іноземною валютою, що здійснюються комерційними банками. Огляди підприємств *Enterprise Surveys* є джерелом інформації про інвестиційну діяльність. Окрім того, для складання платіжного балансу використовуються матеріали спеціалізованих статистичних досліджень домашніх господарств (оцінка туризму, міграції робочої сили), урядові звіти (діяльність державного сектора), публікації інших міжнародних організацій.

### Система складання платіжного балансу в Україні

Для складання платіжного балансу в Україні вибрано голландську (або так звану замкнуту) систему збору інформації на основі банківських даних, де для отримання торговельного балансу використовуються чотири основних і три додаткових джерела. З вересня 1996 р. статистика зовнішньої торгівлі України ґрунтується на даних Держмиткому, який зводить дані зовнішньої торгівлі за показниками вантажних митних декларацій і державної статистичної звітності по товарах, що не підлягають митному декларуванню. Для отримання балансу послуг аналізуються дані банківської звітності Міністерства статистики, галузевих міністерств і відомств, довідки з посольств та експертні оцінки. Дані про поточні трансферти ґрунтуються на інформації Національного агентства України з реконструкції та розвитку і ОЕСР. За допомогою автоматизованого програмного комплексу НБУ аналізуються середні ціни на окремі групи товарів, їх сезонні коливання та умови торгівлі. Розпочато складання двосторонніх географічних платіжних балансів з основними країнами — торговельними партнерами, що важливо для узгодження показників платіжного балансу.

## 2.3. Тенденції у платіжному балансі України

Упродовж 1992—1998 рр. засадничою характеристикою платіжного балансу нашої країни було тривале від'ємне сальдо поточного рахунку, проте у 1999 р. сальдо поточного рахунку стало додатним і таким залишається і нині (рис. 2.1). Поліпшення сальдо поточного рахунку зменшило потребу зовнішнього фінансування і дозволило збільшити валютні резерви НБУ. Попри вищі кошти обслуговування зовнішнього боргу, в 2000 р. Україна вперше обійшлася без виняткового фінансування, що засвідчило підвищену якість економічної політики.



Рис. 2.1. Україна: структура сальдо поточного рахунку (% від ВВП), 1994—2005 рр.

Джерело: IMF *International Financial Statistics*

### Макроекономічні аспекти

Від'ємне сальдо поточного рахунку в 1992—1993 рр. було головною причиною знецінення грошової одиниці, прискорення інфляції і спаду виробництва. Українська економіка виявилася невідповідною до переходу до світових цін на енергоносії, а уряд вагався із запровадженням рішучих заходів щодо вирівнювання платіжного балансу та подолання існуючих структурних деформацій. Попри неодноразово декларовану потребу поліпшення поточного рахунку, протягом 1995—1998 рр. серйозних змін на краще не відбувалося. У 1994—1996 рр. від'ємне сальдо поточного рахунку на рівні 3 % від ВВП (рис. 2.1) фінансувалося головним чином за допомогою урядових запозичень. У 1997 р. збільшилася частка портфельних інвестицій, проте приплив капіталу використовувався переважно для придбання облігацій внутрішньої державної позики (ОВДП), що

позначилося низкою майбутніх проблем. У 1998 р. приплив капіталу змінився його відпливом, що співпало зі збільшенням коштів обслуговування зовнішнього боргу.

З 1999 р. стрімке поліпшення сальдо поточного рахунку до 5,3 % від ВВП забезпечило передумови для досягнення грошової і цінової стабільності, а в підсумку — поновлення економічного зростання. У 2002—2003 рр. додатне сальдо поточного рахунку перевищило відповідно 7,5 і 5,8 % від ВВП. Ще вищим виявився показник 2004 р. — 10,7 % від ВВП, однак це створило більше проблем, ніж переваг. За відсутності належної стерилізації монетарних ефектів платіжного балансу (розділ 8) і використання надміру експансійної фіскальної політики виник так званий “перегрів” економіки, який, зі свого боку, зумовив прискорення інфляції і зниження темпу економічного зростання в 2005 р. [96, с. 33—37]. Хоча зниження додатного сальдо поточного рахунку до значень 2000—2001 рр. загалом не тривожить, не бракує застережень щодо погіршення перспектив вітчизняного економічного зростання. З іншого боку, тривале від’ємне сальдо поточного рахунку країн Східної Європи (див. рис. 2.1) схиляє до припущень про корисність подібної динаміки сальдо експорту-імпорту товарів і послуг для української економіки [45, с. 28].

### Аналіз структури

Головною причиною від’ємного сальдо поточного рахунку була незбалансованість зовнішньої торгівлі (див. рис. 2.1). Упродовж 1994—1998 рр. перевищення імпорту над експортом перебувало у межах від 7,0 до 9,6 % від ВВП. Частково несприятливий торговельний баланс нівелювало додатне сальдо послуг і поточних трансфертів. Приміром, у 1996 р. додатне сальдо послуг становило 7,1 % від ВВП, а в 1999 р. — 5,0 % від ВВП. За останні п’ять років сальдо за статтею “послуги” стабілізувалося на відчутно нижчому рівні — від 1,1 (2001 р.) до 2,2 % від ВВП (2005 р.). Сальдо доходу в усі роки було від’ємним, що пояснюється становищем країни-боржника. Пікові значення спостерігалися в 1998—2000 рр.; починаючи з 2001 р. від’ємне сальдо за статтею “доходи” поступово зменшилося до 1,0 % від ВВП у 2004 р. (в 2005 р. цей показник незначно зріс до 1,2 % від ВВП). Упродовж 1994—1998 рр. поточні трансферти — приватні та офіційні — становили в середньому 1,5 % від ВВП, однак надалі виразно зросли. Якщо в другій половині 1990-х років у структурі трансфертів переважала офіційна допомога, то останнім часом домінують надходження від працюючих за кордоном. На найближчі роки підтримання сальдо поточних трансфертів на рівні 3—4 % від ВВП, як це помітно в 2000—2005 рр., нейтралізуватиме наслідки погіршення торговельного балансу і дозволить втримати

додатне сальдо поточного рахунку (за умови, що додатне сальдо послуг перевищуватиме чистий відплив капіталу за статтею “доходи”).

Якщо в 1999 р. поліпшення сальдо торговельного балансу відбулося в результаті стрімкого зменшення імпорту (на тлі менш відчутного зменшення експорту), то в наступні роки цього досягнуто завдяки прискореному збільшенню експорту. Попри збільшення експорту майже втричі — з 13,2 млрд дол. в 1999 р. до 35 млрд дол. в 2005 р., його подальше зростання обмежують відстала сировинна структура, недостатній розвиток конкурентоспроможних експортних секторів та брак гнучкості у географічній диверсифікації зовнішньої торгівлі. Збільшення імпорту (з 12,9 до 36,2 млрд дол. упродовж 1999—2005 рр.) може бути корисним з погляду отримання корисних для економічного зростання інвестиційних товарів (обладнання, машини, устаткування) та сировини для промисловості, тоді як імпорт споживчих товарів може “витіснити” власне виробництво.

Потенційно від’ємне сальдо торговельного балансу чи навіть поточного рахунку не становить особливої загрози, якщо фінансується припливом ПІІ. Упродовж 2000—2004 рр. надходження ПІІ становили в середньому 2,2 % від ВВП. У 2005 р. цей показник зріс до 9,4 % від ВВП, але винятково завдяки приватизації “Криворіжсталі” та придбанню декількох вітчизняних банків. Поки що не спостерігається масового іноземного інвестування у промислові об’єкти, як це притаманно країнам Східної Європи. Перспектива збільшення ПІІ, а відповідно — надійного фінансування від’ємного сальдо торговельного балансу, все-таки залежить від низки макроекономічних чинників (інфляція, обмінний курс), але головними видаються адміністративні чинники (недосконалість законодавства: перегляд контрактів, податковий тиск, відсутність страхування ризиків) та поширення корупції, в тому числі в судовій гілці влади.

На перспективу Україна може стати вагомим реципієнтом портфельних інвестицій (у 2004—2005 рр. їх надходження становило в середньому 3,2 % від ВВП), однак потрібно враховувати важливі уроки: як власні, так і зарубіжні. По-перше, неприпустимо залучати портфельних інвесторів для фінансування дефіциту бюджету, передусім якщо це позначається погіршенням сальдо торговельного балансу (поточного рахунку). В 1997 р. надходження становили все ті ж 3,2 % від ВВП, але вже наступного року відплив портфельних інвестицій становив 3,3 % від ВВП, що зумовило девальвацію гривні та прискорення інфляції. По-друге, висока залежність портфельних інвестицій від світових фінансових ринків вимагає обережного ставлення до їх залучення навіть у приватний сектор. Підвищення світової додаткової ставки або інші несприятливі чинники на кшталт регіональних фінансових криз можуть спричинити значний (і раптовий) відплив капіталу навіть з надійних фінансових ринків. Подібне спостерігалось

у країнах Латинської Америки після мексиканської кризи (1994—1995 рр.) або у країнах Південно-Східної Азії після виникнення проблем у фінансовому секторі Таїланду (1997—1998 рр.).

Вагому загрозу може становити зростання зовнішньої заборгованості приватного сектора: промислових підприємств і банків. До пори до часу це може фінансувати від'ємне сальдо поточного рахунку чи навіть сприяти економічному зростанню, однак в економіці з недостатньою довірою або слабкими макроекономічними підвалинами (англ. *fundamentals*) рано чи пізно позначиться збільшенням зовнішнього боргу понад критичне значення та відповідними супутніми ефектами: девальвацією грошової одиниці, спадом виробництва, прискоренням інфляції. Відповідні хрестоматійні приклади можна знайти у країнах Латинської Америки або в сусідній Росії (дефолт 1998 р.).

Несприятлива структура зовнішнього боргу (короткостроковість, неінвестиційний характер) може істотно ускладнити його обслуговування — це викликає вагомі побоювання щодо збільшення заборгованості вітчизняних банків у 2005 р. одразу до 2,5 % від ВВП проти 0,4 % в середньому за 2000—2004 рр. Небезпечно, коли дешевші зовнішні запозичення використовуються для збільшення споживчого або (що гірше) іпотечного кредитування, яке може спричинити “бульбашку” на ринку нерухомості та низку наступних ускладнень (стрімке зниження цін, втрата платоспроможності отримувачів кредитів, погіршення фінансових показників банківської системи тощо). У такому разі короткочасне фінансування від'ємного сальдо поточного рахунку легко провокує кризу платіжного балансу на віддаленішу перспективу.

## 2.4. Труднощі складання платіжного балансу

Складання платіжного балансу створює труднощі з декількох причин:

1) *визначення статусу економічних агентів* (резиденти чи нерезиденти). Приміром, до 1978 р. у платіжному балансі США не враховувалися фінансові результати філій американських ТНК. Істотні проблеми створює оцінка вартості операцій на фінансовому ринку, їх класифікація та розподіл за резидентами і нерезидентами. Цьому перешкоджають велике розмаїття операцій на фінансових ринках, складність інвестиційної структури, труднощі ідентифікації коротко- і довгострокового капіталу (зобов'язання з терміном погашення понад один рік). Поширеними є неточності, коли обидві країни — перебування та постійного проживання — трактують тимчасових робітників як резидентів;

## МОДЕЛЮВАННЯ ПОМИЛОК І ПРОПУЩЕНЬ У ПОТОЧНОМУ РАХУНКУ

Умовну класифікацію помилок у реєстрації операцій поточного рахунку та відповідних пояснювальних змінних подано у табл. 2.7. Емпіричні оцінки показують, що вище зростання світової економіки збільшує обсяги зовнішньої торгівлі, а відповідно — статистичне розходження для операцій експорту-імпорту. Затримки в отриманні даних пояснюються передусім тривалістю транспортних операцій.

*Таблиця 2.7. Помилки у реєстрації операцій поточного рахунку*

Змінна	Характер помилки	Стаття платіжного балансу
Зростання світової економіки	Затримки в отриманні даних	Торгівля
Світова ціна на нафту	Асиметрична оцінка операцій	Торгівля
	Ухилення від сплати податків	Послуги
	Затримки платежів	Трансферти
Відсоткова ставка в США	Асиметрична оцінка операцій	Торгівля
	Ухилення від сплати податків	Дохід
Частка США у світовому імпорті	Відмінності в якості даних	Торгівля
Часовий тренд	Фінансова глобалізація	Дохід
	Транспортні технології	Послуги
Фіктивна змінна для країн Західної Європи	Зміни у методології	

Подорожчання сирої нафти зменшує статистичне розходження для поточного рахунку, що відбиває декілька суперечливих чинників. З підвищенням ціни на нафту країни-експортери надають більше іноземної допомоги у вигляді субсидованої нафти — це створює помилку асиметричної оцінки операцій, адже країна-експортер показує відповідну операцію за ринковою ціною, тоді як країна-реципієнт — за субсидованою ціною. З іншого боку, підвищена активність експортерів нафти зменшує обсяги операцій міжнародних організацій та відповідні кошти посередництва, що теж збільшує статистичне розходження. Дорожча нафта як наближена характеристика вартості морських перевезень збільшує статистичне розходження, адже власників торговельного флоту відрізняє підвищена схильність до ухилення від сплати податків. Наприклад, у Греції більшість власників торговельного флоту не є резидентами, як і в інших країнах (Гонконг, Східна Європа). Перефразовуючи відому телерепрізу, у Греції є все ... окрім власників найбільшого у світі флоту. Якщо в 1991 р. розходження у вартості морських перевезень становили 50,6 млрд дол., то у 1998 р. цей показник збільшився до 60,9 млрд дол. Водночас сумарне розходження за статтею “послуги” зменшилося з 44,1 до 12,0 млрд дол.



Підвищення відсоткової ставки у США зменшує статистичне розходження. Це означає, що сприятливий вплив обмінного курсу є потужнішим, ніж протилежний вплив на стимулювання відпливу капіталу і наступне приховування відповідного інвестиційного доходу. Зменшення статистичного розходження збільшенням частки США у світовому імпорті відбиває підвищення питомої ваги країни з високою достовірністю реєстрації операцій платіжного балансу. Додатний коефіцієнт для часового тренду може означати, що зменшенню статистичного розходження перешкоджає діяльність офшорних центрів (Гонконг, Сінгапур, Бахрейн, Панама, Багамські та Кайманові острови, Кіпр), адже у більшості випадків учасники офшорних операцій з капіталом користуються певною екстериторіальністю. З часом розвиток транспортних технологій, в тому числі зменшення питомої ваги морських перевезень, сприяє поліпшенню реєстрації операцій з послугами. На збільшення статистичного розходження негативно вплинули зміни у методології реєстрації зовнішньоторговельних операцій у країнах Західної Європи.

*Джерело: Marquez J., Workman L. Modeling the IMF's Statistical Discrepancy in the Global Current Account // IMF Staff Papers. — 2001. — Vol. 48. — No. 3. — P. 499—521.*

2) *повнота збору вихідних даних.* Досить часто при реєстрації торговельних операцій достовірно відомо лише про одну з проводок — по дебету або кредиту, що вимагає знаходження кореспондуючого запису шляхом оцінювання. Наприклад, митна звітність з високою достовірністю інформує про вартість експорту, але не подає джерел його фінансування. Важко проконтролювати переміщення матеріальних і грошових активів між філіями ТНК. Істотними є спотворення “човникової” торгівлі. Лише умовно можна розрахувати надходження від туризму (для цього використовуються анкетні опитування, спеціальні дослідження тощо). Важко врахувати операції з міжнародними фінансовими та іншими організаціями, які мають наднаціональний статус і не повідомляють про власну діяльність;

3) *вартісна оцінка операцій.* Вказані у рахунках зовнішньоекономічних операцій ціни можуть не відповідати ринковій вартості товару;

4) *часова реєстрація операцій.* Надходження імпорту визначається датою його розмитнення, а здійснення фінансових операцій — датою переходу прав власності.

Хоча сума рахунків платіжного балансу окремих країн має дорівнювати нулю, на практиці сумарне сальдо поточного рахунку країн — учасниць МВФ є від'ємним, а рахунку капіталу і фінансових операцій — додатним. Розходження у сальдо поточного рахунку зросло із  $-1\%$  в 1980 р. до  $-6,5\%$

в 2002 р., дещо зменшившись до  $-5,5\%$  у 2004 р. [254, р. 33]. Розходження для інвестиційної позиції були меншими до 1997 р., а з того часу повторюють статистику поточного рахунку. Хоча переважно помилки і пропущення пояснюються недооцінкою експорту порівняно з імпортом, потрібно враховувати, що статистика платіжного балансу МВФ не охоплює даних окремих країн, приміром Тайваню [125, р. 567].

Проблема надійності торговельної статистики гостро зачіпає країни Східної Європи та колишнього Радянського Союзу. Україна — не виняток. Попри досягнутий прогрес, залишаються актуальними численні труднощі отримання торговельної статистики: розбіжності у даних Держкомстату, Держмиткому і Мінекономіки<sup>1</sup>, “човникова” торгівля фізичних осіб, значні обсяги тіньової економіки, труднощі визначення обсягів товарного імпорту, а також транзиту газу і нафтопродуктів, небажання приватних структур надавати інформацію органам державної статистики [59, с. 82—83]. Проблематичним є збір інформації про надходження від працюючих за кордоном.

В Україні “човникова” торгівля набула поширення з початку 1990-х років, коли демонтаж радянського кордону супроводжувався стрімким збільшенням перетину кордону приватними особами. На початку 1990-х років економічне паломництво до Польщі пояснювалося лібералізацією цін та значним попитом на українські товари. Згодом виник економічний “туризм” у країни Балтії. На зламі 1994—1995 рр. поширенню зворотного руху товарів — переважно з Польщі в Україну — сприяли інфляція та подорожчання української грошової одиниці у реальному вимірі. У середині 1990-х років щоденно державний кордон України перетинало до 40 тис. громадян, це доволі повно характеризує амплітуду та потенційні обсяги “човникової” торгівлі, які не реєструються митною статистикою.

У минулому українська статистика переважно занижувала обсяги торговельних потоків із західними країнами, обсяги українського імпорту занижувалися значно більше, ніж обсяги експорту, розбіжності у статистичних даних були невеликими для торгівлі з Німеччиною, Фінляндією і Францією, тоді як значні відмінності спостерігалися у торгівлі з Австрією, Нідерландами та Італією<sup>2</sup>. Комплексне поліпшення статистики платіжного балансу в Україні передбачає низку заходів, які й нині залишаються актуальними: координація роботи основних постачальників інформації, вдосконалення методики зіставлення інформації з відмінних джерел,

<sup>1</sup> Постановою КМУ і НБУ від 3 жовтня 1997 р. № 1092 “Про складання звітного зовнішньоторговельного балансу України” узагальнення даних з питань зовнішньоекономічної діяльності покладено на Держкомстат України.

<sup>2</sup> Згідно з матеріалами Державного комітету України.

розширення статистичної звітності щодо прямих і портфельних інвестицій, поглиблене вивчення зарубіжного досвіду складання платіжного балансу, удосконалення методик розробки географічних платіжних балансів та прогнозування показників платіжного балансу [92, с. 16].

## 2.5. Аналітичні властивості платіжного балансу

Функціонування світової економіки передбачає обмін товарами і послугами, рух капіталу і отримання факторного доходу з-за кордону (інвестиційний дохід, приватні та офіційні трансферти, надходження від працюючих). Головне значення відіграє торгівля товарами і послугами, якій сприяє фінансування за рахунок надходжень іноземного капіталу. З іншого боку, збільшення обсягів експорту-імпорту заохочує фінансові потоки у світовій економіці. Отримання факторного доходу стимулює торгівлю товарами і послугами, тоді як зовнішня торгівля заохочує інвестиції за кордоном як джерело факторного доходу. Докладнішу характеристику окремих залежностей подано нижче.

### 2.5.1. Загальна характеристика окремих компонентів платіжного балансу

Платіжний баланс характеризує вартісні показники торгівлі товарами і послугами, потоки капіталу та міграцію робочої сили. Окремий інтерес становлять особливості так званих виникаючих ринків (англ. *emerging markets*) у країнах, що розвиваються, або з трансформаційною економікою, питання рівноваги фінансових ринків і схема економічних потоків у відкритій економіці.

#### Зовнішня торгівля

Для більшості країн зовнішня торгівля є найпомітнішою ланкою інтеграції у світове господарство, що залежить від динаміки світових цін, нецінової кон'юнктури на ринках країн — торговельних партнерів і товарної структури експорту-імпорту. Згідно з даними МВФ, у 2005 р. обсяги світової торгівлі досягли 20,7 дол. проти 12,9 млрд дол. у 2000 р. У 1994—2005 рр. світова торгівля товарами зростала із середньорічним темпом 9,0 проти 7,8 % у 1984—1993 рр.

#### Потоки капіталу

Залежність від руху капіталу і робочої сили як чинників виробництва ілюструє іншу підгрупу важливих інтеграційних зв'язків. Мобільність

капіталу в різноманітних проявах (прямі та портфельні інвестиції, зовнішні запозичення приватного й державного сектора) істотно зростає впродовж другої половини ХХ ст. Процес міжнародного руху капіталу загалом оцінюється надзвичайно позитивно, однак не бракує труднощів. На початку 1980-х років розвиток світового ринку капіталів перервала криза заборгованості країн, що розвиваються (Аргентина, Бразилія, Мексика, Чилі, Нігерія тощо). Наприкінці 1980-х — на початку 1990-х років динаміку зростання світового ринку капіталів було поновлено в усіх сегментах. Перехідні процеси у країнах колишнього соціалістичного “табору” відкрили для потоків капіталу нові можливості, які розглядалися ще одним кроком у поглибленні інтеграційних тенденцій глобального характеру.

### Виникаючі ринки

З початку 1990-х років глобалізація потоків капіталу позначилася відчутним збільшенням прямих і портфельних інвестицій на виникаючих ринках — більше ніж в п'ятеро впродовж 1990—1993 рр., передусім за рахунок країн Південно-Східної Азії. Поновилося залучення капіталу в економіки Східної Європи. Переконаливо виглядали іноземні інвестиції у країни Латинської Америки, проте у 1994—1995 рр. “медовий місяць” глобалізованого світового фінансового ринку завершила фінансова криза в одній з країн регіону — Мексиці. Вперше нестабільність одного з виникаючих ринків мала вагомий вплив на економічне становище інших країн — Аргентини і Бразилії. Виникла потреба оперативного втручання міжнародних фінансових організацій (МВФ, Світовий банк, Міжамериканський банк економічного розвитку) та урядів промислових країн (США, Японія, ЄС). Непорушний оптимізм іноземних інвесторів матеріалізувався у значному збільшенні інвестицій у Південно-Східну Азію. Проте у 1997 р. саме азійські країни стали черговою ілюстрацією потенційної вразливості національних економік до глобальних процесів у сфері руху капіталу.

Несподіване для багатьох економістів банкрутство декількох регіональних фінансових “тигрів” (Південна Корея, Таїланд, Індонезія) загрожувало дестабілізацією всієї міжнародної валютної системи<sup>1</sup>. Подібно до мексиканської кризи (1994—1995 рр.) наслідки відпливу приватного капіталу пом'якшували за допомогою значної фінансової допомоги. Цього разу

<sup>1</sup> Окрім деякої макроекономічної незбалансованості (незначний дефіцит бюджету, занадто високе приватне споживання), причинами азійської кризи (1997—1998 рр.) стали: недостатній контроль над банківською та фінансовою системами, підтримка фіксованого обмінного курсу, використання зовнішніх запозичень для фінансування інвестиційних проектів сумнівної якості, хибна оцінка фінансових ризиків і незадовільне управління ними, непрозора фінансова звітність приватного сектора та невідпрацьованість урядових нормативних і законодавчих актів [84, с. 53].

МВФ надав близько 35 млрд дол., а ще 77 млрд дол. надійшло з інших джерел. Через рік відбулася так само “несподівана” девальвація російського рубля, що теж мала непропорційно потужні наслідки для фінансових ринків промислових країн. Нарешті, девальвація бразильського реала (січень 1999 р.) ще раз засвідчила, що лібералізація руху капіталу має поєднуватися зі зваженою економічною політикою.

### **Міграція робочої сили**

Не менш важливим чинником економічного зростання стає міграція робочої сили, яка в минулому (поряд з лібералізацією зовнішньої торгівлі) зумовила прискорення економічного розвитку країн світової периферії в 1850—1914 рр. [344, р. 51—72]. Наприкінці XIX ст. міграція робочої сили пояснювала майже 70 % вирівнювання рівнів заробітної плати країн так званої Атлантичної економіки (промислово розвинені країни тодішнього світу). Хоча сучасна глобалізація ринку робочої сили може спричинювати зниження заробітної плати некваліфікованих робітників та поглиблення майнового розшарування, виглядають незаперечними її довгострокові переваги. Передусім промислові країни об’єктивно потребують додаткових ресурсів робочої сили з погляду старіння населення та інших демографічних проблем. Для багатьох країн, що розвиваються, надходження від працюючих за кордоном становлять важливе джерело іноземної валюти, а відповідно — підтримання рівноваги платіжного балансу.

### **Рівновага фінансових ринків**

Рівновага фінансових ринків передбачає рух капіталу внаслідок різниці відсоткових ставок або міркувань диверсифікації портфеля активів. Для цього навіть не потрібно інвестувати за кордоном, якщо фізичні та юридичні особи купують фінансові активи в іноземній валюті на території цієї країни — це явище відоме як доларизація економіки. Для глобалізованої економіки кінця XX — початку XXI ст. рівновага фінансових ринків стала найбільш потужним і оперативним механізмом зв’язку між національними економіками [175, р. 42]. Якщо зміна цінних співвідношень у зовнішній торгівлі супроводжується доволі тривалими інерційними змінами у структурі виробництва і споживання, то різниця відсоткових ставок або очікування девальвації грошової одиниці переважно мають раптові наслідки, які важко подолати без істотної загрози зменшення валютних резервів та виникнення цінової і грошової нестабільності. Відпливу капіталу може перешкодити валютний контроль, однак його ефективність зазвичай є набагато нижчою, ніж очікується.

## Економічні потоки у відкритій економіці

Схематично відкриту економіку характеризує рис. 2.2, де нижня частина діаграми показує створення доходу, а верхня — його розподіл. Домашні господарства (англ. *households*) отримують дохід у вигляді заробітної плати (за мінусом податкових платежів) та урядових трансфертів (соціальної допомоги, різноманітні виплати). Отриманий дохід витрачається на: 1) придбання товарів і послуг та 2) заощадження. Фінансовий ринок акумулює заощадження як домашніх господарств, так і промислових підприємств. Заощадження приватного сектора використовуються для фінансування інвестицій і дефіциту бюджету. На ринку товарів і послуг дохід виробничих підприємств урівноважується витратами домашніх господарств, урядовими видатками, приватними інвестиціями та чистим експортом-імпортом. Придбання товарів імпорту зменшує дохід, тоді як надходження від експорту збільшують його. Хоча зовнішня торгівля залишається найважливішим механізмом зв'язків із зовнішнім світом, все більшої ваги привертає рух капіталу, що дозволяє залучення іноземних заощаджень для збільшення власних інвестицій. Так само домашні господарства можуть тримати заощаджені кошти за кордоном і отримувати інвестиційний дохід за межами власної країни.

### 2.5.2. Засадничі функціональні залежності

Платіжний баланс дозволяє порівняти загальну суму доходів із загальною сумою платежів, проведених резидентами національної економіки за кордон.

#### Широке і вузьке розуміння рівноваги платіжного балансу

Широке розуміння рівноваги платіжного балансу (або зовнішньої рівноваги) передбачає, що сальдо поточного рахунку врівноважується потоками капіталу

$$CA + K = 0, \quad (2.1)$$

де  $CA$  — сальдо поточного рахунку;  $K$  — сальдо рахунку капіталу і фінансових операцій.

З урахуванням резервних активів  $F$  рівняння (2.1) можна переписати (2.2):

$$CA + K = EF, \quad (2.2)$$

де  $E$  — номінальний обмінний курс, визначений вартістю іноземної валюти у національній грошовій одиниці (наприклад, 5 грн за дол.).

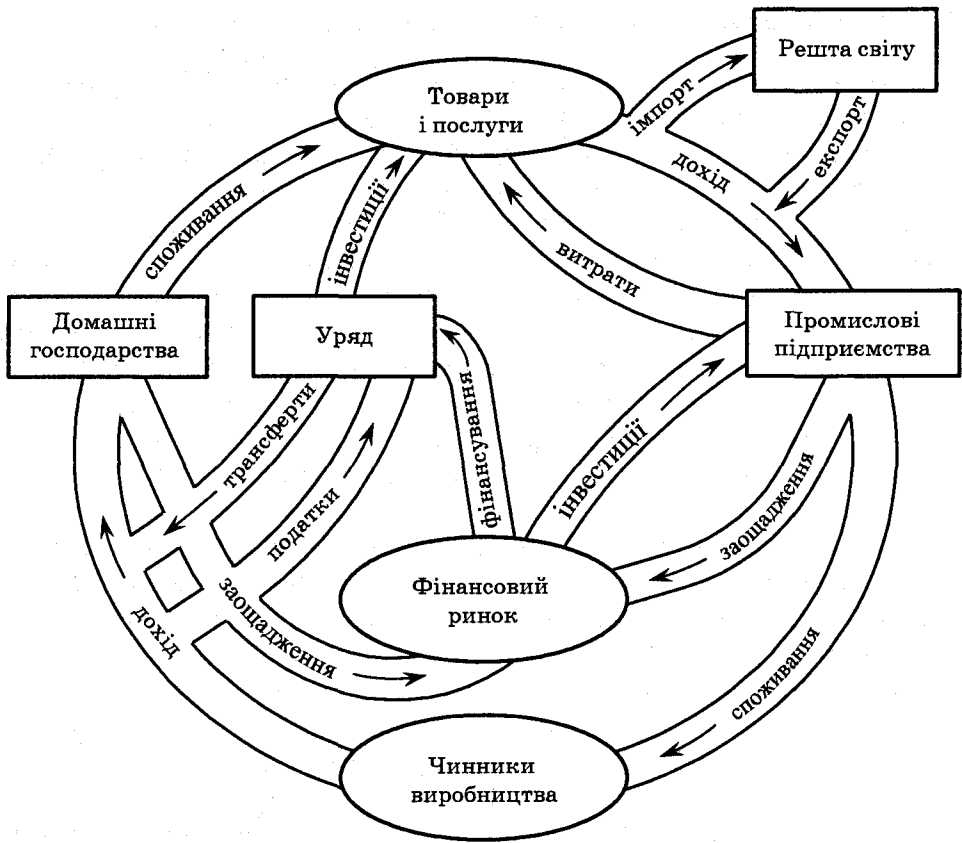


Рис. 2.2. Економічні потоки у відкритій економіці

Джерело: Ouanes A., Thakur S. *Macroeconomic Accounting and Analysis in Transition Economies*. — Washington: IMF, 1997. — P. 15

З рівняння (2.1) помітно, що додатне сальдо поточного рахунку відбиває акумуляцію фінансових активів або офіційних резервів центрального банку. Навпаки, від'ємне сальдо поточного рахунку означає втрату фінансових активів або зменшення валютних резервів.

У вузькому розумінні, рівновага платіжного балансу стосується винятково сальдо поточного рахунку ( $CA = 0$ ). Перевагою такого трактування є незалежність рівноважного стану від потоків капіталу, які можуть створювати хибне враження рівноваги платіжного балансу в економіках, що надто вразливі до суб'єктивних раптових змін у настроях місцевих та іноземних інвесторів. Зазвичай контрастний реверс у потоках капіталу, коли вчорашній масовий приплив капіталу змінюється його несподіваним відпливом (у більшості випадків це відбувається внаслідок об'єктивного

погіршення показників фіскальної і монетарної політики, однак не бракує фактів, коли “жертвою” панічних настроїв інвесторів стають цілком надійні країни), дестабілізує динаміку доходу, відсоткової ставки і обмінного курсу.

### Баланс заощаджень-інвестицій

Сальдо поточного рахунку залежить від декількох складових

$$CA = X - M + Services + Income + Transferts, \quad (2.3)$$

де  $X$  і  $M$  — відповідно експорт та імпорт товарів;  $Services$  — чисте сальдо торгівлі послугами;  $Income$  — чисте сальдо доходу;  $Transferts$  — чисте сальдо приватних та офіційних трансфертів.

Поточний рахунок є елементом рівноваги на ринку товарів і послуг

$$Y = C + I + G + CA, \quad (2.4)$$

де  $Y$  — дохід;  $C$  та  $I$  — відповідно приватне споживання та інвестиції;  $G$  — видатки бюджету (або урядові видатки).

Після нескладних перетворень з рівняння (2.4) отримуємо

$$Y - C - I - G = CA \quad (2.5)$$

або

$$S - I = CA, \quad (2.5, a)$$

де  $S$  — сукупні заощадження в національній економіці.

Рівняння (2.5, a) називається *балансом заощаджень-інвестицій*. Додатне сальдо поточного рахунку засвідчує перевищення внутрішніх заощаджень над інвестиціями і може вважатися експортом заощаджень (або кредитуванням країн — торговельних партнерів). Відповідно від’ємне сальдо поточного рахунку означає імпорт зовнішніх заощаджень (або запозичення коштів за кордоном). Такий розширений підхід до визначення сальдо поточного рахунку, що враховує його дзеркальне відображення — сальдо рахунку капіталу і фінансових операцій, дозволяє перейти від статичної до динамічної характеристики поточного рахунку<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> Статична (або однопериодна) характеристика сальдо поточного рахунку враховує відповідні макроекономічні залежності для певного періоду часу, незалежно від міркувань майбутніх періодів (зрозуміло, що розгляд фінансових активів, які характеризуються майбутньою дохідністю, робить таке припущення нереалістичним). Динаміка поточного рахунку визначається, серед іншого, віддачею на фінансові активи, яка зумовлює оптимальну структуру поточного і майбутнього виробництва та споживання.



## Проблема вирівнювання платіжного балансу

З рівняння (2.5) випливають декілька важливих висновків, корисних для початкового ознайомлення з проблемою вирівнювання платіжного балансу:

— *від'ємне сальдо поточного рахунку відбиває надлишок приватного і державного споживання стосовно доходу*. Відповідно поліпшення поточного рахунку передбачає зменшення видатків або збільшення доходу;

— *засадничою передумовою поліпшення поточного рахунку є збільшення сукупних внутрішніх заощаджень*. Якщо економічна політика не сприяє збільшенню приватних заощаджень або зменшенню дефіциту бюджету, поліпшення сальдо поточного рахунку годі очікувати. Вирівнювання поточного рахунку не обмежується торговельними проблемами, що застерігає від перебільшеної уваги до експортних субсидій чи засобів торговельного протекціонізму як інструментів вирівнювання платіжного балансу;

— *простежується прямий зв'язок між сальдо бюджету і поточного рахунку*. Збільшення урядових видатків повинно погіршити поточний рахунок, якщо цей крок не супроводжується заходами щодо обмеження приватного споживання або інвестицій.

## Система національних рахунків ООН

Декілька залежностей відбивають методологію СНР ООН. Деяко інакше сальдо поточного рахунку становить

$$CA = GNDI - A, \quad (2.6)$$

де *GNDI* — використаний валовий національний дохід (англ. *gross national disposable income*); *A* — абсорбція товарів і послуг (її складають внутрішні видатки на споживання та інвестиції).

Зі свого боку, використаний валовий національний дохід становить

$$GNDI = GNI + Transferts, \quad (2.7)$$

де *GNI* — валовий національний дохід (англ. *gross national income*).

Показник *GNDI* характеризує обсяги доходу, який може використовуватися для споживання або заощаджень.

Валовий національний дохід враховує надходження з-за кордону

$$GNI = GDP + NFI, \quad (2.8)$$

де  $GDP$  — валовий внутрішній продукт (англ. *gross domestic product*), а  $NFI$  — чистий факторний дохід з-за кордону (англ. *net factor income*).

На відміну від показника  $GDP$ , що характеризує як виробництво, так і споживання, показник  $GNI$  стосується лише доходу. Як показано вище, чистий факторний дохід враховує дивіденди від прямих і портфельних інвестицій, відсотки за наданими позиками, отримані рентні платежі та роялті, надходження від заробітної плати працюючих за кордоном тощо. Чистий факторний дохід  $NFI$  є додатним для країн на зразок Пакистану чи Філіппін, де надходження від працюючих за кордоном становлять багатомільярдні суми. Навпаки, цей показник є від'ємним для країн зі значною зовнішньою заборгованістю.

Валовий внутрішній продукт характеризує сукупний обсяг товарів і послуг, вироблених на території певної країни, тобто

$$GDP = C + I + G + (X - M). \quad (2.9)$$

Варто зазначити, що вирази на зразок (2.2), (2.5) чи (2.9) не забезпечують достатньою інформацією стосовно інструментальних чинників впливу на сальдо поточного рахунку, оскільки не пояснюють мотивацію економічних агентів.

### Бюджетне обмеження відкритої економіки

Залежності платіжного балансу визначають бюджетне обмеження для відкритої економіки [125, р. 555—559]. Для закритої економіки вироблений дохід (ВВП) дорівнює витратам на товари і послуги:  $P_t Y_t = P_t (C_t + I_t + G_t)$ . Обсяги приватного споживання, інвестицій і урядових видатків повністю визначаються виробленим доходом.

З урахуванням чинників платіжного балансу залежність між отриманим доходом та видатками у приватному і державному секторах стає такою:

$$P_t Y_t + r_{t-1} B_{t-1} = P_t (C_t + I_t + G_t) + (B_t - B_{t-1}) + (F_t - F_{t-1}), \quad (2.10)$$

де  $Y_t$  — ВВП;  $r_t$  — реальна відсоткова ставка (з урахуванням інфляції);  $B_t$  — чисті іноземні активи;  $F_t$  — чисті валютні резерви.

У відкритій економіці дохід резидентів визначається обсягами вироблених товарів і послуг  $P_t Y_t$  та надходженнями від портфеля іноземних цінних паперів  $r_{t-1} B_{t-1}$  (децю спрощено приймається те, що процентні ставки у певній країні та за кордоном збігаються). Різниця  $B_t - B_{t-1}$  становить сальдо рахунку капіталу і фінансових операцій. Якщо  $(B_t - B_{t-1}) > 0$ ,

спостерігається відплив капіталу. Це означає, що іноземні торговельні партнери отримують кошти для придбання товарів і послуг, вироблених у цій країні.

З рівняння (2.11) можна визначити сальдо поточного рахунку за таким виразом:

$$\begin{aligned} CA_t &= P_t Y_t + r_{t-1} B_{t-1} - P_t (C_t + I_t + G_t) = \\ &= (B_t - B_{t-1}) + (F_t - F_{t-1}). \end{aligned} \quad (2.11)$$

Функціональні залежності для поточного рахунку передбачають доволі прозору аналітичну інтерпретацію. У країні з додатним сальдо поточного рахунку отримані кошти використовуються для придбання іноземних цінних паперів або збільшення валютних резервів.

### 2.5.3. Особливості аналізу окремих компонентів платіжного балансу

Окрім агрегованих показників сальдо рахунків платіжного балансу — поточного та капіталу і фінансових операцій, зазвичай аналізують окремі компоненти платіжного балансу: торговельний баланс, інвестиційний дохід, приватні та урядові трансферти, валютні резерви.

#### Торговельний баланс

Аналіз торговельного балансу передбачає вивчення структури товарних потоків, цінних співвідношень та динаміки кількісних обсягів експорту-імпорту [175, р. 38—41]. Географічна структура українського експорту (табл. 2.8) показує, що загальне зменшення обсягів експорту (до 1999 р.) супроводжувалося переорієнтацією на користь промислових країн, передусім США, Німеччини та Італії. Частка промислових країн в українському експорті зросла до 23,3 % у 2000 р. проти 16,5 % — у 1996 р., але в 2005 р. знизилася до 13,7 %, що навряд чи можна вважати сприятливою тенденцією.

На експорт у країни Африки, Латинської Америки і Близького Сходу в 2005 р. припадало 17,8 % проти 12,4 % у 2000 р. Перелом у збільшенні вітчизняного експорту в азіатські країни (Китай, Південна Корея, Тайвань, Малайзія) відбувся у 2001 р., коли частка країн регіону зросла до 24,4 % — проти 11,5 % в 2000 р. У 2002 р. цей показник збільшився до 28,2 %, а в наступні роки стабілізувався на рівні 24 %. Частка експорту в країни Східної Європи була максимальною у 2000 р. — 22 %, однак надалі поступово знизилася до 11,7 % в 2005 р. Експорт у країни СНД (без Росії)

становив 27 % у 1997 р., але надалі знизився до заледве 6,1 % у 2001 р. В останні чотири роки спостерігається поступове збільшення експорту, але рекордний показник 1997 р. залишається недосяжним.

Таблиця 2.8. Географічна структура українського експорту (млрд дол.), 1996—2005 рр.

Торговельні партнери	Роки									
	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Усього	14,14	13,29	12,63	11,90	14,56	16,26	17,96	23,08	32,67	34,29
Промислові країни, у т. ч.	2,37	2,76	2,87	2,97	3,40	2,58	2,75	3,88	5,57	4,70
США	0,52	0,43	0,50	0,55	0,73	0,57	0,52	0,72	1,51	0,96
Німеччина	0,44	0,59	0,64	0,56	0,74	0,71	0,76	1,42	1,89	1,29
Франція	0,14	0,12	0,14	0,18	0,11	0,10	0,11	0,16	0,20	0,20
Велика Британія	0,03	0,06	0,11	0,07	0,14	0,37	0,54	0,31	0,35	0,36
Італія	0,49	0,55	0,55	0,72	0,64	0,83	0,83	1,27	1,62	1,89
Інші країни, у т. ч.	11,77	10,53	9,76	8,93	11,16	13,47	15,09	35,27	26,72	29,28
Африка	0,17	0,13	0,37	0,51	0,51	0,88	1,06	1,25	1,76	2,41
Азія	1,30	1,02	1,52	1,09	1,67	3,97	5,07	5,40	8,04	8,40
Близький Схід	0,92	1,38	0,81	0,90	0,87	1,46	1,74	1,54	3,13	3,29
Латинська Америка	0,09	0,12	0,32	0,41	0,42	0,19	0,18	0,32	0,58	0,43
Східна Європа	2,22	2,38	2,55	2,44	3,20	2,30	2,67	3,68	4,66	4,02
Росія	5,68	3,62	2,90	2,99	3,52	3,68	3,19	4,31	5,89	7,50
Країни СНД (без Росії)	1,38	1,88	1,29	1,29	0,98	1,00	1,19	18,77	2,67	3,24

Джерело: IMF Direction of Trade Statistics, [www.ukrstat.gov.ua](http://www.ukrstat.gov.ua)

Упродовж 1998—1999 рр. експорт у Росію поступово зменшився до 2,9 млрд дол., однак у 2000 р. збільшився до рівня 1997 р. Одним із потужних чинників стали односторонні протекціоністські заходи російського уряду [13, с. 10]. З вересня 1996 р. Росія запровадила стягнення податку на додану вартість (ПДВ) з українського імпорту, а 15 травня 1997 р. було запроваджено 25 % імпортне мито на український цукор. У лютому 1998 р. Україна і Росія разом скасували ПДВ на імпорт, проте через чотири місяці Росія ввела імпортне мито на рівні 3 %. R. Ahrend [110, р. 96] зауважив, що український експорт у Росію обернено залежить від обсягів виробництва у цій країні (товари українських та російських виробників є замінниками). Відповідно поживлення виробництва у Росії об'єктивно обмежує можливості українських експортерів. Упродовж 2001—2005 рр. на Росію припадало приблизно  $\frac{1}{5}$  українського експорту.

Підсумовуючи аналіз засадничих тенденцій, наприкінці 1990-х років зменшення обсягів українського експорту відбувалося головним чином за рахунок Росії і країн СНД. Навпаки, стабільно зростає експорт у промислові країни, а також країни Африки і Латинської Америки. В останні чотири роки структура українського експорту залишається достатньо стабільною, з підвищеною вагою азіатських країн, деяким зменшенням експорту в промислові країни і країни Східної Європи та його зростанням у країни СНД (без Росії).

Географічна структура українського імпорту є дещо іншою (табл. 2.9). Імпорт з промислових країн незначно скорочувався впродовж 1996—1999 рр. (за винятком 1997 р.), але у відносному вимірі його частка практично не змінилася. У 2000 р. поновилося збільшення імпорту з промислових країн, який досяг 18,95 млрд дол. або 19,0 % від загального обсягу в 2005 р.

Таблиця 2.9. Географічна структура українського імпорту (млрд дол.), 1996—2005 рр.

Торговельні партнери	Роки									
	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Усього	17,80	18,50	14,65	12,38	13,94	15,80	17,00	23,00	29,00	36,14
Промислові країни, у т.ч.	4,25	5,10	4,06	3,55	3,69	2,78	3,21	4,50	5,69	6,43
США	0,43	0,44	0,59	0,26	0,36	0,46	0,47	0,50	0,76	0,71
Німеччина	1,42	1,69	1,26	1,19	1,13	1,38	1,66	2,27	2,73	3,38
Франція	0,30	0,35	0,30	0,30	0,24	0,30	0,35	0,53	0,65	0,80
Велика Британія	0,24	0,30	0,21	0,21	0,20	0,23	0,26	0,57	0,73	0,50
Італія	0,43	0,49	0,41	0,46	0,35	0,41	0,46	0,65	0,81	1,03
Інші країни, у т.ч.	13,48	13,45	10,59	8,83	10,26	11,50	12,03	16,30	20,65	26,46
Африка	0,24	0,30	0,11	0,13	0,13	0,20	0,18	0,25	0,28	0,43
Азія	0,28	0,30	0,53	0,67	0,46	0,97	1,17	1,97	2,59	4,64
Близький Схід	0,13	0,36	0,08	0,08	0,08	0,20	0,25	0,39	0,48	0,71
Латинська Америка	0,10	0,12	0,12	0,10	0,19	0,14	0,17	0,43	0,32	0,45
Східна Європа	2,97	3,26	1,85	1,77	0,92	1,12	1,30	1,75	2,12	3,19
Росія	8,33	7,96	7,06	5,26	5,82	5,81	6,32	8,65	11,81	12,84
Країни СНД (без Росії)	1,45	1,13	0,83	0,82	2,22	3,02	2,65	2,86	3,06	4,19

Головним партнером для українських імпортерів залишається Німеччина, хоча динамічно зростає імпорт з Італії і Франції. Частка американського імпорту знижувалася в останні роки. Залишаються незначними обсяги торгівлі з Великою Британією.

Країни Африки, Латинської Америки та Близького Сходу не відіграють помітного значення в структурі українського імпорту. В 2005 р. їх сумарна частка становила заледве 4,8 %, що можна порівняти з показником 2000 р. — 2,8 % (у 1997 р. відповідний показник становив 4,2 %). Упродовж 2000—2005 рр. імпорт з країн Азії збільшився удесятеро, що загалом відбиває зростання їх ваги в українському експорті. Імпорт із Східної Європи зменшився у 2000 р. до заледве 0,92 млрд дол. (або понад втричі порівняно з показником 1997 р.), проте у наступні роки поступово відновився до 3,19 млрд дол. Але якщо у 1999 р. імпорт з країн Східної Європи вдвічі перевищував показник країнами, що розвиваються, то в 2005 р. ситуація змінилася на протилежну. Імпорт із Росії впродовж 1996—2000 рр. істотно зменшився в абсолютному вимірі, однак його частка в обсягах імпорту залишається стабільно високою — на рівні 40 %. Збільшення з країн СНД спостерігалось у 2000—2001 рр., передусім за рахунок придбання енергоносіїв у Туркменістані, однак надалі спостерігалася протилежна тенденція.

Попри неодноразове декларування пріоритетів інвестиційно-інноваційної моделі, у товарній структурі українського експорту-імпорту переважають сировина та проміжні матеріали. Тим більше, імпорт сировини й матеріалів використовується переважно для збільшення експорту проміжної продукції. За підсумками 2005 р. частка механічного обладнання, машин, транспортних засобів, продукції легкої і харчової промисловості в загальному обсязі експорту становила 20,2 %, що можна порівняти з показниками минулих років: 1999 р. — 18,8 %; 2000 р. — 19,6 %; 2002 р. — 21,2 %; 2004 р. — 22,3 %. Для порівняння: у сусідній Польщі питома вага кінцевої продукції в експорті перевищувала 77 %, а в імпорті — 83 %. Приблизно такими ж ці співвідношення були в економіці Іспанії, дещо нижчими — у Греції. Навіть у Чилі, яка донедавна вважалася країною моноекспорту міді, питома вага кінцевої продукції в експорті перевищувала 30 %. Водночас кінцева продукція домінувала в імпорті, що легко пояснити пріоритетом інвестицій у чилійській економіці<sup>1</sup>. Невисока питома вага

<sup>1</sup> Упродовж 1984—1997 рр. частка інвестицій у ВВП зросла із заледве 12,4 до 25,2 %. Збільшенню інвестицій та перерозподілу ресурсів на користь перспективних галузей економіки, як плодівництво, переробка деревини, поліграфія тощо, сприяли загальні макроекономічні чинники, передусім лібералізація зовнішньої торгівлі й фіскальна дисципліна. Для стимулювання експорту використовувалися численні опосередковані засоби підтримки експортної діяльності: спрощення документації і прискорене повернення ПДВ на імпортні складники, збір кон'юнктурної інформації, централізована організація реклами, маркетингу, виставок за кордоном тощо [93, с. 208—233].

кінцевої продукції цілком справедливо вважається чинником, що перешкоджає економічному зростанню в Україні [21, с. 25]. Навпаки, потенціал економічного зростання Польщі, Іспанії та Чилі пов'язується саме з переважанням кінцевої продукції у зовнішній торгівлі.

Аналіз цінових співвідношень передбачає вивчення відповідних індексів окремо для експорту та імпорту. В табл. 2.10 подано найбільш загальну інформацію, що може наближено характеризувати динаміку цінових співвідношень для економіки України. Порівнюючи з базовим 1995 р., стрімке підвищення ціни сирової нафти спостерігалось на тлі зниження цін експортних товарів: металу, продовольства, сільськогосподарської сировини.

Таблиця 2.10. Україна: основні індекси цін товарів зовнішньої торгівлі, 1993—2005 рр.

Товарні групи	Роки									
	1993	1995	1997	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Продовольчі товари	88,0	100	100,2	74,0	73,5	75,8	78,4	82,4	94,2	93,9
Сільськогосподарська сировина	87,6	100	90,6	77,5	79,4	74,0	75,3	78,1	82,4	83,7
Пшениця	79,2	100	90,2	63,3	64,4	65,0	65,4	82,2	75,5	69,2
Цукор	90,0	100	90,9	86,0	80,6	76,5	79,8	86,8	97,3	96,7
Метали	71,8	100	91,3	75,4	84,0	76,0	73,9	82,9	113,0	143,0
Сира нафта	99,7	100	112,0	104,5	166,0	143,1	146,5	169,0	224,0	319,0

Джерело: IMF *International Financial Statistics*

Сумарну динаміку цінових співвідношень у зовнішній торгівлі характеризує показник умов торгівлі

$$\omega = \frac{P^E}{P^I}, \quad (2.12)$$

де  $\omega$  — умови торгівлі;  $P^E$  і  $P^I$  — відповідно індекси цін експорту й імпорту.

Легко розрахувати кошти погіршення умов торгівлі

$$\omega^{\text{cost}} = \Delta\omega \cdot \frac{M}{Y}, \quad (2.13)$$

де  $\omega^{\text{cost}}$  — кошти погіршення умов торгівлі;  $\Delta\omega$  — зміна умов торгівлі;  $M/Y$  — частка імпорту у ВВП.

Недоліком показника  $\omega$  є нехтування кількісних параметрів експорту-імпорту, що може перешкодити об'єктивній оцінці тенденцій у зовнішній

торгівлі. Наприклад, несприятливе погіршення цінових співвідношень може нівелюватися збільшенням фізичних обсягів експорту.

Кількісні параметри враховує показник купівельної спроможності експорту

$$X^p = \omega \cdot X^{vol}, \quad (2.14)$$

де  $X^p$  — купівельна спроможність експорту;  $X^{vol}$  — кількісні обсяги експорту.

Показники умов торгівлі та обсягів експорту-імпорту є важливими у ширшому макро- і мікроекономічному контексті:

— *інфляція*. Найперше інфляційним є подорожчання імпорту в економіках із залежністю від критичного імпорту продовольства, обладнання, комплектуючих частин, енергоносіїв та іншої мінеральної сировини. Інфляцію посилює практика індексації заробітної плати. У країнах Латинської Америки впродовж 1950—1960-х років підвищення вартості “споживчого кошика” внаслідок погіршення умов торгівлі супроводжувалося вимогами індексації заробітної плати та супутнім прискоренням інфляції, яке перешкоджало поліпшенню цінових співвідношень у зовнішній торгівлі. Інфляційним може бути і поліпшення умов торгівлі, якщо значний попит на товари експорту підвищує їх внутрішню ціну, що супроводжується прискоренням інфляції у всіх секторах економіки, в тому числі з тих, які виробляють товари лише для внутрішнього ринку;

— *відсоткова ставка*. Пов'язане з експортом збільшення сукупного попиту може стати чинником підвищення відсоткової ставки. У зворотній причинності підвищення світової ставки ймовірно обмежить сукупний попит на зовнішніх ринках і спричинить стагнацію експорту. Істотне збільшення обсягів експорту-імпорту може вимагатися для випадків, коли підвищення світової відсоткової ставки підвищує кошти обслуговування зовнішнього боргу;

— *розміщення ресурсів*. У відкритій економіці розміщення ресурсів визначається світовими цінами, які відбивають реалії міжнародного розподілу праці та порівняльні переваги окремих країн. Відповідно для країн, що стає відкритішою для міжнародної торгівлі та інвестицій, відбувається перерозподіл ресурсів, який може спричинити чималі короточасні труднощі. Від зміни цінових співвідношень на світових ринках залежить структура зовнішньої торгівлі.

Погіршення умов торгівлі так чи інакше передбачає декілька варіантів економічної політики — стимулювання експорту, зменшення імпорту, зовнішні запозичення, які можуть поєднуватися у певних пропорціях



і мають власні переваги й недоліки (це докладніше аналізуватиметься у наступних розділах).

## Послуги

Упродовж 1994—2005 рр. в Україні спостерігався сприятливий баланс послуг з тенденцією до зменшення додатного сальдо з другої половини 1990-х років, головною складовою якого послуг були і залишаються надходження від надання транспортних послуг. Водночас туризм не має помітного значення для вітчизняної економіки. Значне додатне сальдо послуг мають економіки Угорщини, Польщі, Чехії, Хорватії, Словенії й Словаччини; а також країни з розвинутою туристичною галуззю: Греція (19,6 млрд дол. у 2005 р.), Іспанія (28,1 дол.), Франція (9,9 дол.), Єгипет (6,2 дол.), Туреччина (13,8 млрд дол.). Надходження від туризму формують стійке додатне сальдо послуг у Швейцарії (20,5 млрд дол.), однак головними є прибутки від надання фінансових і комерційних послуг. З початку 1990-х років стрімко збільшилося додатне сальдо балансу послуг в США — до 73,8 млрд дол. у 2000 р. і 54,2 млрд дол. у 2005 р. проти 7,6 млрд дол. у 1987 р. Цьому сприяли розвиток туризму, ліцензійної діяльності та комерційних послуг. Сприятливий баланс послуг у Великій Британії на рівні 31,4 млрд дол. забезпечили головним чином комерційні послуги. У 2005 р. від'ємним сальдо послуг характеризувалися Німеччина (58,4 млрд дол.) і Японія (24 млрд дол.). В обох країнах головною причиною такого стану справ є закордонний туризм.

## Інвестиційний дохід

У ведучих промислових країнах сальдо за статтею “доходи” є переважно додатним (Велика Британія, Німеччина, Японія). Упродовж тривалого часу сальдо доходів є від'ємним у Канаді та (меншою мірою) в Італії. У Франції перевищення платежів над доходами спостерігається з початку 1990-х, а у США — із середини 1990-х років. З-поміж інших промислових країн значні чисті надходження отримує Швейцарія (понад 22 млрд дол. у 2005 р.), що неважко пояснити розвинутим банківським сектором. Упродовж 1980—1990-х від'ємним сальдо доходу характеризувалися усі Скандинавські країни — Данія, Норвегія, Фінляндія, Швеція, а також країни Південної Європи — Греція, Іспанія, Португалія. В Австралії у 2005 р. зовнішні платежі перевищували надходження на 28,9 млрд дол. Надходження і платежі виглядають збалансованими у Бельгії й Нідерландах. У країнах, що розвиваються, додатне сальдо доходу мають переважно

нафтодобувні країни: Саудівська Аравія (у 1990 р. цей показник становив 9 млрд дол., але у 2005 р. знизився до 0,3 млрд дол.) і Кувейт (відповідно 6,8 млрд дол. і 6,4 млрд дол.). Водночас у низці країн — експортерів нафти (Алжир, Венесуела, Лівія, Мексика, Нігерія) зовнішні платежі перевищують отриманий дохід за рахунок значних коштів обслуговування зовнішнього боргу.

Обслуговування зовнішнього боргу може значно погіршити сальдо поточного рахунку, попри сприятливий торговельний баланс, як це відбувалося у Латинській Америці на початку 1980-х років [175, р. 45]. Днині країни регіону так і не позбулися значного зовнішнього боргу. В 2005 р. перевищення платежів над отриманими надходженнями становило: Аргентина — 8,9 млрд дол.; Бразилія — 26,0 дол.; Мексика — 12,4 млрд дол. Навіть у Чилі від'ємне сальдо доходу зросло до 10,5 млрд дол. проти 2,5 млрд дол. у 2001 р. У 2005 р. від'ємне сальдо за статтею “доходи” мали практично всі азіатські “тигри”: Південна Корея — 1,3 млрд дол.; Малайзія — 6,4 дол.; Сінгапур — 2,6 млрд дол.; Таїланд — 3,0 млрд дол.

У країнах Східної Європи переважають зовнішні платежі (табл. 2.11). До 2000 р. тенденція до зменшення від'ємного сальдо за статтею “доходи” простежувалася у Польщі, Угорщині та Словаччині, однак в наступні роки у цьому переліку залишилася лише Словаччина. В Румунії й Чехії все навпаки — платежі зростають. Певну тенденцію важко побачити у Болгарії. У Словенії сальдо було додатним упродовж 1995—2001 рр., однак надалі платежі перевищили доходи. В Україні від'ємне сальдо за статтею “доходи” істотно погіршилося у другій половині 1990-х років, що пояснюється обслуговуванням зовнішнього боргу та переказом за кордон частини прибутків прямих і портфельних інвесторів. У поєднанні зі зменшенням додатного сальдо послуг це може стати вагомим джерелом потенційних труднощів платіжного балансу.

## Приватні та урядові трансферти

У багатьох країнах, що розвиваються (Єгипет, Індія, Мексика, Пакистан, Філіппіни, Туніс, Туреччина, Шрі-Ланка), додатне сальдо приватних і урядових трансфертів становить важливий елемент підтримання рівноважного сальдо поточного рахунку. Трансфертні надходження з-за кордону співрозмірні з обсягами зовнішньої торгівлі в економіках Афганістану, Малаві, Непалу, Руанди, Нігеру, Сенегалу, Сомалі. В Єгипті упродовж 1990-х років приватні та урядові трансферти перевищували обсяги експорту, а в окремі роки — надходжень від туризму. В Пакистані та Шрі-Ланці переважно приватні трансферти з-за кордону вже тривалий час дозволяють повністю фінансувати від'ємне сальдо торгівлі товарами і послугами.

Таблиця 2.11. Країни Східної Європи: сальдо за статтею “доходи” (млрд дол.), 1990—2005 рр.

Країна	Роки											
	1990	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Болгарія	-0,76	-0,43	-0,40	-0,34	-0,56	-0,22	-0,32	-0,30	-0,26	-0,63	0,29	0,3
Польща	-3,70	-2,0	-1,08	-1,13	-1,18	-1,01	-1,46	-1,39	-1,89	-3,64	-11,5	-10,5
Румунія	0,16	-0,24	-0,31	-0,32	-0,39	-0,41	-0,29	-0,28	-0,46	-0,71	-3,15	—
Словаччина	—	-0,01	-0,05	-0,12	-0,16	-0,30	-0,35	—	-0,45	-0,12	—	—
Словенія	—	0,18	0,13	0,04	0,03	-0,04	0,03	0,02	-0,14	-0,18	-0,30	-0,27
Чехія	—	-0,10	-0,72	-0,79	-1,0	-1,28	-1,37	-2,19	-3,58	-4,28	-6,14	-5,93
Угорщина	-1,43	-1,80	-1,46	-1,43	-1,88	-1,64	-2,57	-2,85	-3,63	-4,17	-6,10	-6,92

Джерело: IMF Balance of Payments Statistics

У Туреччині впродовж 1990-х років чисте сальдо приватних і урядових трансфертів перебувало у межах 3—5 млрд дол. У поєднанні з додатним сальдо послуг це дозволяло підтримувати від’ємне сальдо торговельного балансу та обслуговувати значний зовнішній борг. У Мексиці впродовж 1980—1990-х перекази від працюючих за кордоном збільшилися з 2 до 4 млрд дол. Лідером в отриманні урядових трансфертів традиційно залишається Ізраїль, де останнім часом цей показник стабільно перевищував 3 млрд дол. (в середньому ще 3 млрд дол. додавали приватні трансферти). У “третьому світі” від’ємним сальдо приватних і урядових трансфертів характеризуються країни Перської затоки (Бахрейн, Кувейт, Оман), а також Лівія та Саудівська Аравія, де працює значна кількість іноземних робітників. Якщо у 1987 р. із Саудівської Аравії було переказано за кордон 5 млрд дол., то у 2005 р. цей показник перевищив 14 млрд дол.

Більшість промислових країн характеризуються від’ємним сальдо приватних і урядових трансфертів, що пояснюється значною кількістю іноземних робітників та програмами допомоги країнам, що розвиваються. Передусім це стосується Німеччини, де у 2005 р. платежі за кордон становили 58 млрд дол. (у 2000 р. — 41 млрд дол.), тоді як надходження — лише 22 млрд дол. (15,3 млрд дол.). У Великій Британії трансфертні платежі та надходження становили відповідно 51,5 і 28,8 млрд дол., а у Франції — 53,4 і 26,0 млрд дол. Подібним є становище у Швейцарії, Японії та Скандинавських країнах. У США переказ коштів за кордон збільшився з 30,1 млрд дол. у 1989 р. до 64,4 млрд дол. у 2000 р. і далі до 100 млрд дол. у 2005 р. (від’ємне сальдо за статтею “поточні трансферти” збільшилося до 82,5 млрд дол. проти 54,1 млрд дол. у 2000 р.). Аномальним виявився 1991 р., коли за участь у військовій операції “Буря в пустелі” у Перській затоці США від Саудівської Аравії, Кувейту та інших країн-союзників, отримали платежі вартістю близько 1,1 % від ВВП [125, р. 563].

У середовищі промислових країн значне додатне сальдо приватних трансфертів мають Греція і Португалія (цьому сприяють дотації з бюджету ЄС та надходження від працюючих за кордоном). Проте останнім часом обидві країни стали реципієнтами іноземної робочої сили. В Іспанії значне додатне сальдо у декілька мільярдів доларів спостерігалось до початку 1990-х років, однак надалі помірковане збільшення надходжень з-за кордону супроводжувалося набагато стрімкішим збільшенням переказів за кордон.

У трансформаційних економіках значне додатне сальдо приватних трансфертів мають Албанія, Естонія й Хорватія. У Польщі значне перевищення надходжень над переказами за кордон спостерігалось наприкінці 1980-х — на початку 1990-х років, однак згодом сальдо трансфертів практично вирівнялося (у % від ВВП). В Угорщині з 1995 р. надходження

трансфертних платежів перебувають у межах 0,4—0,7 млрд дол., тоді як у Чехії, Румунії, Словенії та Словаччині вони завжди були незначними. Додатне сальдо українських приватних і урядових трансфертів (див. табл. 2.6) з певністю буде ще переконливішим за умови повної реєстрації усіх надходжень від працюючих за кордоном. Не заперечуючи переваг поточних трансфертів як джерела надходжень іноземної валюти, значні валютні активи можуть мати низку несприятливих наслідків (доларизація економіки, інфляція, поглиблення соціальних проблем), які вимагають належної уваги.

### Потоки капіталу

Запроваджені у 5-му виданні *BOP Manual* зміни у реєстрації операцій платіжного балансу відбивають важливість щонайменше двох характеристик потоків капіталу: терміну залучення (коротко- чи довгостроковий) та сектору залучення (приватний чи державний). Переваги має залучення довгострокового капіталу, адже короткострокові потоки є вразливими до очікувань іноземних інвесторів і можуть супроводжуватися дестабілізацією головних макроекономічних показників — інфляції та обмінного курсу. З іншого боку, вплив капіталу зазвичай стає наслідком погіршення важливих фундаментальних індикаторів на зразок дефіциту бюджету чи збільшення пропозиції грошової маси. Приміром, це спостерігалось у країнах Латинської Америки в 1981—1982 рр. чи окремих країнах Південно-Східної Азії наприкінці 1990-х років (Таїланд, Індонезія).

Вплив капіталу може ініціювати несприятливе поєднання економічних і політичних чинників, як це сталося у Мексиці (1994 р.). З іншого боку, вплив капіталу може стати наслідком винятково песимістичних “новин” або панічної поведінки іноземних інвесторів. Мексиканський “ефект текілі” призвів до впливу з Аргентини понад 10 млрд дол., хоча на той час стан місцевої економіки не викликав особливих побоювань. Подібним чином не було підстав для впливу капіталу з економік Гонконгу і Тайваню восени 1997 р. Незалежно від причин впливу капіталу, адміністративний контроль короткочасних потоків капіталу так чи інакше послаблює деструктивний вплив. Навпаки, фінансування довгострокової заборгованості за допомогою короткочасних запозичень поглиблює існуючі проблеми. Прийнято вважати, що безпечнішим і кориснішим для економічного зростання є залучення капіталу в приватний сектор — це ототожнюється з ефективністю використання іноземних інвестицій та можливостями безперешкодного обслуговування зовнішнього боргу. Приватні компанії обережніше прораховують ризик повернення боргу. Загалом це не повинно створювати підстав для непередбачуваного впливу капіталу. Навпаки, зовнішні запозичення у державний сектор економіки

набагато частіше завершуються “проблемним” обслуговуванням зовнішнього боргу, коли для мобілізації фінансових ресурсів стають необхідними радикальні зміни в економічній політиці. Тим більше, негативний вплив посилюється “втечею” капіталу.

Економетрично доведено, що при перевищенні державним боргом (безпосередні урядові запозичення та гарантовані урядом приватні позики) 50 % зовнішньої заборгованості, важко уникнути “проблемного” обслуговування зовнішнього боргу [205, р. 359]. Упродовж 1970—1980-х це стувалося більшості країн Латинської Америки (Аргентина, Бразилія, Чилі, Мексика, Перу). Подібним чином нагромадження державного боргу створило економічні труднощі у Польщі наприкінці 1980-х років. Уже впродовж 1990-х обслуговування надмірного державного боргу становило істотну проблему в Угорщині (1994—1995 рр.) та Болгарії (1996—1997 рр.). Невдалий український досвід залучення зовнішніх запозичень переважно у державний сектор економіки (або з урядовими гарантіями приватним компаніям) лише ствердив загальні закономірності.

Найкращим у структурі припливу капіталу є переважання ПІІ. Це дозволяє не лише стимулювати обсяги виробництва, але й фінансувати від’ємне сальдо поточного рахунку. Проте залучення ПІІ не може автоматично вважатися чинником поліпшення економічних показників. Приміром, у країнах Латинської Америки в 1960—1970-х роках численні проблеми створило залучення ПІІ в імпортозамінні галузі промисловості. Це стимулювало виробництво у короткочасному плані, однак погіршило довгострокову динаміку доходу через проблеми платіжного балансу. Першопричиною ставало збільшення попиту на імпортні товари, яке не супроводжувалося пропорційним збільшенням експорту.

За мінусом ПІІ, додатне сальдо фінансового рахунку означає збільшення зовнішньої заборгованості. Боргові інструменти на зразок коротко- і довгострокових позик, приватних і державних облігацій, торговельних кредитів передбачають сплату відсотків, які збільшують зовнішній борг.

Зв’язок між сукупним зовнішнім боргом і потоками капіталу становить

$$D_t = D_{t-1} + INF_t - r^* D_t, \quad (2.15)$$

де  $D_t$  — зовнішній борг;  $INF_t$  — чистий приплив капіталу;  $r^* D_t$  — кошти обслуговування зовнішнього боргу (ставка зовнішніх запозичень зазвичай асоціюється зі світовою відсотковою ставкою  $r^*$ ).

Найбільш загальна характеристика зовнішнього боргу не враховує щонайменше трьох зауважень, які повинні аналізуватися у кожному з конкретних випадків [290, р. 111]:

1. *Залежність вартості зовнішнього боргу від обмінного курсу.* Оскільки боргові інструменти можуть бути деномінованими у декількох грошових одиницях, загальна сума боргу в одній з твердих валют буде змінюватися залежно від обмінного курсу долара стосовно інших валют країн-кредиторів. Зрозуміло, що підвищення обмінного курсу долара щодо євро є сприятливим для країни зі значною зовнішньою заборгованістю у грошовій одиниці ЄС.

2. *Прострочена заборгованість.* У практиці міжнародних відносин є непоодинокими випадки невиконання країною власних боргових зобов'язань (англ. *default*). На початку 1980-х років дефолт оголошували Мексика і Бразилія. У серпні 1998 р. це зробила Росія, а наприкінці 2001 р. — Аргентина. Зазвичай відсотки за простроченою заборгованістю додаються до суми основного боргу.

3. *Списання зовнішнього боргу.* Не менш поширеним є списання зовнішнього боргу. Зрозуміло, що це зменшує вартість зовнішніх зобов'язань, але вимагає дотримання визначених економічних та політичних умов.

Окремої уваги заслуговує аналіз чистої заборгованості, адже вартість зовнішнього боргу може врівноважуватися зустрічними борговими зобов'язаннями третіх країн. Приміром, для Росії можна твердити, що заборгованість Іраку, Анголи та інших країн, що розвиваються, є співрозмірною із зовнішнім боргом Росії перед промисловими країнами. Станом на початок 2000 р. заборгованість країн “третього світу” становила 100 млрд дол., тоді як зовнішній борг Росії оцінювався на рівні 132 млрд дол. [31, с. 74]. Вартість російської нерухомості за кордоном сягнула приблизно 300 млрд дол. і на таку ж суму оцінювалася вартість нелегально вивезеної валюти, коштовностей та інших активів.

Варто зауважити, що на частину об'єктів закордонної власності Російської Федерації претендує Україна, яка намагається отримати 16,37 % зарубіжних активів колишнього СРСР, що становить 12,1 млрд дол. у валюті, 42,1 т золота і нерухомість вартістю 600 млн дол. Окрему проблему становить погашення заборгованості Зовнішекономбанку СРСР перед українськими юридичними і фізичними особами. Водночас Росія наполягає на дотриманні угоди від 9 грудня 1994 р. між урядами Росії і України про так званий “нульовий варіант” у розподілі зовнішнього боргу та активів колишнього Радянського Союзу. Проте 19 лютого 1997 р. Верховна Рада України ухвалила постанову “Про порядок ратифікації угоди між Україною і Російською Федерацією про урегулювання питань правонаступництва по зовнішньому державному боргу й активи колишнього СРСР”, яка передбачає, що угода про “нульовий варіант” може бути ратифікована

лише за умови надання російською стороною вичерпної інформації про балансову вартість закордонних активів колишнього СРСР, підтвердженої висновками міжнародного аудита. Існують справедливі припущення, що гіперболізована українська заборгованість перед Росією за поставлені енергоносії цілком компенсується українською часткою в закордонних активах колишнього СРСР.

Наведені міркування принаймні частково ілюструють труднощі у використанні концепції чистої заборгованості. На практиці категорія “чистого” зовнішнього боргу не отримала належного поширення. По-перше, боргові зобов’язання можуть відрізнятися часовими параметрами та сектором виникнення — державним або приватним. По-друге, боргові зобов’язання можуть бути деномінованими у декількох валютах і характеризуватися відмінним ризиком. По-третє, може виникнути спотворене (надто оптимістичне) сприйняття гостроти проблеми обслуговування зовнішнього боргу.

Практично використовуються декілька критеріїв зовнішньої заборгованості:

— “зовнішній борг/ВВП” ( $D/Y$ ). Зазначений критерій відбиває довгострокову перспективу обслуговування зовнішнього боргу. Розрізняють номінальний (у цінах поточного року) та реальний (у цінах базового року) критерії. На практиці порівняно безпечною вважається ситуація, коли показник  $D/Y$  не перевищує 50 %. При цьому важливо врахувати структуру зовнішньої заборгованості. Переважання приватних боргів загалом підвищує “безпечне” значення цього критерію;

— “зовнішній борг/експорт товарів і послуг” ( $D/X$ ). Це реалістично характеризує здатність країни обслуговувати зовнішній борг у короткочасному плані. Досить часто показник зовнішнього боргу використовується за мінусом валютних резервів, оскільки валютні активи центрального банку можуть використовуватися для обслуговування зовнішнього боргу. Країна вважається проблемною, якщо показник  $D/X$  перевищує 250 %. Загалом високе співвідношення  $D/Y$  не створює особливих побоювань, якщо низьким є співвідношення  $D/X$ ;

— “кошти обслуговування зовнішнього боргу/експорт товарів і послуг” ( $DS/X$ ). Зазначений критерій вважається найкращим індикатором зовнішньої заборгованості, оскільки враховує не лише загальну вартість боргу, але і його вартість — відсоткову ставку [154, р. 50]. Подібним чином вилучення з коштів обслуговування зовнішнього боргу основної частини боргу (англ. *principal*) точніше відбиває власне тягар обслуговування зовнішнього боргу.



3-поміж країн, що розвиваються, в 2004 р. найбільший зовнішній борг мала Бразилія — 220 млрд дол. (або 28 % від ВВП). На другому місці — Китай зі 180 млрд дол. зовнішнього боргу, проте наступні дві позиції дісталися країнам Латинської Америки: Аргентина — 171 дол., Мексика — 139 млрд дол. У десятку країн з найбільшою зовнішньою заборгованістю також увійшли: Індонезія, Росія і Південна Корея, Туреччина, Таїланд, Ізраїль. Співвідношення  $D/Y$  для країн, що розвиваються, поступово знизлося із 44,7 % у 1999 р. до 30,9 % в 2005 р. [214, р. 245]. В Аргентині у 2002 р. високе співвідношення  $D/X$  на рівні 5,5 врешті-решт матеріалізувалося у відмові від обслуговування зовнішнього боргу та девальвації грошової одиниці — песо. За останні роки високі значення  $D/X$  спостерігалися у Бразилії — 3,9; Перу — 3,8; Туреччині — 3,0; Колумбії — 2,9; Індонезії — 2,3; Індії — 2,3; Польщі та Ізраїлі — 2,2. У країнах-експортерах Китаї і Тайвані цей показник виявився значно меншим, відповідно лише 0,6 і 0,2. Якщо у 1998 р. кошти обслуговування зовнішнього боргу для країн, що розвиваються, становили 9,5 % від експорту товарів і послуг, то у 2005 р. цей показник знизився до 4,0 %.

У табл. 2.12 наведено критерії зовнішнього боргу для декількох трансформаційних економік.

Таблиця 2.12. Трансформаційні економіки: критерії зовнішнього боргу, 1990—2005 рр.

Країна	Роки										
	Критерій	1990	1995	1997	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Болгарія	$D/Y$	0,56	0,77	0,97	0,82	0,86	0,78	0,65	0,60	0,64	0,68
	$D/X$	3,14	1,87	2,00	2,55	2,16	1,02	0,83	0,80	0,88	0,99
Польща	$D/Y$	0,84	0,34	0,26	0,38	0,38	0,39	0,39	0,44	0,46	0,44
	$D/X$	3,13	1,92	1,49	2,29	1,95	1,46	1,45	1,48	1,49	1,45
Чехія	$D/Y$	0,26	0,32	0,37	0,42	0,42	0,38	0,36	0,44	0,46	0,43
	$D/X$	0,81	0,76	0,93	0,84	0,79	0,42	0,38	0,46	0,47	0,42
Угорщина	$D/Y$	0,64	0,71	0,52	0,59	0,60	0,65	0,56	0,65	0,70	0,77
	$D/X$	2,31	2,45	1,24	1,17	1,10	0,70	0,59	0,70	0,74	0,79
Румунія	$D/Y$	0,34	0,15	0,24	0,27	0,25	0,31	0,34	0,36	0,39	0,39
	$D/X$	0,21	0,69	1,02	1,08	0,90	0,62	0,39	0,40	0,45	0,50
Словаччина	$D/Y$	—	33,53	55,15	53,3	51,42	0,55	0,51	0,53	0,55	0,60
	$D/X$	—	0,67	1,28	1,02	0,83	53,23	0,61	0,56	0,54	0,57
Словенія	$D/Y$	0,15	0,16	0,23	0,27	0,32	0,47	0,52	0,59	0,71	0,78
	$D/X$	0,49	0,35	0,50	0,64	0,69	0,36	0,50	0,53	0,62	0,77
Україна	$D/Y$	—	0,22	0,19	0,39	0,32	0,54	0,51	0,48	0,47	0,48
	$D/X$	—	0,57	0,62	0,94	0,65	0,30	0,53	0,49	0,47	0,42

Становище залишається найскладнішим у Болгарії, попри деяке поліпшення співвідношень  $D/Y$  і  $D/X$  упродовж 1998—2005 рр. Формально обидва критерії зовнішнього боргу для України не викликають особливих побоювань. Приміром, співвідношення  $D/Y$  є нижчим від показника успішної Словенії. В Угорщині зазначене співвідношення є майже вдвічі вищим, але для Польщі, Чехії та Румунії питома вага зовнішнього боргу у ВВП є нижчою. Тенденція до зниження зовнішньої заборгованості спостерігалася в Угорщині, але нині її обернено на протилежну. У більшості країн (Чехія, Польща, Словенія, Румунія) зовнішня заборгованість зростає. Українське співвідношення  $D/X$  на рівні 0,42 теж є далеким від критичного. Подібний показник має лише Чехія. Навпаки, у Польщі зовнішній борг у півтора рази перевищує обсяги експорту. З іншого боку, в другій половині 1990-х Угорщині вдалося без особливих труднощів знизити співвідношення  $D/X$  з 2 до 1,1. Такого ж успіху впродовж останнього часу досягла Болгарія.

### Валютні резерви

Використання валютних резервів має на меті: а) фінансування дефіциту платіжного балансу, б) обслуговування зовнішнього боргу, в) підвищення довіри до національної грошової одиниці, г) виконання умов кредитування міжнародних фінансових організацій. Пріоритетність окремих функцій для конкретних країн може відрізнятися для відмінних часових періодів<sup>1</sup>. Упродовж 1994—1995 рр. головною функцією валютних резервів НБУ було фінансування від'ємного торговельного балансу. Відповідне завдання збереглося для періоду 1996—1998 рр., однак пріоритетним стало підвищення довіри до національної грошової одиниці. Цьому органічно сприяло виконання умов кредитування МВФ. Обслуговування зовнішнього боргу стало головною функцією валютних резервів з початку 2000 р., тоді як підтримання стабільності грошової одиниці мало порівняно підпорядковане значення. Водночас зникла потреба у фінансуванні від'ємного сальдо поточного рахунку. Упродовж 2001—2005 рр. валютні резерви НБУ сприяли забезпеченню стабільності обмінного курсу гривні. В Росії підтримання стабільності рубля вважалося пріоритетним завданням до 1998 р., однак надалі ієрархія пріоритетів змінилася: а) обслуговування зовнішнього боргу, б) проведення валютних інтервенцій, в) фінансування імпорту [36, с. 39].

<sup>1</sup> Приміром, для часів золотого стандарту (розділи 4—5) пріоритетним вважалося підтримання стабільності грошової одиниці, тоді як у післявоєнній Бреттон-Вудській системі фіксованих обмінних курсів (1945—1973 рр.) головним стало фінансування тимчасових платіжних дисбалансів [273, р. 42—43].

У 2005 р. загальна вартість світових валютних резервів перевищила 4,1 трлн дол. З 2000 р. цей показник зріс на 2 трлн дол., а  $\frac{3}{4}$  зазначеного зростання забезпечили країни Південно-Східної Азії [334, р. 22]. Наприкінці 2005 р. найбільші валютні резерви мали: Японія — 830 млрд дол., Китай — 818 дол., Тайвань — 180 дол., Південна Корея — 210 дол., Гонконг — 124 млрд дол. Завдяки високим цінам на нафту до 180 млрд дол. зросли валютні резерви Росії.

Оцінка достатності валютних резервів використовує такі співвідношення:

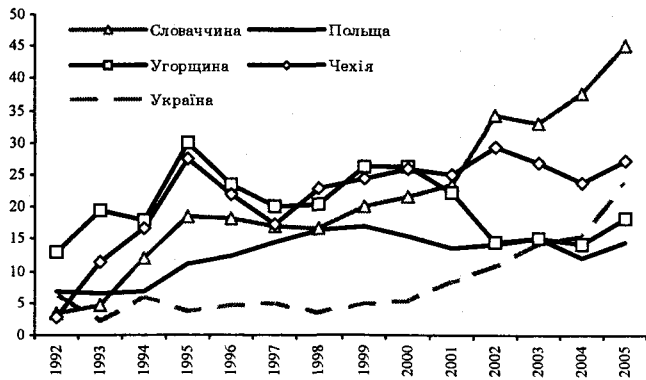
- “валютні резерви/ВВП” ( $F/Y$ );
- “валютні резерви/імпорт” ( $F/M$ ) (зазвичай у місяцях);
- “валютні резерви/грошова база” ( $F/H$ )<sup>1</sup>.

Для розрахунку співвідношення  $F/Y$  можуть використовуватися як офіційний, так і паритетний обмінні курси (розділ 4). На рис. 2.3, а проілюстровано дані декількох країн Східної Європи. Якщо використати офіційний обмінний курс, наприкінці 1990-х років значення  $F/Y$  перебуває у межах 15—25 %. На такому тлі валютні резерви української економіки виглядають у декілька разів нижчими. В 1960—1990-х роках найбільші валютні резерви мали: Ботсвана — 70 %, Гонконг — 43, Лівія — 27, Саудівська Аравія — 22, Малайзія — 21, тоді як валютні резерви США не перевищували 1,5 %, а Японії — 7 % від ВВП [70]. Середнє співвідношення  $F/Y$  для групи малих відкритих економік з відмінним рівнем економічного розвитку становить 12 % [291, р. 109]. Після перерахунку за ПКС цей показник знижується до 7,5 %<sup>2</sup>. Подібно це стосується трансформаційних економік Східної Європи.

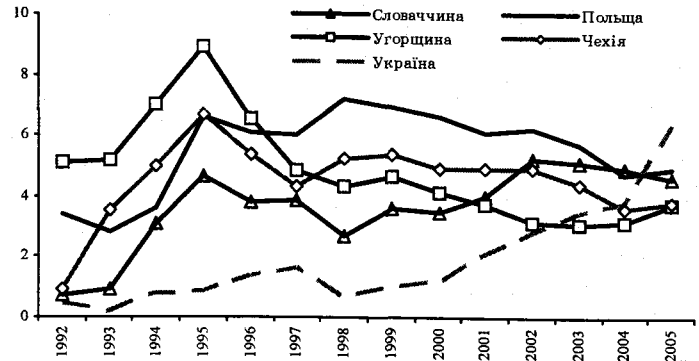
З погляду фінансування імпорту мінімальною є вимога оплати валютними резервами 3-х місяців, а надійною — 6-ти місяців імпорту [290, р. 45]. Вважається, що за півроку країна здатна адаптуватися до погіршення платіжного балансу за допомогою низки адекватних структурних заходів і змін у економічній політиці (розділ 5). Часом пропонується враховувати лише критичний імпорт — товари і послуги, що не мають вітчизняних аналогів і використовуються для організації виробництва або у приватному споживанні [36, с. 32]. У вибраних економіках Східної Європи середнє значення  $F/M$  відповідало мінімальній вимозі у 1995 р., однак у другій

<sup>1</sup> Грошова база  $H$  — це зобов'язання центрального банку (готівка в обігу та резерви комерційних банків). Докладніше про це — у розділі 8.

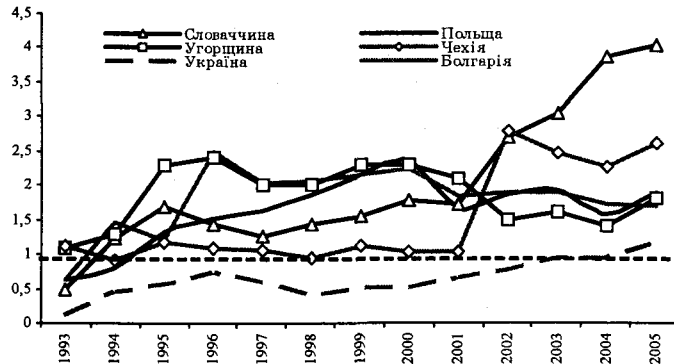
<sup>2</sup> У 1997 р. обидва співвідношення  $F/Y$  — для офіційного і паритетного обмінних курсів — становили: Бразилія — 6,5 і 4,5; Мексика — 6 і 3; Нова Зеландія — 7 і 7; Норвегія — 18 і 24; ПАР — 2 і 1,5; Сінгапур — 27 і 29; Туреччина — 9 і 4,5 [291, р. 109].



а



б



в

Рис. 2.3. Країни Східної Європи: критерії достатності валютних резервів, 1992—2005 рр.: а — “валютні резерви/ВВП” (%); б — покриття імпорту валютними резервами (у місяцях); в — покриття грошової бази валютними резервами

Джерело: розраховано за даними IMF International Financial Statistics

половині 1990-х років дещо знизилося (рис. 2.3, б). Високий рівень валютних резервів досягнуто в Польщі, тоді як динаміка  $F/M$  для Угорщини не виглядає надійною. Проте для кожного конкретного випадку оцінка надійності валютних резервів передбачає аналіз додаткових чинників, як ступінь мобільності капіталу, використання валютного контролю, структура зовнішньої заборгованості, доступ до світових фінансових ринків, гнучкість виробничої структури, стосунки з міжнародними фінансовими організаціями, сезонність.

Загалом потреба у валютних резервах є вищою для країн із фіксованим обмінним курсом, однак за останні 30—40 років тенденція до ширшого використання плаваючого обмінного курсу позначилася відчутним збільшенням валютних резервів. У 1999 р. валютні резерви країн світу оцінювалися на рівні 6 % від світового ВВП, що на 50 % перевищувало показник 1990 р. і у 3,5 раза — 1960 р.; у середньому валютні резерви фінансували 17 тижнів імпорту [197, р. 3]. Така ситуація пояснюється поєднанням переходу до плаваючого обмінного курсу *de jure* з підтриманням фіксованого обмінного курсу *de facto*, збільшенням зовнішніх запозичень та підвищеною загрозою валютних і фінансових криз у світовій економіці.

Повне покриття грошової бази валютними резервами ( $F/H > 1$ ) історично вважалося запорукою стабільності системи фіксованого обмінного курсу, незалежно від наведених вище міркувань. Проте останнім часом повне покриття грошової бази практикують навіть ті країни, де підтримується плаваючий обмінний курс. Валютні резерви повинні забезпечити імунітет проти короточасних спекулятивних атак на грошову одиницю (це важливо насамперед для відкритих економік із схильністю до інфляції) та попередити можливу “втечу” капіталу на випадок послаблення довіри до національної економіки. Достатні валютні резерви збільшують ресурс часу для проведення стабілізаційної економічної політики (підвищення відсоткової ставки, скорочення дефіциту бюджету тощо).

Тенденція до збільшення валютних резервів є помітною у практично всіх трансформаційних економіках (рис. 2.3, в). Якщо в 1994 р. валютні резерви незначно перевищували грошову базу, то з 1995 р. зазначене перевищення становить приблизно 50 %. Найпереконливіше співвідношення  $F/H$  виглядає в Угорщині та Польщі. У Чехії і Словаччині валютні резерви є нижчими. Впадає у вічі недостатність валютних резервів НБУ. Покриття грошової бази валютними резервами було максимальним напередодні грошової реформи (1996 р.), однак надалі помітно знизилося, попри значний приплив капіталу в 1997 р. Повного покриття грошової бази валютними резервами досягнуто лише у 2003 р.

Оскільки у більшості сучасних економік лібералізація руху капіталу та розвиток фінансового ринку і засобів здійснення платежів (англ. *financial*

*intermediation*) послабили контроль центрального банку за пропозицією грошової маси, замість показника  $F/H$  використовується критерій  $F/M2$ , де  $M2$  — відповідний грошовий агрегат (розділ 8). Для згаданої вище вибірки малих відкритих економік середнє значення цього критерію виявилося на рівні 25 % [291, р. 110]. Упродовж 1991—1999 рр. співвідношення  $F/M2$  для країн, що розвиваються, становило 26,6 %, а для виникаючих ринків — 29,9 % [197, р. 14]. Переважно промислові країни характеризуються невисоким значенням  $F/M2$  (Нова Зеландія — 8 %, Австралія — 4, Канада — 3 %), проте трапляються винятки на кшталт Норвегії — 38 %. У Сінгапурі цей показник перевищує 90 %. Стабільність попиту на гроші вважається одним із чинників, що дозволяють підтримувати нижче значення показника  $F/M2$ . У країнах, що розвиваються, та з перехідною економікою співвідношення  $F/M2$  є набагато вищим: Чилі — 55 %, Словенія — 45, Польща — 42, Південна Корея — 18 %.

Багатофункціональність валютних резервів зумовлює використання ще двох критеріїв — Редді та Гвідотті [36, с. 37—38]. У 1997 р. заступник голови Резервного банку Індії Я. Редді запропонував використати для оцінки адекватності валютних резервів їх відношення до вартості імпорту та обслуговування зовнішнього боргу. Додатково пропонувалося відстежувати ще два співвідношення: “валютні резерви/короткочасний борг” ( $F/D^*$ ) та “валютні резерви/портфельні інвестиції”. Колишній заступник міністра фінансів Аргентини П. Гвідотті у 1999 р. запропонував власний критерій достатності: валютні резерви повинні забезпечити не лише обслуговування зовнішнього боргу впродовж року, але й фінансування від’ємного сальдо поточного рахунку. Правило Гвідотті означає, що достатніми є валютні резерви, які дозволяють обійтися без зовнішніх запозичень упродовж року. Колишній голова американської ФРС А. Грінспен вважає, що надійні валютні резерви мають перевищувати вартість короткочасного державного боргу<sup>1</sup>. Таке припущення стверджується емпіричними даними. Співвідношення  $F/D^*$  — надійний індикатор кризи платіжного балансу, навіть без урахування коштів фінансування дефіциту поточного рахунку. Зокрема, це ілюструє фінансова криза у Росії (серпень 1998 р.)<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> У практичних розрахунках вартість короткочасного зовнішнього боргу на початок кожного кварталу становить суму виплат на майбутній рік за декількома позиціями: інвестиційний дохід іноземних інвесторів за цінними паперами центральних і місцевих органів управління, погашення портфельних інвестицій і позик, а також інших зобов’язань уряду і Центрального банку, в тому числі з позиками міжнародних фінансових організацій.

<sup>2</sup> У III—IV кварталах 1997 р. співвідношення  $F/D^*$  на рівні 1,2—1,3 забезпечувало покриття короткочасного зовнішнього боргу [36, с. 39]. Надалі у I кварталі 1998 р. валютні резерви зменшилися до 17,8 дол. проти 23,1 млрд дол. наприкінці 1997 р., тоді як короткочасний борг збільшився. Показник  $F/D^*$  зменшився до 0,69 у III кварталі 1998 р. і залишався на рівні 0,4—0,5 упродовж наступних п’яти кварталів.

Достатні валютні резерви надають більше простору незалежній фінансовій і монетарній політиці. Передусім це стосується фіксованого обмінного курсу, однак світовий досвід засвідчує доцільність використання валютних резервів для згладжування коливань обмінного курсу навіть для країн, що практикують плаваючий обмінний курс. Валютні резерви можуть використовуватися для підтримання рівноваги доходу під час короткочасного погіршення платіжного балансу<sup>1</sup>. Збільшення валютних резервів може бути чинником підвищення довіри до національної економіки, а відповідно — зниження вартості її зовнішніх запозичень. Надійні резерви підвищують інвестиційну привабливість країни.

Важливо зауважити, що надмірне збільшення валютних резервів може бути неефективним принаймні з двох причин: 1) зниження ефективності розміщення ресурсів та 2) труднощів проведення зваженої (неінфляційної) монетарної політики (розділ 8). Валютні резерви можуть відволікати фінансові ресурси від прибуткового збільшення внутрішніх інвестицій. Хоча валютні резерви забезпечують інвестиційний дохід, їх вкладення у високонадійні (= низькодохідні) цінні папери, якими зазвичай є облігації урядів США, Німеччини чи Великої Британії, не передбачає оптимальної прибутковості. Проте для окремих країн з низькою відсотковою ставкою (Китай, Японія) інвестиції в облігації американського уряду є більш дохідними, ніж придбання місцевих цінних паперів.

### Виняткове фінансування

Виняткове фінансування залежить від політичних міркувань і не передбачає регулярних надходжень капіталу. В 1992—1993 рр. Польща отримала понад 8 млрд дол., однак надалі не використовувала цей механізм залучення іноземного капіталу (табл. 2.13). Однією з головних причин стало успішне реформування польської економіки, якому власне мало сприяти попереднє виняткове фінансування. Упродовж 1994—1996 рр. фінансування російської економіки становило 40 млрд дол., однак не мало помітного впливу на перебіг економічних реформ. Обсяги виняткового фінансування дещо зменшилися у 1997 р., проте наступного 1998 р. Росія знову отримала понад 10 млрд дол., що втім не запобігло виникненню гострої фінансової кризи у серпні 1998 р., коли російський рубль було девальвовано практично вчетверо і оголошено дефолт. Ефективність виняткового фінансування упродовж 1995—1999 рр. виглядає сумнівною для Молдови, яка

<sup>1</sup> Нобелівський лауреат Р. Манделл вважає високе співвідношення “зовнішній борг/валютні резерви” головною причиною того, що Сінгапур, Гонконг, Китай, Тайвань і Японія не потерпіли від азійської фінансової кризи 1997—1998 рр. [90, с. 61—62].

в 2000—2001 рр. зіткнулася із значними економічними труднощами. На такому тлі дуже контрастно виглядає Хорватія, яка з 1996 р. не отримує виняткового фінансування (можливо, що саме це стимулювало ефективну економічну політику).

Заслуговує уваги динаміка виняткового фінансування у Болгарії. Після отримання значних надходжень у 1994 р. (головним чином внаслідок реструктуризації зовнішнього боргу) надалі виняткове фінансування істотно зменшилося, що збіглося з помітним погіршенням макроекономічної ситуації. Зміни на краще було започатковано у 1997 р. із запровадженням грошової ради — радикального різновиду фіксованого обмінного курсу. Помітно, що нову економічну політику було підтримано значним винятковим фінансуванням.

Із середини 1990-х років Росія була безсумнівним лідером в отриманні позик МВФ (табл. 2.14). Найбільші позики було отримано 1995 і 1998 рр., що мало підтримати економічні реформи, однак навряд чи це завдання можна вважати успішним. У 1999 р. Росія розпочала повернення раніше отриманих позик. Примітно, що Чехія та Угорщина не отримували позик МВФ навіть під час труднощів платіжного балансу (Угорщина — 1995 р., Чехія — 1997 р.).

## **2.6. Проблема вибору рівноваги платіжного балансу**

Вибір рівноваги платіжного балансу ускладнюється згаданою вище можливістю “широкого” і “вузького” трактування зазначеної рівноваги. Дані окремих країн показують можливість перебування сальдо поточного рахунку в доволі широких межах. У 2006 р. найбільшим від’ємним сальдо характеризувалися: Ефіопія — 10 % від ВВП, Болгарія — 13, Боснія і Герцеговина — 16, Ірак — 18, Нікарагуа — 20, Ліван — 21, Еритрея, Сан-Томе і Принсіпі — 24 % від ВВП [162, р. 98]. З іншого боку, значні додатні сальдо мали: Швейцарія — 15 % від ВВП, Ангола, Норвегія — 18, Лівія — 20, Азербайджан, Сінгапур — 21, Катар — 23, Саудівська Аравія — 24, Кувейт — 42 % від ВВП.

### **2.6.1. “Широке” і “вузьке” трактування рівноваги платіжного балансу**

Широке трактування рівноваги платіжного балансу не заперечує можливостей тривалого поєднання від’ємного сальдо поточного рахунку та додатного сальдо рахунку капіталу і фінансових операцій, або навпаки —



Таблиця 2.13. Виняткове фінансування трансформаційних економік (млн дол.), 1994—2005 рр.

Країна	Роки											
	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Болгарія	295	35	97	99	426	269	136	71	13	164	154	137
Польща	-96	4	4	3	2	—	—	—	—	—	—	—
Росія	15 520	13 207	11 113	6896	10 855	7078	4985	773	1305	—	—	—
Румунія	228	536	1157	176	-75	—	—	—	—	—	—	—
Молдова	18,7	187	177	234	189	169	52	36	79,6	52	19,7	53,7
Хорватія	359	306	-479	—	—	—	—	—	—	—	—	—

Джерело: IMF Balance of Payments Statistics

Таблиця 2.14. Трансформаційні економіки: позики МВФ (млн дол.), 1994—2005 рр.

Країна	Роки											
	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Болгарія	262	-246	-108	397	130	162	136	-169	-142	36	-55	-436
Польща	603	-1408	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Росія	1514	5473	3237	1526	5206	-3603	-2899	-3829	-1493	-1897	-1655	-3506
Румунія	217	-316	-356	29	-126	-66	20	-51	11	121	-171	—
Молдова	72	65	25	1	-64	4	-25	-2	-6	-22	-22	-22
Казахстан	—	141	135	-7	122	-176	-441	—	—	—	—	—
Угорщина	-165	-785	-203	—	-160	—	—	—	—	—	—	—
Чехія	-1117	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Словаччина	51	-201	-125	-52	-67	-52	-125	—	—	—	—	—
Естонія	—	29	-11	-19	-26	-4	-5	-5	-14	—	—	—
Латвія	47	-3	-25	-37	-25	-15	-10	-10	-10	-11	-6	—
Литва	67	63	21	14	-28	-17	-27	-34	-40	-81	-20	-26
Хорватія	107	97	-5	38	-9	-32	-29	-31	-128	—	—	—

Джерело: IMF Balance of Payments Statistics

додатного сальдо поточного рахунку та від'ємного сальдо рахунку капіталу і фінансових операцій. Додатне сальдо поточного рахунку не становить жодної загрози, якщо надходження від чистого експорту товарів і послуг чи з інших джерел (інвестиційний дохід, приватні трансферти) не мають інфляційних наслідків через збільшення пропозиції грошової маси (фіксований обмінний курс) або не погіршують цінову конкурентоспроможність експортерів через надмірне зміцнення грошової одиниці (плаваючий обмінний курс).

Загалом від'ємне сальдо поточного рахунку теж не є загрозливим, якщо фінансується самодостатнім у довгостроковій перспективі припливом капіталу. Найкращим джерелом такого фінансування є ПІІ. Досвід окремих промислових країн свідчить, що цілком безпечно з погляду цінової і грошової стабільності фінансування від'ємного сальдо поточного рахунку може бути тривалим. Приміром, з початку 1980-х років це спостерігається у США. Проте у країнах, що розвиваються, тривале від'ємне сальдо поточного рахунку може з легкістю спровокувати очікування знецінення грошової одиниці та інфляції.

Певні нюанси створює характер платіжних дисбалансів. З погляду балансу заощаджень-інвестицій (рівняння (2.5)) сальдо поточного рахунку може відбивати якісно відмінні ситуації, що по-різному характеризують доцільність стабілізаційної економічної політики. Приміром, погіршення сальдо поточного рахунку може бути наслідком збільшення як приватного споживання, так і приватних інвестицій. Якщо збільшення інвестицій створює можливості для майбутнього збільшення заощаджень за рахунок прискорення економічного розвитку, то збільшення приватного споживання недвозначно погіршує довгострокову перспективу національної економіки. Подібним чином додатне сальдо поточного рахунку ще не означає динамічного розвитку економіки, конкурентоспроможної на світових ринках. Поліпшення сальдо поточного рахунку може бути наслідком зменшення інвестицій, що так чи інакше погіршує перспективу економічного розвитку.

### **Динамічна рівновага і самодостатність сальдо поточного рахунку**

У контексті динамічних міжчасових обмежень рівновага поточного рахунку (англ. *the current account solvency*) визначається його дисконтним значенням, яке дорівнює поточній зовнішній заборгованості

$$D = \sum_{i=0}^{\infty} \beta^i CA_i, \quad \beta \neq 0. \quad (2.16)$$

Якщо рівняння (2.16) незначно модифікувати, то з врахуванням засадничих залежностей динамічного характеру сальдо поточного рахунку становитиме

$$CA_t \equiv Y_t + r^* B_{t-1} - C_t - I_t - G_t = S_t^p + S_t^g - I_t, \quad (2.17)$$

де  $S_t^p$  — внутрішні приватні заощадження;  $S_t^g$  — заощадження державного сектора економіки.

Подібно до рівняння (2.5), сальдо поточного рахунку визначається балансом заощаджень-інвестицій, але у значно ширшому міжчасовому теоретичному контексті. Від'ємне сальдо поточного рахунку і супутній зовнішній борг не створюють проблем, якщо у майбутньому відбувається перехід до додатного сальдо поточного рахунку, достатнього для обслуговування зовнішнього боргу. Відповідно вирівнювання платіжного балансу означає досягнення майбутнього рівноважного значення сальдо поточного рахунку. Самодостатність сальдо поточного рахунку (англ. *the current account sustainability*) означає, що його майбутнє вирівнювання не передбачає відхилень від траєкторії стійкого економічного зростання і не вимагає радикальних змін у економічній політиці.

Труднощі ідентифікації сальдо поточного рахунку — рівноважного чи нерівноважного — пояснюються низкою причин, що можуть і не мати безпосереднього зв'язку з інструментами економічної політики [275, р. 4—5]:

1) *залежність від балансу заощаджень-інвестицій*. Високий рівень інвестицій засвідчує довіру до економіки, оскільки передбачає вище економічне зростання у майбутньому. Проте інвестиції можуть бути неефективними або мати політичну мотивацію, що погіршує перспективу обслуговування зовнішнього боргу. Подібним чином впливає надмірне збільшення інвестицій у секторах, що орієнтуються на внутрішній ринок;

2) *економічне зростання*. Навіть якщо ВВП зростає переконливим темпом, потрібно відстежувати структуру виробництва. Повільне зростання експорту може бути ознакою втрати самодостатності від'ємного сальдо поточного рахунку;

3) *відкритість економіки*. Країни з високою часткою експорту у ВВП повинні легше обслуговувати зовнішній борг, однак труднощі створює інерційність трансферу ресурсів у експортний сектор, що погіршує фінансування від'ємного сальдо поточного рахунку на випадок раптового припинення чистого припливу капіталу. Для більш відкритої економіки може бути відчутнішою втрата торговельних кредитів, однак загалом загроза

відмови від обслуговування зовнішнього боргу (або дефолту) є нижчою. З іншого боку, відкритіша економіка є вразливішою до зміни умов торгівлі та попиту на зовнішніх ринках;

4) *структура зовнішніх зобов'язань*. Можливості обслуговування зовнішнього боргу погіршує переважання у структурі зовнішніх зобов'язань офіційних запозичень (або державного боргу) та короткочасних інструментів;

5) *обумовленість поведінкою іноземних інвесторів*. Досить часто поведінка інвесторів залежить не так від вивчення так званих фундаментальних чинників (валютні резерви, сальдо бюджету, умови торгівлі), як від суб'єктивного сприйняття економічних подій. При цьому раптовий вплив капіталу може бути наслідком паніки на фінансових ринках сусідніх країн, яка не враховує надійного рівня валютних резервів чи досягнутого додатного сальдо бюджету;

6) *залежність порівняльної ціни реальних і фінансових активів від очікувань майбутньої динаміки макроекономічних показників*. Поведінка портфельних інвесторів є досить складною і передбачає взаємну залежність між потоками капіталу і порівняльними цінами.

7) *політична ситуація* (ризиків змін в економічній політиці, передвиборчі кампанії, ступінь партійних антагонізмів тощо).

У 2005 р. показники сальдо поточного рахунку ведучих промислових країн істотно відрізнялися (рис. 2.4). Від'ємне сальдо поточного рахунку в США збільшилося до рекордних 6,4 проти 2,5 % від ВВП у 1998 р. Ще наприкінці 1990-х років збільшення зовнішніх зобов'язань до 2,3 млрд дол. створювало обґрунтовані побоювання щодо самодостатності від'ємного сальдо поточного рахунку [272]. Фінансування від'ємного сальдо поточного рахунку може тривати довго, якщо іноземні інвестори далі виявлятимуть зацікавленість американськими цінними паперами. Такої впевненості бракувало у 2002 р. (скандали на фондовому ринку), а тим паче бракує тепер. Слабший інтерес іноземних інвесторів до придбання американських цінних паперів засвідчують: а) зміна структури припливу капіталу (замість прямих і портфельних інвестицій в акціонерний капітал відбувається придбання боргових зобов'язань, що підвищує вразливість до раптової зміни у настроях інвесторів), б) збільшення частки центральних банків у придбанні американських боргових зобов'язань до 26,3 % у 2002—2004 рр. проти 8,8 % у 1999—2001 рр., в) занадто швидкий темп акумуляції валютних резервів за кордоном, який навряд чи вдасться підтримати на найближчі роки [255, р. 18—19].

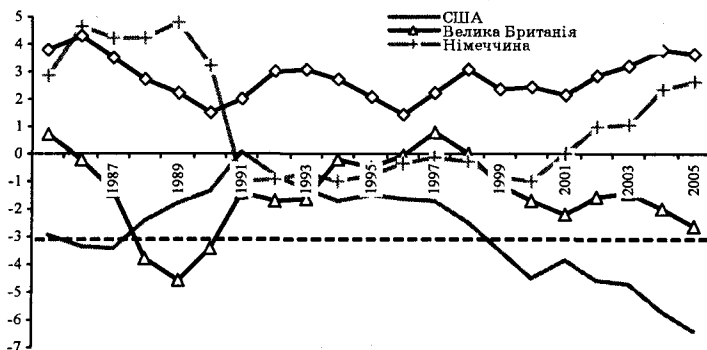


Рис. 2.4. Провідні промислові країни: сальдо поточного рахунку (% від ВВП), 1987—2005 рр.

Джерело: розраховано за даними IMF *International Financial Statistics*

Валютні резерви за кордоном перевищують значення, які розраховано за допомогою стандартних моделей оптимальних резервних активів. Зменшенню попиту на долар сприятимуть диверсифікація валютних резервів, модифікація стратегій обмінного курсу, збільшення попиту на інвестиції у країнах, що розвиваються, у зв'язку з реформуванням і реструктуризацією економіки. Оскільки збільшення зовнішньої заборгованості все більше відбиває отримання споживчого кредиту та позик під заставу майна за посередництвом комерційних банків і фінансових компаній, стає реальною загроза втрати довіри до приватних господарств (їхні борги вже на 10 % перевищують отриманий дохід), які порівняно з промисловими та фінансовими компаніями є менш надійними позичальниками.

У ретроспективі сучасна ситуація створює історичні аналогії з 1870—1880 р., коли спостерігалася тривале від'ємне сальдо поточного рахунку [125, р. 559—560]. Упродовж 1897—1914 рр. додатне сальдо поточного рахунку становило в середньому 0,7 % від ВВП (цей показник був переважно від'ємним з 1830 до 1896 р.). Під час Першої світової війни додатне сальдо зросло до 4,5 % від ВВП, адже США постачали товари і послуги воюючим країнам Європи. У 1920-х роках додатне сальдо поточного рахунку зменшилося до 1,2 %, а у 1930-х — до 0,4 % від ВВП. Цікаво, що у 1942—1945 рр. сальдо поточного рахунку було від'ємним (-0,6 % від ВВП). Лише після закінчення Другої світової війни у 1946—1947 рр. виникло додатне сальдо на рівні 3,1 % від ВВП. Упродовж 1948—1976 рр. сальдо поточного рахунку було переважно додатним, але незначним (у середньому цей показник становив 0,3 % від ВВП). Відплив капіталу за

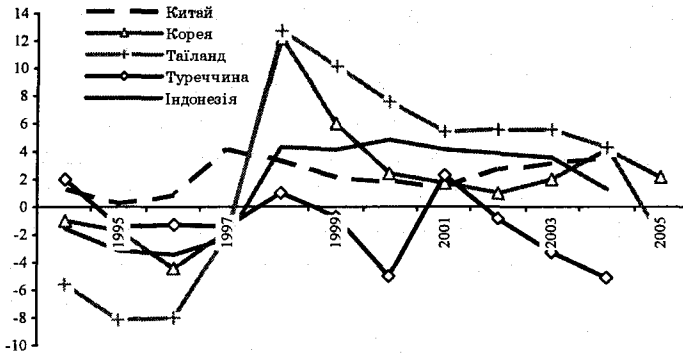
допомогою ПІІ та програм офіційної допомоги перевищував досягнутий сприятливий баланс експорту-імпорту, що в 1950—1960-х роках підвищувало ліквідність країн — учасниць Бреттон-Вудської системи фіксованих обмінних курсів. У 1977—1982 рр. спостерігалось незначне від'ємне сальдо поточного рахунку, проте в 1983—1987 рр. цей показник поступово погіршився до 3,6 % від ВВП. Іноземні уряди купували облигації американського уряду, тоді як приватні компанії інвестували власні заощадження в інструменти грошового ринку та депозити американських банків. Якщо зарубіжні активи американських інвесторів мали довгостроковий характер, то зобов'язання перед іноземцями — короткочасний характер. До 1990 р. поточний рахунок було практично вирівняно, але надалі поновилося погіршення цього показника. Від'ємне сальдо поточного рахунку фінансувалося припливом короткочасного капіталу.

У Великій Британії від'ємне сальдо поточного рахунку погіршилося до 2,6 % від ВВП, що створює певну подібність до періоду 1988—1990 рр., коли погіршення сальдо поточного рахунку підірвало довіру до британського фунта й у вересні 1992 р. відбувся вихід із Європейської монетарної системи (англ. *European Monetary System* — EMS)<sup>1</sup>. Німеччина мала додатне сальдо поточного рахунку до 1989 р., яке відновлено з 2001 р. Раптове погіршення сальдо поточного рахунку на початку 1990-х років зумовило зменшення заощаджень державного сектора у зв'язку з дорогими програмами реконструкції Східної Німеччини. Тривалим додатним сальдо поточного рахунку характеризується економіка Японії. В Італії у 2000 р. виникло від'ємне сальдо поточного рахунку на рівні 0,3 % від ВВП (подібна ситуація збереглася у 2001—2005 рр.), що контрастувало з додатним сальдо на рівні 1—2 % від ВВП упродовж 1990-х років. З-поміж інших промислових країн додатне сальдо поточного рахунку мають Швейцарія (за винятком 1979—1980 рр.) та Фінляндія (з 1994 р.). Франція мала додатне сальдо поточного рахунку в 1992—2003 рр., однак в останні два роки цей показник став від'ємним. Загалом країни єврозони мали від'ємне сальдо поточного рахунку в 1999—2001 рр., яке змінилося додатним у 2002—2004 рр. У 2005 р. поновилося від'ємне сальдо поточного рахунку на рівні 3,5 % від ВВП.

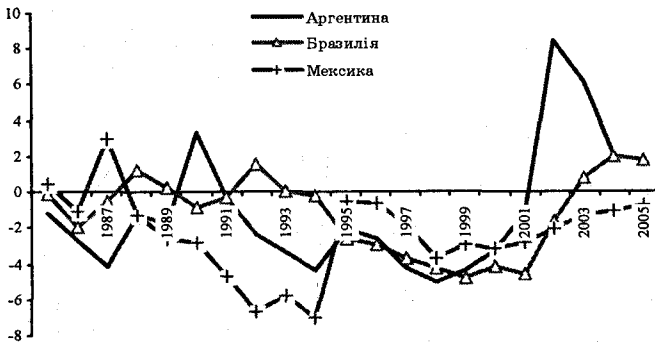
Традиційно найвище додатне сальдо поточного рахунку продемонстрував Сінгапур — 26,0 % від ВВП. У Південній Кореї та Китаї цей показник становив 2,1 % від ВВП (рис. 2.5, а). У Таїланді післякризове поліпшення сальдо поточного рахунку завершилося у 2005 р., коли обсяги імпорту товарів і послуг перевищили їх експорт вперше за останні сім років. Для Аргентини і Бразилії підтримання додатного сальдо поточного рахунку

<sup>1</sup> Докладнішу інформацію подано у розділі 8.

контрастує з періодом другої половини 1990-х років. Поступове зменшення від'ємного сальдо поточного рахунку демонструє Мексика (рис. 2.5, б).



а



б

Рис. 2.5. Вибрані країни, що розвиваються: сальдо поточного рахунку (% від ВВП): а — Південно-Східна Азія і Туреччина, 1994—2005 рр.; б — Латинська Америка, 1985—2005 рр.

Джерело: розраховано за даними IMF *International Financial Statistics*

У цій країні погіршенню сальдо поточного рахунку впродовж 1991—1994 рр. виразно бракувало самодостатності, що згодом підтвердила криза платіжного балансу (грудень 1994 р.). Поступове погіршення сальдо поточного рахунку в Аргентині до 4,4 % від ВВП у 1994 р. теж вважалося надмірним, проте в 1995—1996 рр. вирівнювання платіжного балансу було безпроблемним. Принаймні було збережено фіксований обмінний курс песо, а спад виробництва тривав не більше року — це створило заспокійливий

настрій продовж 1997—1999 рр., коли від'ємне сальдо поточного рахунку перевищило 4 % від ВВП. У 2000 р. цей показник зменшився до 3,2 % від ВВП, але цього виявилось недостатньо для вирівнювання платіжного балансу. В 2001 р. Аргентина отримала чергову кризу платіжного балансу в зв'язку з неможливістю обслуговування зовнішнього боргу і вимушено відмовилася від фіксованого обмінного курсу песо.

Погіршення від'ємного сальдо поточного рахунку в Бразилії до 4,3 % від ВВП у 1998 р. стало безпосередньою причиною девальвації місцевого реала (січень 1999 р.), яка втім не поліпшила сальдо поточного рахунку. В 1999 р. від'ємне сальдо зросло до 4,8 %, а у 2000 р. лише незначно зменшилося до 4,1 % від ВВП. Причин декілька: недостатнє зменшення імпорту в поєднанні зі зменшенням експорту, скорочення вартості ВВП у доларовому еквіваленті, підвищення коштів обслуговування зовнішнього боргу (це зменшує заощадження державного сектора). Можна припустити, що девальвація реала знизила рівень самодостатності від'ємного сальдо поточного рахунку. Для Туреччини в 1999 р. від'ємне сальдо поточного рахунку становило всього 0,7 % від ВВП, але це не запобігло кризовим явищам. Хоча у 2000 р. турецька ліра знецінилася на 24,3 %, від'ємне сальдо поточного рахунку погіршилося до 4,9 % від ВВП; цей показник став додатним у 2001 р., але в 2004 р. знову погіршився до загрозливих 5,1 % від ВВП.

Таїланд зразка 1994—1996 рр. справді виглядає “найслабшою ланкою” у Південно-Східній Азії (див. рис. 2.5, *a*). Оскільки погіршення від'ємного сальдо поточного рахунку 8 % від ВВП відбулося неконтрольовано, наступне вирівнювання платіжного балансу відбулося за допомогою стрімкої девальвації грошової одиниці — бата — і дестабілізації динаміки доходу. В Південній Кореї та Індонезії від'ємне сальдо поточного рахунку було вдвічі нижчим, ніж у Таїланді, проте обидві країни не уникнули кризових явищ, хоча й з відмінними наслідками. Якщо ВВП Південної Кореї перевищив показник 1997 р. на 3,5 % вже через два роки, то в Індонезії поновлення економічного зростання затягнулося. Враховуючи “панічну” поведінку іноземних інвесторів, що не пояснювалася фундаментальними економічними показниками, проблеми платіжного балансу в Південній Кореї можна вважати тимчасовими або такими, що не відбивали наявної самодостатності від'ємного сальдо поточного рахунку. Інакше кажучи, за відсутності негативного прикладу Таїланду, що ініціював паніку на фінансових ринках регіону, в 1997 р. від'ємне сальдо поточного рахунку на рівні 4,1 % від ВВП у Південній Кореї могло підтримуватися далі — без порушення динаміки доходу.

Можливість стимулювання доходу за допомогою додатного сальдо поточного рахунку переконливо ілюструє Китай (див. рис. 2.5, *a*), де впродовж



1994—2005 рр. обсяги експорту зросли зі 102 до 762 млрд дол. або у 7,5 раз. Попри збільшення імпорту до 660 дол. у 2000 р. проти 95 млрд дол. у 1994 р., додатне сальдо торговельного балансу далі збільшується: із 7 дол. у 1994 р. до 74 млрд дол. у 2005 р., що дозволило акумулювати значні валютні резерви.

Не бракує теоретичних аргументів (розділ 13), що оптимальною є рівновага платіжного балансу у вузькому розумінні ( $CA = 0$ ). Доцільність підтримання такої рівноваги поточного рахунку ілюструє досвід Чилі (детальніше див. розділ 13, рис. 13.10). На початку 1980-х років стрімке погіршення торговельного балансу і поточного рахунку перервало перебіг доволі успішних чилійських економічних реформ, започаткованих у середині 1970-х років, і позначилося кризою платіжного балансу. Мобілізація коштів для обслуговування зовнішнього боргу зумовила появу значного додатного сальдо поточного рахунку. З часом поточний рахунок було вирівняно, а додатне сальдо торговельного балансу використовувалося для збільшення валютних резервів. Надалі кожне погіршення сальдо поточного рахунку неодмінно супроводжувалося оперативною корекцією цього показника. Приміром, погіршення поточного рахунку в 1993 р. було нейтралізоване впродовж наступних двох років. У 1998 р. від'ємне сальдо поточного рахунку збільшилося до 5,7 % від ВВП, проте вже наступного року цей показник зменшився до 0,1 % від ВВП.

## 2.6.2. Особливості трансформаційних економік

Більшість країн Східної Європи підтримують від'ємне сальдо поточного рахунку (рис. 2.6), яке у багатьох випадках значно перевищує емпіричний критерій безпечності (Словаччина і Угорщина). У минулому кожен такий випадок завершувався кризою платіжного балансу і девальвацією грошової одиниці: Угорщина (1995 р.), Чехія (1997 р.), Словаччина (1998 р.). Без кризових явищ обійшлися у Польщі, де поступове погіршення із середини 1990-х років сальдо поточного рахунку плавно змінилося на виразну тенденцію до поліпшення цього показника (з 2000 р.). В Україні порівняно незначне (за східноєвропейськими мірками) від'ємне сальдо поточного рахунку впродовж 1993—1998 рр. постійно загрожувало нестабільністю грошової одиниці, а також було підставою для песимістичних економічних прогнозів. У 1999—2005 рр. відбувся перехід до додатного сальдо поточного рахунку, як це спостерігалось у тій же Польщі чи Словаччині у 1994—1995 рр. і пов'язувалося з радикальною економічною політикою (передусім у Польщі), проте немає певності щодо подальшого розвитку подій: вибере Україна для переходу до стійкого економічного зростання додатне сальдо чи намагатиметься фінансувати від'ємне сальдо поточного рахунку.

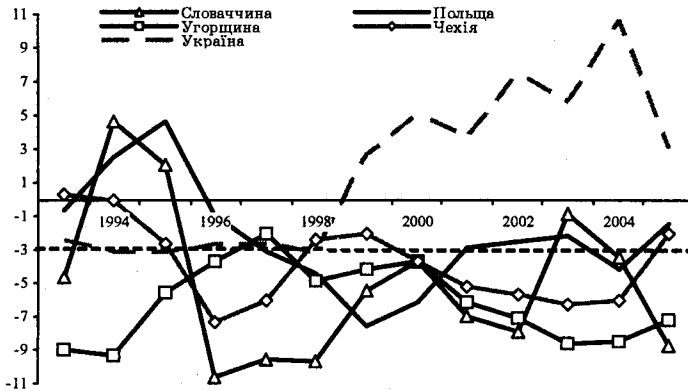


Рис. 2.6. Країни Східної Європи: сальдо поточного рахунку (% від ВВП), 1993—2005 рр.

Джерело: розраховано за даними IMF International Financial Statistics

У трансформаційній економіці доцільність тривалого підтримання від'ємного сальдо поточного рахунку підтримують щонайменше два аргументи:

— *збільшення інвестицій*. Оскільки більшість економік потребують імпорту обладнання та інших інвестиційних товарів для структурної перебудови, від'ємне сальдо поточного рахунку стає передумовою наступного економічного зростання;

— *оптимізація споживання*. В окремі періоди доцільно підтримувати сталий рівень приватних і державних витратів, компенсуючи несприятливий вплив зовнішніх або внутрішніх чинників (погіршення умов торгівлі, спад виробництва за кордоном, природні катаклізми тощо) належним припливом капіталу. Відповідно у майбутньому повинен відбуватися перехід від від'ємного до додатного сальдо поточного рахунку.

Не менш переконливими є аргументи на користь додатного сальдо поточного рахунку:

— *неінфляційне стимулювання сукупного попиту*. Це важливо для випадку очікувань інфляції та знецінення грошової одиниці, коли немає можливостей стимулювання попиту за допомогою збільшення грошової маси чи дефіциту бюджету;

— *консолідація очікувань цінової і грошової стабільності*. Валютні надходження від експорту товарів і послуг зміцнюють грошову одиницю

## ВЗАЄМНА ПРИЧИННІСТЬ РАХУНКІВ ПЛАТІЖНОГО БАЛАНСУ

З погляду підтримання рівноваги платіжного балансу становить інтерес взаємна причинність його рахунків. Емпірично тестувалися дані України, Угорщини, США та Мексики (рис. 2.7). Асиметрична динаміка поточного рахунку та рахунку капіталу і фінансових операцій (далі — рахунку капіталу) дуже виразно простежується у США та Мексиці. Проте цього недостатньо для визначення напрямку причинності: а) поточний рахунок впливає на рахунок капіталу (“ $CA \Rightarrow K$ ”), б) рахунок капіталу впливає на поточний рахунок (“ $K \Rightarrow CA$ ”) чи в) причинність є взаємною (“ $CA \Leftrightarrow K$ ”). Причинність “ $CA \Rightarrow K$ ” означає, що погіршення поточного рахунку вимагає належного фінансування, яке забезпечується припливом капіталу. Навпаки, причинність “ $K \Rightarrow CA$ ” передбачає, що приплив іноземного капіталу зумовлює погіршення поточного рахунку. У випадку взаємної причинності обидва рахунки впливають одночасно.

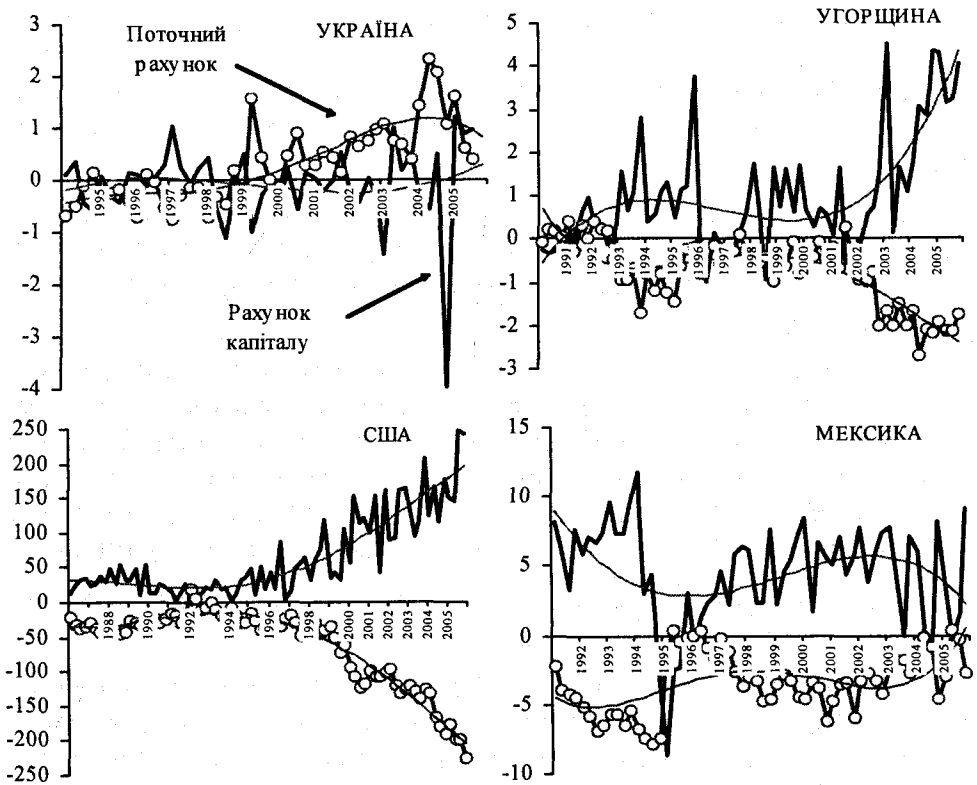


Рис. 2.7. Сальдо рахунків платіжного балансу (млрд дол.)

Примітка: трендові значення отримано за допомогою фільтру Ходріка — Прескотта

Для визначення характеру причинно-наслідкових зв'язків зручно використовувати тест Гренджера (табл. 2.15). В Україні обидві статистичні гіпотези не можна відхилити. Інакше кажучи, між обома рахунками платіжного балансу — поточним і капіталу — немає жодного зв'язку. В Угорщині гіпотезу про незалежність рахунку капіталу від поточного рахунку можна відхилити на рівні статистичної значущості 5 %. Інакше кажучи, погіршення поточного рахунку супроводжується припливом капіталу ( $CA \Rightarrow K$ ). Проте немає ознак зворотної причинності ( $K \Rightarrow CA$ ). Незважаючи на те, у Мексиці приплив капіталу погіршує поточний рахунок, а не навпаки. Гіпотезу про відсутність впливу " $K \Rightarrow CA$ " можна відхилити на рівні статистичної значущості 1 %. Для США все показує на те, що залежність рахунків платіжного балансу є взаємною ( $CA \Leftrightarrow K$ ). Тобто, погіршення поточного рахунку зумовлює приплив капіталу для власного фінансування, тоді як надходження іноземного капіталу погіршують сальдо поточного рахунку. Подібною є взаємна причинність обох рахунків платіжного балансу в Чилі.

Таблиця 2.15. Тест Гренджера для  $CA_t$  і  $K_t$ 

Гіпотеза	Країни			
	Україна	Угорщина	США	Мексика
$CA_t$ не впливає на $K_t$	0,073 (0,930)	3,227 (0,035 <sup>**</sup> )	9,806 (0,000 <sup>*</sup> )	1,183 (0,320)
$K_t$ не впливає на $CA_t$	0,313 (0,734)	0,327 (0,805)	2,800 (0,049 <sup>**</sup> )	7,942 (0,001 <sup>*</sup> )

Примітка: \* тут і далі для тесту Гренджера гіпотезу можна відкинути на рівні статистичної значущості 1 % (\*\* — 5, \* — 10 %); використано лаг у три квартали; у дужках подано значення  $p$ -критерію

та збільшують валютні резерви. Окрім того, додатне сальдо поточного рахунку дозволяє зменшити зовнішню заборгованість;

— *поліпшення інвестиційних перспектив*. У країнах Східної Європи і колишнього Радянського Союзу не бракує інвестиційних ресурсів (на відміну від країн, що розвиваються), проте збільшенню продуктивних інвестицій перешкоджають очікування грошової і цінової нестабільності як один з наслідків від'ємного сальдо поточного рахунку;

— *трансфер технологій*. Збільшення експорту заохочує інвестиції та придбання сучасних технологій. З іншого боку, це матиме сприятливий вплив і на ті сектори економіки, що орієнтовані на внутрішній ринок;

— *переваги від спеціалізації*. Експортна орієнтація економіки забезпечує кошти економії від обсягів виробництва, передусім у промисловості.

Достатньо диверсифіковані зв'язки між експортними галузями та рештою економіки створюють передумови для надійного економічного зростання.

Зрозуміло, що для випадку окремої країни потрібно зважувати потенційні переваги і недоліки кожного з варіантів. Оптимальним може виявитися вузьке трактування рівноваги поточного рахунку ( $CA = 0$ ); відповідні теоретичні аргументи розглянуто у розділах 6 і 13. На тлі тодішньої пасивної-панівної констатації чи навіть пропаганди переваг від'ємного сальдо поточного рахунку для випадку української економіки справдилася енергійна критика такого розуміння зовнішньої рівноваги [54, с. 74—79; 97, с. 71—73].

## 2.7. Ілюстративний приклад складання платіжного балансу

Декілька операцій увиразнюють техніку складання платіжного балансу (вибрано аналітичну форму представлення):

*Операція 1.* Імпортовано товарів на 800 млн дол. Оплату проведено з рахунків приватних компаній у комерційних банках (600 млн дол.) і з бюджету (200 млн дол.).

Дебет: A1	800 млн дол.
Кредит: C3.2	200 млн дол.
Кредит: C3.3	600 млн дол.

Розрізняються джерела фінансування імпорту в приватному і державному секторах.

*Операція 2.* Приватними компаніями експортовано товарів на 700 млн дол. Документально підтверджено повернення 600 млн дол. валютної виручки на рахунки у місцевих комерційних банках.

Кредит: A1	700 млн дол.
Дебет: C3.3	600 млн дол.
Дебет: D	100 млн дол.

Статистичне розходження показує “втечу” капіталу на суму 100 млн дол.

*Операція 3.* Працюючими в країні іноземцями переказано за кордон з власних банківських рахунків 250 млн дол.

Дебет: A4	250 млн дол.
Кредит: C3.3	250 млн дол.

*Операція 4.* Від надання транзитних послуг отримано 400 млн дол.

Кредит: А2                      400 млн дол.

Дебет: С3.2                    400 млн дол.

*Операція 5.* Іноземні інвестори переказали за кордон 100 млн дол. прибутків від зроблених раніше ПІІ.

Дебет: А3                      100 млн дол.

Кредит: С3.3                   100 млн дол.

*Операція 6.* Резидентами отримано 50 млн дол. пенсій від іноземної держави.

Кредит: А4                      50 млн дол.

Дебет: С3.4                    50 млн дол.

Пенсії є різновидом поточних трансфертів.

*Операція 7.* Надійшло 300 млн дол. портфельних інвестицій від придбання акцій місцевих компаній. Це дозволило поповнити валютні резерви на 150 млн дол.

Кредит: С2                      300 млн дол.

Дебет: С3.3                    150 млн дол.

Дебет: Е1                      150 млн дол.

У цій операції центральний банк купує на валютному ринку частину отриманих валютних надходжень.

*Операція 8.* Обсяги ПІІ в певну країну оцінено на рівні 600 млн дол., хоча документально підтверджено отримання лише 450 млн дол.

Кредит: С1                      600 млн дол.

Дебет: С3.4                    450 млн дол.

Дебет: D                      150 млн дол.

Запис по статті С3.4 відбиває природу подвійного запису і показує, що ПІІ не мають зв'язку з банківською системою, центральним банком та органами державного управління. Запис у статті "помилки і пропущення" є балансуєчим.

*Операція 9.* Урядом емітовано єврооблігацій на суму DM 480 млн (обмінний курс становив DM 1,8 за 1 дол.). Комісійні компанії-андерайтера становили 2 %.

Дебет: А2                      6 млн дол.

Дебет: С2                      300 млн дол.

Кредит: СЗ.2                    6 млн дол.  
Кредит: Е4.3                    300 млн дол.

Для визначення характеру цієї операції зауважимо, що кошти надходять у країну. Тобто, емісія єврооблігацій з погляду статистики платіжного балансу не відрізняється від інших джерел надходження капіталу, але показується як виняткове фінансування уряду. Зрозуміло, що оплата послуг компанії-андерайтера зменшує чисті надходження від емісії урядових цінних паперів.

*Операція 10.* Списано зовнішню заборгованість на суму 1200 млн дол.

Кредит: В                        1200 млн дол.  
Дебет: СЗ.2                    1200 млн дол.  
Кредит: СЗ.2                    1200 млн дол.  
Дебет: ЕЗ                        1200 млн дол.

Списання зовнішньої заборгованості є рівнозначним надходженню коштів з-за кордону (приміром, від експорту) і показується по кредиту рахунку капіталу; кореспондуючий запис зроблено за дебетом рахунку фінансових операцій. Надалі відображається характер цієї операції як різновиду виняткового фінансування.

*Операція 11.* Отримано 2000 млн дол. позики МВФ. З них 1500 млн дол. використано для поповнення валютних резервів центрального банку.

Дебет: СЗ.1                    500 млн дол.  
Дебет: Е1                        1500 млн дол.  
Кредит: Е2                        2000 млн дол.

Платіжний баланс за операціями (1)—(11) в аналітичній формі подання показано у табл. 2.16. Якщо використати стандартну форму подання, то підсумок операцій (1)—(11) виглядатиме дещо по-іншому (табл. 2.17).

*Таблиця 2.16.* Платіжний баланс за операціями (1)—(11) в аналітичній формі

Статті платіжного балансу	Млн дол.	
	дебет “-”	кредит “+”
1	2	3
<b>А. Поточний рахунок</b>		
1. Товари	800 <sub>1</sub>	700 <sub>2</sub>
2. Послуги	—	400 <sub>4</sub>
3. Доходи	100 <sub>5</sub>	—
	6 <sub>9</sub>	—

Закінчення табл. 2.16

1	2	3
4. Поточні трансферти	250 <sub>3</sub>	50 <sub>6</sub>
<b>В. Рахунок капіталу</b>		
1. Рахунок капіталу	—	1200 <sub>10</sub>
<b>С. Рахунок фінансових операцій</b>		
1. Прямі іноземні інвестиції	—	600 <sub>8</sub>
2. Портфельні інвестиції	—	—
2.1. Акціонерний капітал	—	300 <sub>7</sub>
2.2. Боргові зобов'язання	300 <sub>9</sub>	—
3. Інші інвестиції	—	—
3.1. Центральний банк	500 <sub>11</sub>	—
3.2. Уряд	400 <sub>4</sub>	200 <sub>1</sub>
	—	6 <sub>9</sub>
3.3. Приватні банки	600 <sub>2</sub>	600 <sub>1</sub>
	150 <sub>7</sub>	250 <sub>3</sub>
	—	100 <sub>5</sub>
3.4. Інші сектори	50 <sub>6</sub>	—
	450 <sub>8</sub>	—
<b>D. Помилки і пропусчення</b>	100 <sub>2</sub>	—
<b>Е. Резервні активи</b>		
1. Валютні резерви	150 <sub>7</sub>	—
	1500 <sub>11</sub>	—
2. Використання позик МВФ	—	2000 <sub>11</sub>
3. Виняткове фінансування	1200 <sub>10</sub>	300 <sub>9</sub>

Таблиця 2.17. Платіжний баланс за операціями (1)—(11) у стандартній формі

Статті платіжного балансу	Мли дол.	
	дебет “-”	кредит “+”
1	2	3
<b>A. Поточний рахунок</b>		
1. Товари	800 <sub>1</sub>	700 <sub>2</sub>
2. Послуги	—	400 <sub>4</sub>
3. Доходи	100 <sub>5</sub>	—
	6 <sub>9</sub>	—
4. Поточні трансферти	250 <sub>3</sub>	50 <sub>6</sub>
<b>B. Рахунок капіталу</b>		



Закінчення табл. 2.17

1	2	3
1. Рахунок капіталу	—	1200 <sub>10</sub>
<b>С. Рахунок фінансових операцій</b>		
1. Прямі іноземні інвестиції	—	600 <sub>8</sub>
2. Портфельні інвестиції	—	—
2.1. Акціонерний капітал	—	300 <sub>7</sub>
2.2. Боргові зобов'язання	300 <sub>9</sub>	—
3. Інші інвестиції	—	—
3.1. Центральний банк	500 <sub>11</sub>	—
3.2. Уряд	400 <sub>4</sub>	200 <sub>1</sub>
	1200 <sub>10</sub>	306 <sub>9</sub>
3.3. Приватні банки	600 <sub>2</sub>	600 <sub>1</sub>
	150 <sub>7</sub>	250 <sub>3</sub>
	—	100 <sub>5</sub>
3.4. Інші сектори	50 <sub>8</sub>	—
	450 <sub>8</sub>	—
3.5. Зобов'язання перед МВФ	—	2000 <sub>11</sub>
<b>D. Помилки і пропущення</b>		
	100 <sub>2</sub>	—
	150 <sub>8</sub>	—
<b>E. Валютні резерви</b>		
1. Монетарне золото	—	—
2. Спеціальні права запозичення	—	—
3. Іноземна валюта	150 <sub>7</sub>	—
	1500 <sub>11</sub>	—

## Навчальні завдання

1. Упродовж ХХ ст. країни Латинської Америки пройшли у власному розвитку повний цикл “відкритість — закритість — відкритість”. Чим пояснювалися радикальні зміни у стратегії економічного розвитку? Чому з початку 1990-х років знову спостерігається повернення до філософії відкритої економіки? Як цьому перешкоджає спадок 1950—1960-х років?

2. Поновіть статистику платіжного балансу України. Які зміни відбулися за останні роки по кожній з позицій?

3. Порівняйте платіжний баланс України в аналітичній та стандартній формі. 1. Яким є коефіцієнт фінансування від’ємного сальдо поточного рахунку припливом: а) прямих та б) портфельних інвестицій? Чим пояснюється погіршення сальдо статті “доходи”? Якою є заборгованість перед МВФ, що виникла впродовж 1994—1999 рр.? Яким є кумулятивне збільшення валютних резервів упродовж 1994—2005 рр.? Як за вказаний період змінилася інвестиційна позиція? Якими є джерела додатного значення помилок і пропускень у 1994—1996 рр.? Чим пояснюється значне від’ємне значення помилок і пропускень у 1997 р.? Якою є динаміка заощаджень інвестицій у 1994—2005 рр.?

4. Покажіть у платіжному балансі:

1) експортовано товарів на 400 млн дол. Зареєстровано повернення 90 % валютної виручки. Центральний банк поповнив валютні резерви за рахунок обов’язкового продажу 75 % валютної виручки експортерами;

2) фізичні особи придбали за кордоном нерухомості на 1 млрд дол.;

3) збільшено квоту в МВФ на 700 млн дол.;

4) ввезено автомобілів на 1200 млн дол.;

5) іноземні компанії придбали концесію на будівництво автомобільних доріг вартістю 500 млн дол.;

6) портфельні інвестиції в економіку країни становили 600 млн дол.;

7) від транзиту енергоносіїв отримано 500 млн дол.;

8) працюючими на території цієї країни громадянами третіх країн переказано за кордон 600 млн дол.;

9) імпорт енергоносіїв становив 2000 млн дол.;

10) на підприємство іноземної компанії завезено обладнання вартістю 40 млн дол., яке до цього використовувалося на заводах компанії за кордоном, та напівфабрикатів на 100 млн дол. Сплачено 4 млн дол. імпортного мита. Додатково закуплено місцевої сировини на 150 млн дол.;

11) на короткочасних депозитах у приватних банках за кордоном резидентами розміщено 600 млн дол.

5. Одну з проблем складання платіжного балансу створює врахування трансфертних платежів. Наскільки офіційні дані відбивають реальні обсяги трансфертних платежів у економіці України? Яким є мікро- та макро-економічний вплив трансфертних платежів?

6. Щороку сумарне сальдо поточних рахунків країн — учасниць МВФ становить додатну величину. Чому так стається? Якою є можлива економічна інтерпретація цього факту? Яким є сумарне сальдо рахунків капіталу і фінансових операцій? Як це пояснити?

7. Країна виступає міжнародним інвестором портфельного капіталу. Яким варто очікувати сальдо поточного рахунку в цій країні?

8. За допомогою техніки складання платіжного балансу проведіть умовну реконструкцію платіжного балансу США для трьох відмінних часових періодів: а) початок 1960-х, б) середина 1980-х, в) кінець 1990-х років.

## Рекомендована література

*Бурда М., Виплош Ч.* Макроекономіка: Європейський контекст. — К.: Основи, 1998. — С. 36—59.

*Савельєв Є. В.* Міжнародна економіка: теорія міжнародної торгівлі і фінансів / Підручник. — Тернопіль: Економічна думка, 2001. — С. 294—318.

*Шевчук В.* Економічні реформи у Латинській Америці: від фінансової стабілізації до стійкого економічного зростання. — Л.: Каменяр. — С. 12—17.

*Шевчук В.* Платіжний баланс і макроекономічна рівновага в трансформаційних економіках: Досвід України. — Л.: Каменяр, 2001. — С. 15—73.

*Chacholiades M.* International Economics. — N. Y.: McGraw-Hill, 1990. — P. 281—305.

*Ingram J.* International Economics. — N. Y.; Toronto; Singapore: John Wiley & Sons, 1986. — P. 16—39, 69—82.

*Lane P., Milesi-Ferretti G.* A Global Perspective on External Positions. Working Paper No. 161. — Washington: IMF, 2005.

*Lindert P., Pugel T.* International Economics. 10<sup>th</sup> Edition. — Chicago, 1996: Irwin. — P. 301—319.

---

---

## Розділ 3

# БАЛАНС ЗАОЩАДЖЕНЬ-ІНВЕСТИЦІЙ

*Баланс заощаджень-інвестицій не лише ілюструє засадничі залежності платіжного балансу, а й дозволяє якнайпростіше простежити вплив окремих інструментів економічної політики й потоків капіталу на поточний рахунок. У цьому розділі головною метою вивчення навчального матеріалу стає всебічний аналіз причинно-наслідкових зв'язків балансу заощаджень-інвестицій. Традиційне трактування балансу заощаджень-інвестицій у дусі кейнсіанської теорії абсолютного доходу доповнено стислим викладом альтернативних теоретичних концепцій. Важливі теоретичні положення проілюстровано конкретними даними.*

*У підрозділі 3.1 розглянуто структуру і функціональні залежності балансу заощаджень-інвестицій. Предметний аналіз різноманітних змін у балансі заощаджень-інвестицій проведено у підрозділі 3.2. На прикладі країн, що розвиваються, стисло охарактеризовано шляхи збільшення заощаджень. У підрозділі 3.3 з використанням балансу заощаджень-інвестицій пояснюється послідовність процесу зовнішніх запозичень та обслуговування зовнішнього боргу. Підрозділ 3.4 присвячено питанню заощаджень у трансформаційних економіках. Важливий для відкритої економіки парадокс Фельдштейна — Хоріоки викладено у підрозділі 3.5. Проблему “подвійного” дефіциту — бюджету і поточного рахунку — проаналізовано у підрозділі 3.6 окремо для України та інших трансформаційних економік. Розділ завершено обговоренням динамічних характеристик зовнішнього боргу.*

## ЗАСАДНИЧІ ПОНЯТТЯ

баланс заощаджень-інвестицій  
гіпотеза абсолютного доходу

життєвий цикл приватних споживачів

умова Маршалла — Лернера  
ефект добробуту  
норма заощаджень  
траєкторія оптимального споживання  
реальний обмінний курс

перманентний і тимчасовий дохід  
“класова” гіпотеза заощаджень  
ефект Пліза  
зовнішні запозичення  
парадокс Фельдштейна — Хоріюки  
проблема “подвійного” дефіциту

### 3.1. Структура і засадничі функціональні залежності

Функціональні залежності окремих компонентів балансу заощаджень-інвестицій зручно пояснюють особливості впливу низки незалежних подій та інструментів економічної політики у відкритій економіці.

#### 3.1.1. Теоретична модель

У розширеному вигляді рівняння (2.5) можна переписати:

$$Y = C(Y - T, r) + I(r) + G + CA(q, Y^*, Y), \quad (3.1)$$

де  $T$  — фіксований податок на дохід;  $r$  — реальна відсоткова ставка;  $q$  — реальний обмінний курс;  $Y^*$  — дохід країн — торговельних партнерів (позначення для всіх інших змінних збережено).

Функцію споживання у рівнянні (3.1) визначено доходом у користуванні  $Y - T$  (англ. *disposable income*) та реальною відсотковою ставкою  $r$ . Гранична схильність до споживання  $C_Y = \partial C / \partial Y$  показує залежність приватного споживання від отриманого доходу<sup>1</sup>. Якщо ставку податку визначено у відсотках від доходу, то функція споживання становитиме  $C((1-t)Y, r)$ <sup>2</sup>. Окрім доходу і відсоткової ставки, приватне споживання може залежати від реальної вартості фінансових активів (ефект добробуту), очікувань інфляції, змін у стандартах життя тощо.

При підвищенні реальної відсоткової ставки приватні інвестиції зменшуються ( $I_r < 0$ ); навпаки, зниження  $r$  стає чинником збільшення інвестицій

<sup>1</sup> Нобелівський лауреат С. Кузнець (Simon Kuznets) розрахував за даними 1869—1963 рр., що для економіки США середня схильність до споживання становила 0,867 [63, с. 31]. Для більшості країн цей показник оцінюють у межах 0,8—0,9. В. Горбачук [27, с. 150—153] встановив, що в Україні споживається 60 % отриманого доходу. Проте розрахований В. Юрчишиним [102, с. 211] для економіки України коефіцієнт пропорційності між логарифмами  $C$  і  $Y$  становив усього 0,22.

<sup>2</sup> Для умов закритої економіки предметний опис функцій споживання і заощаджень подано В. Горбачуком [26, с. 54—84].

( $I_r > 0$ ). Подібно до приватного споживання, у більш загальному випадку інвестиції можуть залежати від низки інших чинників: очікувань інфляції і обмінного курсу, технологічних інновацій, різноманітних податкових пільг тощо. Хоча кейнсіанське припущення щодо мінливості інвестиційних чинників не передбачає залежності від доходу, цей показник теж може бути елементом функції інвестицій  $I(r, Y)$ .

Видатки бюджету  $G$  не мають певної функціональної залежності, оскільки визначаються суб'єктивними рішеннями і пропорційно збільшують сукупний попит на товари і послуги. Урядові видатки можуть фінансуватися підвищенням податків, позиками центрального банку або розміщенням облігацій внутрішньої і зовнішньої позики у приватному секторі.

Для сальдо поточного рахунку в рівнянні (3.1) використано вираз на основі розгорнутого представлення у рівнянні (2.1). Сальдо поточного рахунку поліпшується у разі зниження RER ( $CA_q > 0$ ), визначеного як

$$q = \frac{EP^*}{P}, \quad (3.2)$$

де  $P$  і  $P^*$  — відповідно рівні цін у певній країні та за кордоном.

Під зниженням розуміється збільшення значень RER ( $\uparrow q$ ), що відбиває прийняте у багатьох країнах визначення номінального обмінного курсу як вартості іноземної валюти у національній грошовій одиниці (наприклад 4 грн за дол.). Зрозуміло, що знецінення грошової одиниці до 5 грн за дол. означає зниження обмінного курсу — номінального і реального, тоді як підвищення RER ( $\downarrow q$ ) передбачає зменшення значень цього показника. Через зниження RER ( $\uparrow q$ ) будь-який з трьох інших чинників — девальвація грошової одиниці ( $\uparrow E$ ), підвищення світових цін ( $\uparrow P^*$ ), зниження внутрішніх цін ( $\downarrow P$ ) — поліпшує сальдо поточного рахунку ( $\uparrow CA$ ). Відповідно чинники підвищення RER ( $\downarrow q$ ) — ревальвація грошової одиниці, зниження світових цін ( $\downarrow P^*$ ), підвищення внутрішніх цін ( $\uparrow P$ ) — погіршують сальдо поточного рахунку ( $\downarrow CA$ ). Точніше, зниження RER поліпшує поточний рахунок, якщо сума цінових еластичностей експорту-імпорту перевищує 1 (умова Маршалла — Лернера).

Сальдо поточного рахунку ( $\downarrow CA$ ) погіршується зі збільшенням доходу ( $\uparrow Y$ ), адже відбувається пропорційне збільшення попиту на товари імпорту і внутрішнього виробництва,  $Q^M$  і  $Q^N$  відповідно (рис. 3.1)<sup>1</sup>. Початково на рівні доходу  $Y_0$  (у цінах товарів  $Q^N$ ) структура споживання є такою: товарів імпорту —  $Q_0^M$ , а продукції внутрішнього виробництва —  $Q_0^N$ . Приймаючи незмінними RER ( $q = \text{const}$ ) і смаки споживачів (це визначає

<sup>1</sup> Докладніше відповідні теоретичні конструкції розглянуто у розділах 6 і 13.

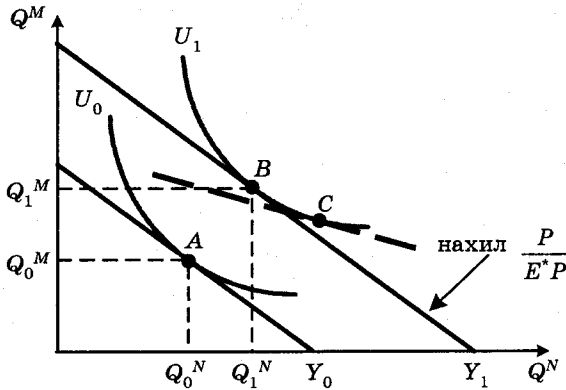


Рис. 3.1. Структура попиту в економіці з комбінованою структурою споживання

вигляд лінії байдужості  $U$ ), зростання доходу ( $Y_0 \rightarrow Y_1$ ) пропорційно збільшує споживання товарів внутрішнього виробництва до  $Q_1^N$ , а товарів імпорту — до  $Q_1^M$ . Також легко побачити, що знецінення грошової одиниці знижує RER ( $q_0 \rightarrow q_1$ ) та змінює структуру споживання на користь товарів  $Q^N$  (перехід з т.  $B$  у т.  $C$ ). Водночас зменшуються обсяги імпорту. Зростання доходу країн — торговельних партнерів ( $\uparrow Y^*$ ) збільшує попит на імпорт за кордоном і таким чином стимулює експорт з цієї країни. Для даних 101 країни за 1960—1999 рр. встановлено, що збільшення доходу країн — торговельних партнерів на 1% прискорює темп зростання ВВП на 0,8% [115, р. 24—40]. Сприятливий вплив посилюється упродовж 1980—1999 рр. і є помітним для відкритіших економік.

### 3.1.2. Структура балансу заощаджень-інвестицій

Після нескладних перетворень баланс заощаджень-інвестицій становить

$$Y - C(Y - T, r) - G - I(r) = CA(q, Y^*, Y) \tag{3.3}$$

або

$$S(Y, G - T, r) - I(r) = CA(q, Y^*, Y), \tag{3.3, a}$$

де  $S$  — сукупні внутрішні заощадження.

Заощадження  $S$  збільшуються у разі: а) зростання доходу ( $\uparrow Y$ ), б) підвищення відсоткової ставки ( $\uparrow r$ ) і в) поліпшення сальдо бюджету ( $\downarrow G - T$ ). Додавши у лівій частині рівняння (3.3) вираз  $T - T$ , внутрішні заощадження можна подати сумою приватних заощаджень і заощаджень у державному секторі



$$Y - C(Y - T, r) - T - I(r) - G + T = CA(q, Y^*, Y) \quad (3.4)$$

або

$$S^p(Y - T, r) - I(r) - (G - T) = CA(q, Y^*, Y) \quad (3.4, a)$$

де  $S^p$  — внутрішні приватні заощадження.

Залежність приватних заощаджень від відсоткової ставки легко пояснити пріоритетами міжчасового споживання, що вперше зауважив американський економіст І. Фішер (Irving Fisher). Зміни відсоткової ставки визначають можливість вибору при формуванні поточного і майбутнього споживання. Вища ставка обмежує поточне споживання на користь споживання майбутніх періодів, що збільшує заощадження<sup>1</sup>. Точніше, чисті кредитори збільшують приватне споживання, оскільки при підвищенні відсоткової ставки їхні доходи зростають. Навпаки, чисті боржники від підвищення ставки програють; відповідно зменшення отриманого доходу обмежує приватне споживання.

У рівнянні (3.4, a) простежується розподіл на заощадження приватно-го і державного секторів. Збільшенню заощаджень у державному секторі сприяють зменшення видатків бюджету або підвищення податків. Баланс заощаджень-інвестицій у вигляді (3.4) легко використати для ілюстрації проблеми “подвійного дефіциту” — бюджету і поточного рахунку.

Наведене вище визначення приватних заощаджень відбиває кейнсіанську гіпотезу про абсолютну залежність приватних заощаджень від доходу (англ. *absolute-income hypothesis*)

$$S^p = a + s(Y - T), \quad (3.5)$$

де  $a$  — константа ( $a < 0$ ), а  $s$  — норма заощаджень.

Від’ємний показник  $a$  означає, що заощадження можуть бути від’ємними (англ. *dissaving*) для країн з невисоким рівнем доходу. Потенційний недолік абсолютної гіпотези приватних заощаджень полягає у тому, що частка заощаджень у ВВП повинна зростати зі збільшенням доходу. Такий висновок не відповідає емпіричним даним, проте кейнсіанське визначення приватних заощаджень рівнем доходу вважається цілком прийнятним у короткочасному плані. Для більш віддаленої перспективи реалістичніше виглядають гіпотези відносного (англ. *relative-income hypothesis*) і постійного (перманентного) доходу (англ. *permanent-income hypothesis*),

<sup>1</sup> Інтуїтивно зрозумілим є таке пояснення: поточне підвищення відсоткової ставки за депозитами (або доходу від інших інвестиційних активів) передбачає отримання вищого доходу в майбутньому. Відповідно вартує обмежити поточне споживання і збільшити обсяги заощаджень.

## ТЕОРІЇ ПРИВАТНИХ ЗАОЩАДЖЕНЬ

*Гіпотеза відносного доходу.* Приймається, що приватне споживання залежить не лише від отриманого доходу, але й споживання минулих періодів:

$$C_t = a + (1-s)Y_t + bC_{t-1}, \quad (3.6)$$

де  $b$  — константа ( $0 < b < 1$ ).

Споживачі коригують поточне споживання за допомогою лагового компонента  $C_{t-1}$ . У короткочасному плані споживання залишається стабільним, оскільки економічні агенти неохоче знижують і повільно збільшують власне споживання внаслідок змін доходу. Можна вважати, що гіпотеза абсолютного доходу характеризує короткочасні, а гіпотеза відносного доходу — довгострокові аспекти приватного споживання і заощаджень. Зв'язок між обома гіпотезами проілюстровано графічно на рис. 3.2. Три короткочасні функції приватного споживання відповідають зазначеним умовним рокам. Похиліший вигляд ліній  $C_{1990}$ ,  $C_{1995}$ ,  $C_{2000}$  засвідчує небажання економічних агентів змінювати власні споживчі “звички” у короткочасному плані. Рівням доходу  $Y_K$ ,  $Y_L$ ,  $Y_M$  відповідають вищі рівні споживання  $C_K$ ,  $C_L$ ,  $C_M$ , як це передбачається гіпотезою абсолютного доходу. Проте для довгострокового споживання (точки  $K$ ,  $L$ ,  $M$ ) співвідношення  $C/Y$  залишається незмінним.

Гіпотеза відносного доходу пояснює три відомих факти: 1) сукупні заощадження збільшуються у міру зростання доходу; 2) норма заощаджень залишається порівняно стабільною у часі (це притаманніше промисловим країнам, ніж країнам, що розвиваються); 3) у розрізі окремих країн немає помітного зв'язку між граничною схильністю до заощаджень і доходом. Для країн, що розвиваються, важливим є намагання найзаможніших верств населення “не відстати” у власному споживанні від найбагатших споживачів з промислових країн. Наприкінці 1950-х вже згаданий Н. Кальдор встановив, що норма приватних заощаджень у Чилі була б вдвічі вищою, якби найбагатші чилійці мали таку саму схильність до споживання, що й споживачі з відповідним відносним доходом (набагато вищим в абсолютному вимірі) у промислових країнах [212, р. 282].

*Гіпотеза перманентного доходу.* В 1950-х роках М. Фрідман припустив, що дохід складається з двох компонентів: перманентної і тимчасової (англ. *transitory income*). Приватне споживання залежить від джерел перманентного доходу: фінансові активи, освіта, володіння землею тощо. Перманентний дохід повністю споживається. У такій інтерпретації джерелом заощаджень стає тимчасовий дохід (неочікувана зміна вартості фінансових активів, порівняльних цін тощо).

Приватні заощадження становлять:

$$S_t = a + b_1 Y_t^P + b_2 Y_t^T, \quad (3.7)$$

де  $Y_t^P$  і  $Y_t^T$  — відповідно перманентний і тимчасовий дохід.

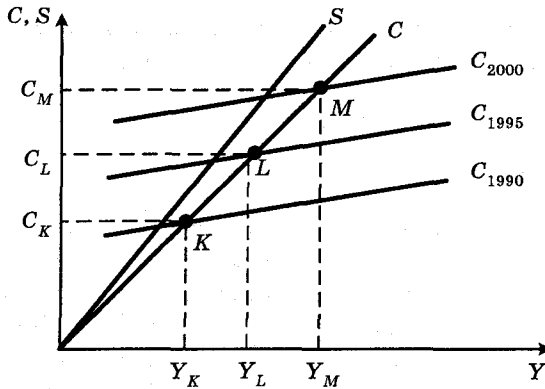


Рис. 3.2. Характеристика абсолютного і відносного споживання (заощаджень)

Джерело: Gillis M., Parkins D., Roemer M. Economics of Development. — N. Y.; London: W. W. Norton & Co, 1992. — P. 282)

В екстремальному варіанті заощадження повністю визначаються тимчасовим доходом ( $b_1 = 0$ ;  $b_2 = 1$ ). Більш реалістичним є припущення, що заощадження залежать від обох компонентів доходу:  $0 < b_1 < b_2 < 1$ . Гіпотеза перманентного доходу стала теоретичним обґрунтуванням міжчасових моделей платіжного балансу. Збільшення заощаджень у поточному періоді передбачає підвищене споживання майбутніх періодів, означаючи зміни у міжчасовому споживанні. Економічні агенти намагаються підтримувати певний сталий у часі рівень приватного споживання (англ. *consumption smoothing*). Таким чином заощадження зменшуються під час спаду виробництва і збільшуються — під час економічного підйому. Гіпотеза перманентного доходу передбачає, що споживачі оптимізують споживання через корекцію власних заощаджень залежно від поточних змін доходу стосовно деякого рівноважного (або перманентного) значення. Стохастичні зміни у споживанні окремих економічних агентів не залежать безпосередньо від доходу і для всієї економіки мікроекономічний вплив окремих стохастичних компонентів врівноважується, не впливаючи на макроекономічні показники.

Недоліком гіпотези перманентного доходу стало визначення цього показника середнім значенням доходу окремих споживачів за декілька минулих періодів. Не було враховано зв'язок між передбачуваними змінами доходу і часовою траєкторією циклу ділової активності. Доречно припустити, що повністю передбачувані зміни у перманентному доході істотно впливають на процес заощаджень-інвестицій.

Гіпотеза життєвого циклу. В 1950-х роках інший американський економіст Ф. Модільяні пояснив механізм заощаджень передбачуваними зміна-

ми доходу впродовж активного (виробнича діяльність) і пасивного (пенсія) відрізків життя. Щоб підтримати власне споживання на належному рівні, пенсіонери витрачають раніше заощаджені кошти — це розглядається наслідком не стільки непередбачуваного (тимчасового) збільшення доходу, як обдуманих рішень в очікуванні пенсійного віку.

Логіку гіпотези життєвого циклу легко проілюструвати графічно (рис. 3.3).

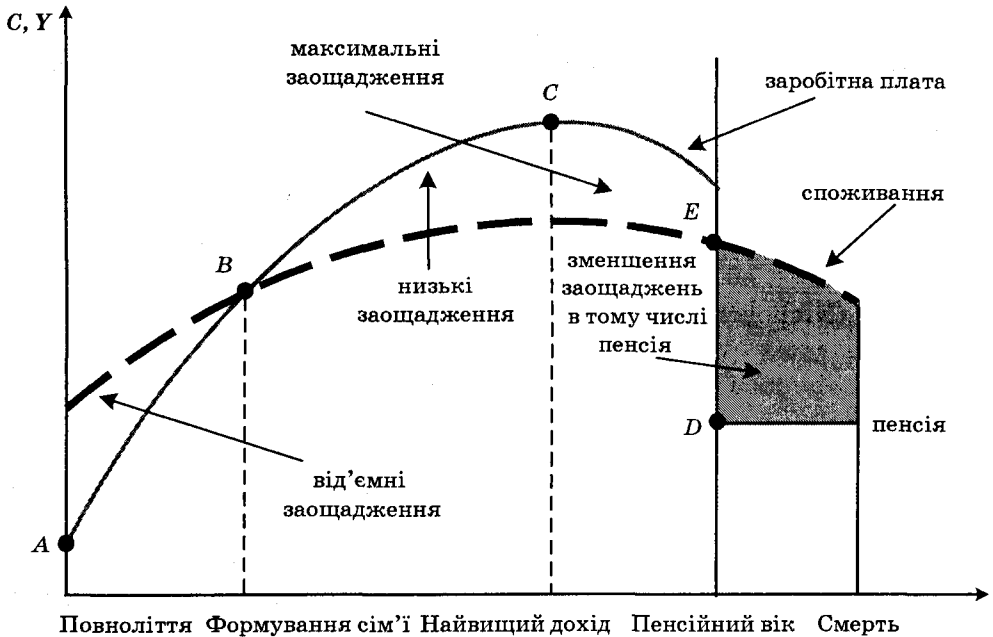


Рис. 3.3. Динаміка заощаджень у життєвому циклі приватних споживачів

Джерело: Baily M., Friedman P. *Macroeconomics, Financial Markets, and of the International Sector*. — Chicago; London: Irvin, 1995. — P. 270)

В юному віці (т.  $A$ ) зазвичай відбувається інвестування приватних споживачів у власну освіту, що передбачає отримання позик від спеціалізованих державних установ або залучення родинних заощаджень. Споживання перевищує отримуваний дохід. Поступово зі збільшенням заробітної плати потенціал від'ємних заощаджень вичерпується (т.  $B$ ). Після створення сім'ї створюються передумови для збільшення заощаджень, проте порівняно невисока заробітна плата перешкоджає цьому. Згодом збільшення заробітної плати до деякого максимального значення (т.  $C$ ) та поступове зменшення приватного споживання істотно збільшують заощадження. Хоча надалі заробітна плата знижується, супутнє зменшення приватного споживання дозволяє підтримувати достатньо високі заощадження. Під час виходу на пенсію втрата заробітної плати лише частково компенсується пенсійними виплатами (т.  $D$ ). Виникає потреба у використанні власних заощаджень, що відчутно збільшує приватне споживання (т.  $E$ ).

“Класова” гіпотеза. Н. Кальдор визначив приватне споживання так:

$$S_t = s_w W + s_k K, \quad (3.8)$$

де  $s_w$  і  $s_k$  — відповідно норма заощаджень представників робочого класу і власників капіталу;  $W$  — дохід робітників (= заробітна плата);  $K$  — дохід власників капіталу.

Схильність до заощаджень є вищою для власників капіталу:  $0 < s_w < s_k < 1$ . Класова гіпотеза пояснює збільшення заощаджень для вищого рівня доходу, а також відсутність помітних відмінностей між граничною схильністю до заощаджень і доходом у розрізі країн (за умови, що частки робочої сили та власників капіталу в національному доході не відрізняються).

а також життєвого циклу (англ. *the life-cycle hypothesis*). Певну теоретичну привабливість зберігає “класова” гіпотеза англійського економіста Н. Кальдора (Nicholas Kaldor). Стислий виклад альтернативних теорій приватних заощаджень представлено вище.

Сальдо поточного рахунку залежить як від заощаджень та інвестицій, так і від чинників доходу та RER. Для умов закритої економіки баланс заощаджень-інвестицій самостійно визначає рівноважне значення  $r$ , що відповідає припущенням класичної школи<sup>1</sup>. У координатах “ $r-I$ ” рівноважна відсоткова ставка  $r_0$  перебуває на перетині зростаючої кривої заощаджень  $S(r)$  та спадної кривої інвестицій  $I(r)$  (рис. 3.4). Будь-який з функціональних чинників — збільшення доходу або зменшення дефіциту бюджету — стимулює заощадження, що позначається зміщенням лінії  $S(r)$  вправо. Водночас це збільшує інвестиції (т.  $A'$ ), оскільки збільшення кредитних ресурсів (при незмінному попиті на інвестиційні товари, що визначається лінією  $I(r)$ ) веде до зниження  $r$ . Ендогенні зміни відсоткової ставки означають рух вздовж лінії  $S(r)$ . Наприклад, зниження відсоткової ставки ( $r_0 \rightarrow r_1$ ) зменшує заощадження з  $S_0$  до  $S_1$  (т.  $B$ ).

Зрозуміло, що рівновага заощаджень-інвестицій означає рівновагу поточного рахунку ( $CA = 0$ ). У відкритій економіці рух капіталу змінює баланс заощаджень-інвестицій, а відповідно — відсоткову ставку і поточний рахунок. Від припливу капіталу логічно очікувати зниження ставки, тоді як вплив капіталу підвищить цей показник. Якщо відсоткова ставка перевищує рівноважне значення ( $r_2 > r_0$ ), виникає додатне сальдо поточного рахунку ( $CA > 0$ ); інакше зниження ставки ( $r_1 < r_0$ ) зумовлює від’ємне сальдо поточного рахунку ( $CA < 0$ ). Приплив капіталу і його “дзеркальне” відоб-

<sup>1</sup> Класична теорія передбачає, що реальна відсоткова ставка залежить лише від реальних факторів, якими є елементи балансу заощаджень-інвестицій. Грошовий ринок впливає лише на показник номінальної ставки, залишаючи реальну відсоткову ставку незмінною.

раження — сальдо поточного рахунку — супроводжуються зміною відсоткової ставки лише у великій відкритій економіці, де  $r \neq r^*$ . У малій відкритій економіці ставка відповідає світовому значенню ( $r = r^*$ ), незалежно від балансу заощаджень-інвестицій.

## 3.2. Вплив змін у балансі заощаджень-інвестицій

Функціональні залежності балансу заощаджень-інвестицій (рівняння (3.3)) дозволяють предметну інтерпретацію впливу на поточний рахунок як зовнішніх, так і внутрішніх чинників (в тому числі з інструментами економічної політики).

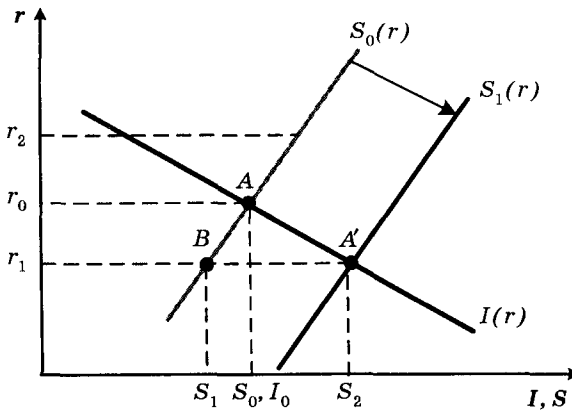


Рис. 3.4. Баланс заощаджень-інвестицій

### 3.2.1. Збільшення (зменшення) інвестицій

У малій відкритій економіці збільшення інвестицій стає причиною погіршення сальдо поточного рахунку, *ceteris paribus* (рис. 3.5). Приймаючи рівновагу поточного рахунку ( $CA = 0$ ) в т. А, при сталому рівні відсоткової ставки  $r^*$  збільшення інвестицій ( $I_0 \rightarrow I_1$ ) створює від'ємне сальдо поточного рахунку  $CA = S_0 - I_1$ . Сукупні заощадження залишаються на початковому рівні  $S_0$ , адже не змінюється жоден з функціональних чинників — відсоткова ставка, використаний дохід, сальдо бюджету. Для країни з обмеженими можливостями мобілізації внутрішніх заощаджень від'ємне сальдо поточного рахунку виглядає запорукою майбутнього економічного зростання, як це прийнято вважати в дусі класичної традиції з часів А. Сміта. У майбутньому наступне збільшення заощаджень ( $S_0 \rightarrow S_1$ ) як

функції приватних інвестицій та доходу, повинно вирівняти платіжний баланс.

У відкритій економіці будь-яке збільшення попиту на інвестиційні товари відразу ж позначається збільшенням інвестицій. При цьому втрачається залежність інвестиційного процесу від приватних заощаджень. У закритій економіці брак залежності приватних заощаджень від  $r$  (вертикальна лінія  $S(r)$ ) позбавляє можливостей збільшення інвестицій, навіть за умови підвищеного попиту на інвестиційні товари. І єдиним наслідком поживавлення інвестиційного процесу стає підвищення  $r$ . У поміркованому варіанті, коли приватні заощадження реагують на  $r$ , збільшення попиту на інвестиції підвищує попит на кредитні ресурси і впливає на відсоткову ставку. Рівноважне значення  $r$  підвищується, але меншою мірою, ніж це спостерігається для випадку, коли приватні заощадження не залежать від цього показника.

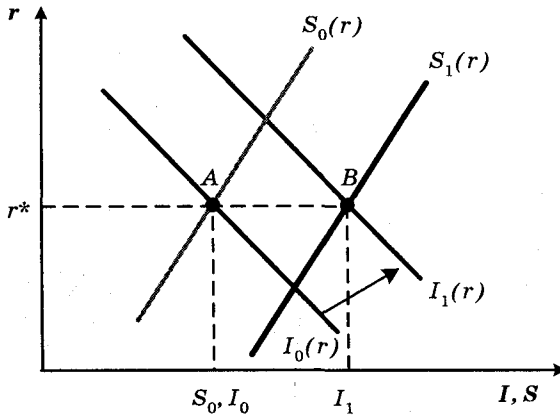


Рис. 3.5. Вплив збільшення інвестицій у малій відкритій економіці

### 3.2.2. Зміни в економічній політиці

Іншою причиною від'ємного сальдо поточного рахунку стає погіршення фіскальних показників. Вищі видатки бюджету збільшують попит на товари і послуги (рівняння (3.1)). Якщо виробничий потенціал обмежено наявними факторами виробництва ( $Y = \text{const}$ )<sup>1</sup>, збільшення одного з компо-

<sup>1</sup> Це припущення відбиває логіку класичної школи, яка заперечує залежність доходу від чинників сукупного попиту. У класичних моделях приймається, що дохід залежить винятково від обсягів капіталу  $K$  та кількості і якості робочої сили  $N$  ( $Y = f(K, N)$ ). Єдиним наслідком збільшення сукупного попиту є інфляція. В сучасних неокласичних теоріях короткочасне зростання доходу внаслідок збільшення сукупного попиту не заперечується, але в обмеженому контексті "несподіваної" грошової емісії, змін порівняльних цін в окремих секторах економіки або "грошової ілюзії" серед працюючих.

нентів сукупного попиту компенсується зменшенням однієї або декількох інших складових сукупного попиту. Оскільки відсоткова ставка визначається світовим рівнем ( $r = r^* = \text{const}$ ), то у поєднанні з браком інших чинників впливу на обсяги приватного споживання та інвестицій зазначене зменшення сукупного попиту повністю припадає на сальдо поточного рахунку.

Таким чином збільшення видатків бюджету ( $\uparrow G$ ) зменшує внутрішні заощадження ( $\downarrow S$ ) і погіршує сальдо поточного рахунку ( $\downarrow CA$ ). Амплітуда зазначеного погіршення залежить від припущення про відкритість економіки. У малій відкритій економіці відсоткова ставка є сталою ( $r = r^*$ ), а відтак — не змінюються обсяги приватних інвестицій  $I(r)$ , що максимально погіршує сальдо поточного рахунку. У великій відкритій економіці з підвищенням  $r$  обсяги інвестицій теж зменшуються, що обмежує амплітуду погіршення поточного рахунку. Наведені вище міркування проілюстровано на рис. 3.6, а і 3.6, б. У т. А (рис. 3.6, а) підтримується рівновага поточного рахунку ( $CA = 0$ ). Погіршення фіскальних показників зменшує сукупні заощадження ( $S_0 \rightarrow S_1$ ). Наступне перевищення інвестицій над заощадженнями створює від'ємне сальдо поточного рахунку  $CA = S_1 - I_0$ . У великій відкритій економіці (рис. 3.6, б) зменшення заощаджень ( $S_0 \rightarrow S_2$ ) підвищує відсоткову ставку ( $r_0 \rightarrow r_1$ ). При цьому зменшуються приватні інвестиції ( $I_0 \rightarrow I_1$ ), а зменшення сукупних заощаджень є дещо меншим, ніж у попередньому випадку (т. В). У підсумку погіршення сальдо платіжного рахунку є менш промовистим  $CA = S_2 - I_1$ ,  $S_2 - I_1 > S_1 - I_0$ . Подібними є наслідки експансійних змін в оподаткуванні. Зниження податків ( $\downarrow T$ ) збільшує дохід, а відповідно — приватне споживання. Ефективність податків залежить від значення граничної схильності до споживання: чим вищим є значення  $C_y$ , тим помітніший вплив справляє зміна доходу в користуванні. Врахування граничної схильності до споживання дозволяє зауважити, що перехід від збалансованого бюджету на рівні видатків  $G_0$  і надходжень  $T_0$  до нового значення на рівні видатків  $G_1$  ( $G_1 < G_0$ ) і надходжень  $T_1$  ( $T_1 < T_0$ ) є рестрикційним, хоча сальдо бюджету залишається незмінним  $T_1 - G_1 = T_0 - G_0 = 0$ .

### 3.2.3. Заощадження у світовій економіці

Світові заощадження та інвестиції знижуються (у % від ВВП) з початку 1970-х років; найнижчого значення було досягнуто у 2002 р., а за останні три роки обидва показники дещо зросли [140, р. 92]. Головним чином це відбиває процеси у промислових країнах, які знизили власну частку в світових заощадженнях-інвестиціях до 70 проти 80 % у 1970 р. На рис. 3.7, а



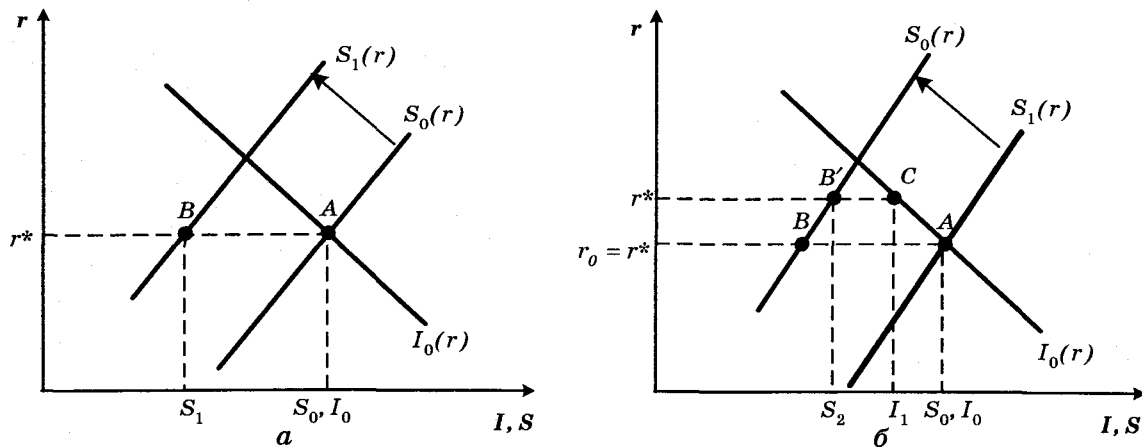
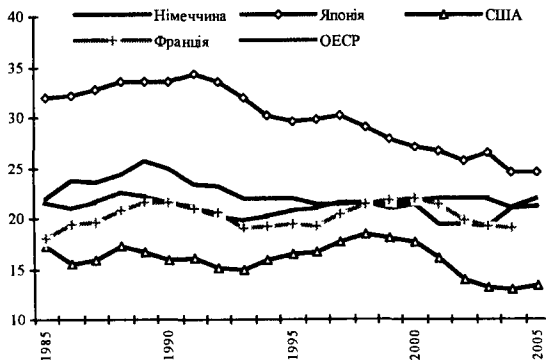
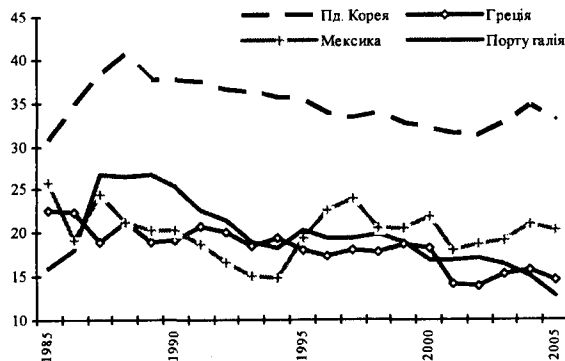


Рис. 3.6. Вплив збільшення видатків бюджету для відкритої економіки: *a* — мала відкрита економіка; *б* — велика відкрита економіка

показано норму заощаджень декількох промислових країн, а на рис. 3.7, б наведено показники країн, що відповідають траєкторії “наздоганяючого” економічного зростання. Заощадження є найвищими у Японії, але з початку 1990-х років поступово знижуються. Норми заощаджень Німеччини та Франції практично не відрізняються від середнього показника країн ОЕСР. Заощадження у США є вдвічі нижчими, ніж у Японії. У групі країн з нижчим доходом вирізняється Південна Корея, де сукупні заощадження стабільно перевищують 30 %. У Мексиці заощадження знижувалися до 1994 р., однак надалі виникла протилежна тенденція. У Греції і Португалії тенденція до зменшення заощаджень пояснювалась експансійною фінансовою політикою та “витісненням” приватних заощаджень надходженнями іноземного капіталу (в тому числі за значної допомоги країн ЄС).



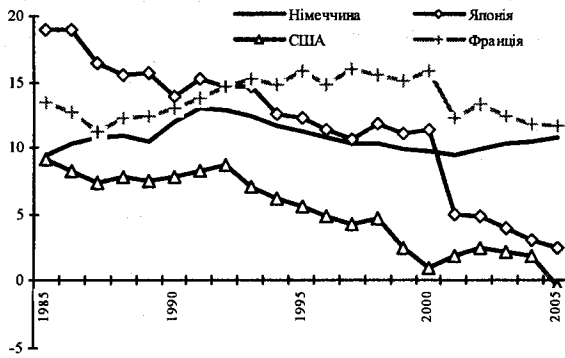
а



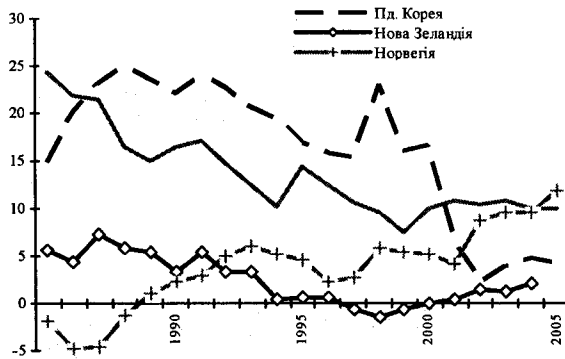
б

Рис. 3.7. Норма сукупних заощаджень (% від ВВП), 1985—2005 рр.: а — провідні промислові країни; б — країни з нижчим рівнем економічного розвитку

З-поміж країн “великої сімки” до 1992 р. найвищу норму приватних заощаджень мала Японія, проте із середини 1990-х на першому місці — Франція (рис. 3.8, а). Норма приватних заощаджень у Німеччині зростала до початку 1990-х років, потім поступово знижувалася впродовж десятиліття, але з 2002 р. знову зростає. Найменше заощаджують у США, де у 2005 р. норма приватних заощаджень стала від’ємною. Якщо у 1985 р. домашні господарства США і Німеччини заощаджували однаково, то надалі показники обох країн істотно розійшлися. Упродовж цих років приватні заощадження знизилися у Канаді з 12 до 1 %, а в Італії — з 19 до 13 % від ВВП.



а



б

Рис. 3.8. Норма приватних заощаджень, 1985—2005 рр.: а — провідні промислові країни; б — інші країни

Джерело: [www.oecd.org](http://www.oecd.org)

Низькі приватні заощадження вважаються однією з головних проблем економіки США [272]. Упродовж 1990-х років зниження приватних за-

ощаджень було стрімкішим, ніж збільшення заощаджень державного сектора, що призвело до погіршення сальдо поточного рахунку. Якщо приватні заощадження залишаться низькими, то здійснення інвестицій на поточному рівні 17 % від ВВП вимагатиме подальшого залучення іноземного капіталу. Об'єктивно у 2001—2005 рр. сприятливі умови для цього створював “надлишок” заощаджень у світовій економіці (англ. *savings glut*), однак тривале погіршення сальдо поточного рахунку однаково загрожує погіршенням очікувань зарубіжних інвесторів, яких хвилюватиме проблема самодостатності від’ємного сальдо поточного рахунку (розділ 2). Попри ознаки можливого зменшення дефіциту бюджету в 2006—2007 рр., низькі приватні заощадження ставлять під сумнів сподівання президента Д. Буша-молодшого (George Bush) щодо стимулювання економічного зростання за допомогою зниження ставок оподаткування. Очікуваного збільшення приватних заощаджень може і не відбутися.

Донедавна гіпотеза про імпорт “надлишку” іноземних заощаджень виглядала набагато переконливіше, ніж альтернативне припущення, що значне від’ємне сальдо поточного рахунку США має переважно внутрішнє походження, оскільки спостерігалися рекордно низькі відсоткові ставки. Проте нещодавнє підвищення ставки понад 5 % річних посилює позиції прихильників пояснення від’ємного сальдо поточного рахунку США низькими внутрішніми приватними заощадженнями і високим дефіцитом бюджету. Альтернативне дослідження банку J. P. Morgan стверджує, що набагато важливішим чинником низької відсоткової ставки були заощадження промислових компаній, які продовж 2000—2004 рр. перевищили 1 млрд дол. або 3 % від світового ВВП, що вп’ятеро перевищило “надлишок” заощаджень у країнах, що розвиваються [331, р. 57—58]. До 2000 р. зниження відсоткової ставки практично не було, попри відчутне погіршення сальдо поточного рахунку. Промислові компанії використовують власні заощадження для обслуговування корпоративних боргів, викупу власних акцій або акумуляції готівки. Це заперечує традиційну логіку класичної школи, коли домашні господарства заощаджують, а приватні підприємства — інвестують.

З кінця 1990-х років відчутне погіршення сальдо поточного рахунку США фінансується залученням заощаджень з промислових країн Південно-Східної Азії<sup>1</sup>, нафтодобувних країн Перської затоки (передусім в останні роки) та меншою мірою малих промислових країн, як Швейцарія чи Скандинавські країни [252, р. 4]. У 2005 р. перевищення заощаджень над

<sup>1</sup> Важливо зауважити, що “надлишок” заощаджень у країнах Південно-Східної Азії створено не підвищенням норми заощаджень, а зменшенням інвестицій [149]. Зі середини 1990-х років інвестиції у країнах Південно-Східної Азії зменшилися на 10 % від ВВП [331, р. 94].

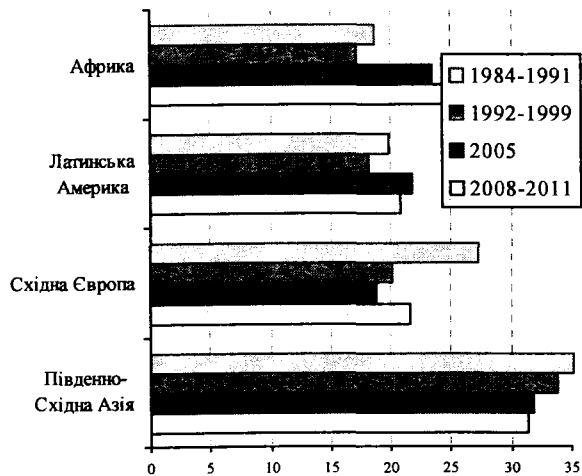
інвестиціями у Південно-Східній Азії становило 6,1 % від ВВП (рис. 3.9). У найближчі роки зазначене перевищення дещо зменшиться, але однаково залишиться високим — 5,4 % від ВВП. У країнах Південно-Східної Азії від'ємне сальдо поточного рахунку на рівні 93 млрд дол. в 1996 р. змінилося додатнім сальдо цього показника на рівні 336 млрд дол. у 2004 р. [331, р. 57]. У Південній Кореї фінансова криза 1997—1998 рр. позначилася стрімким збільшенням сукупних і приватних заощаджень, але останнім часом відновилося тенденція до їх зменшення (див. рис. 3.7 і 3.8); водночас зменшуються інвестиції. У Китаї високі заощадження поєднуються із збільшенням інвестицій, тоді як країни Південно-Східної Азії зменшують власні інвестиції<sup>1</sup>. Нафтодобувні країни збільшили заощадження завдяки значному подорожчанню сирої нафти на світових ринках (див. рис. 5.2).

Яскравим прикладом збільшення приватних заощаджень у Скандинавських країнах є Норвегія, де цей показник був від'ємним упродовж 1985—1989 рр., але надалі істотно зріс (див. рис. 3.8, б). Протилежною динамікою приватних заощаджень вирізняється Португалія, де упродовж 1985—2005 рр. норма заощаджень знизилася з 25 до 10 % від ВВП. Від'ємні приватні заощадження в другій половині 1990-х років мала Нова Зеландія (див. рис. 3.8, б), хоча це важко пояснити низьким рівнем доходу, але останнім часом ситуація поліпшується, що може бути прикладом для США.

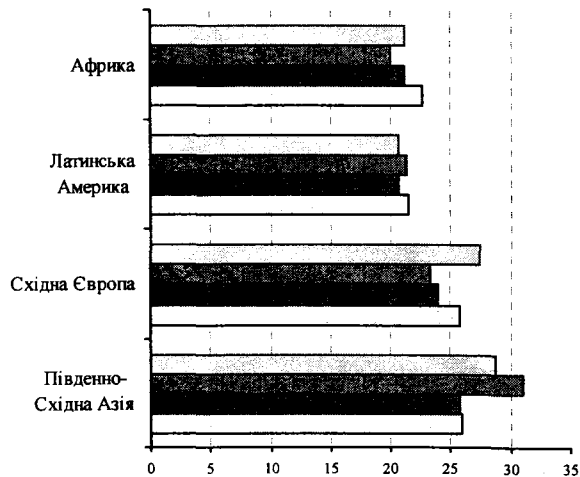
Високі заощадження країн Південно-Східної Азії контрастують з набагато нижчим показником країн Латинської Америки і Африки (рис. 3.9). Заощадження країн Східної Європи були високими в другій половині 1980-х років, однак з початком трансформаційного процесу знизилися до рівня латиноамериканських країн. На 2008—2011 рр. передбачається певне збільшення сукупних заощаджень — до 21,6 % від ВВП, але цього недостатньо для фінансування запланованих інвестицій — 25,7 % від ВВП. Відповідно від'ємне сальдо поточного рахунку відбиватиме залучення іноземних заощаджень.

Значення приватних заощаджень для країн, що розвиваються, недооцінювалося у 1950—1970-х роках. Важливішим вважалося збільшення заощаджень у державному секторі економіки та залучення іноземного

<sup>1</sup> Збільшенню китайських заощаджень до майже 50 % від ВВП сприяло головним чином підвищення прибутковості державних і приватних підприємств за рахунок низької відсоткової ставки, зниження вартості одиниці робочої сили та сприятливих умов торгівлі [140, р. 94]. Побожовання щодо майбутніх демографічних проблем зумовлюють високу норму приватних заощаджень на рівні 25 % від ВВП, попри низьку дохідність банківських депозитів, які є головним інструментом заощаджень. Також далися взнаки заходи щодо обмеження інвестицій як засобу профілактики “перегріву” економіки, в тому числі за рахунок обмеження пропозиції грошової маси. Збільшення інвестицій відбувається за рахунок інфраструктурних проектів, окремим галузям промисловості (виробництво алюмінію, сталі, автомобілів, цементу) та будівництва.



*a*



*б*

**Рис. 3.9. Заощадження у країнах, що розвиваються (% від ВВП), 1984—2011 рр.: *a* — заощадження; *б* — інвестиції**

**Примітка:** для періоду 2008—2011 рр. подано прогностичні дані

**Джерело:** *Globalization and inflation // World Economic Outlook.* — Washington: IMF, 2006. — Р. 248—249

капіталу, за допомогою офіційних запозичень і державних гарантій для приватних позик. Упродовж останнього часу гостроту проблеми приватних заощаджень на глобальному рівні посилює прогресуюче старіння населення, передусім у Південно-Східній Азії.

### Старіння населення

Експерти ООН прогнозують, що у країнах Європи частка людей похилого віку (понад 65 років) збільшиться із 17 % (2000 р.) до 26 % (2030 р.) і 38 % (2050 р.); подібними є прогнози для Північної Америки [222, р. 36—39]. У країнах Азії частка людей похилого віку з нинішніх 8 % подвоїться до 2030 р., а у 2050 р. становитиме 21 %. У 2020 р. з проблемою старіння населення зіткнеться Китай. Старіння населення в азіатському регіоні вимагатиме збільшення видатків бюджету до 3 %, у Китаї — 5 % від ВВП [221]. Важливою статтею додаткових видатків стане пенсійне забезпечення та охорона здоров'я. Упродовж 2010—2025 рр. втрати заощаджень від демографічного чинника оцінюються на рівні 10 %, а в 2025—2050 рр. — 13 % від ВВП, що може позначитися скороченням виробництва у Південно-Східній Азії на 5—17 %.

Динаміка заощаджень в азіатському регіоні матиме відчутний вплив на світові заощадження, які далі зменшуватимуться у відносному вимірі. У 2010 р. сукупні заощадження промислових країн Європи і Північної Америки та азіатських країн збільшаться до 8 дол. проти 5 трлн дол. у 1995 р. (або на 60 %), тоді як світовий ВВП зросте на 73 %. Виникне відносна нестача заощаджень, адже їх зростання відставатиме від динаміки доходу. З 2010 р. помітна вже нині тенденція до зменшення заощаджень у промислових країнах відчутно посилиться, передусім внаслідок старіння населення. Ймовірно, що заощадження промислових країн зменшаться в абсолютному вимірі. Попри спадну тенденцію, питома вага азіатських країн у світових заощадженнях зростатиме. Якщо у 1995 р. цей показник становив заледве 12 %, то у 2010 р. очікується його збільшення до 30 %, а у 2025 р. — до 50 %. У 2050 р. на азіатські країни припадатиме 75 % світових заощаджень. Завдяки власним заощадженням країни Південно-Східної Азії зможуть підтримувати вдвічі вищий темп зростання ВВП, ніж промислові країни.

Моделльні експерименти спеціалістів МВФ передбачають, що внаслідок старіння населення до 2050 р. економічне зростання промислових країн сповільниться на 0,5 % [332, р. 147]. Пропозиція робочої сили може зменшитися в Японії на 35 %, Італії — на 30 %, Німеччині — на 17 %. Зменшення заощаджень може погіршити сальдо поточного рахунку Японії на 2,5 % від ВВП, а в решті промислових країн — на 1,5 % від ВВП. Для

## ЯПОНІЯ: НАСЛІДКИ СТАРІННЯ НАСЕЛЕННЯ

Приватні заощадження у Японії від початку 1950-х років перебували у межах 15—20 % і були достатніми для фінансування інвестицій та підтримання рівноваги платіжного балансу. Проте сучасне збільшення тривалості життя і спад народжуваності створюють ситуацію, коли до 2015 р. кожен четвертий японець буде старший 65 років. У 2010 р. на кожного пенсіонера припадатиме всього 2,5 людини працездатного віку (або вдвічі менше, ніж наприкінці 1990-х років). Співвідношення між працездатним населенням (15—64 років) і пенсіонерами (англ. *the dependency ratio*) знизиться до 2,3 у 2025 р. проти 5,8 у 1990 р. Погіршення демографічної ситуації може знизити приватні заощадження на третину. Водночас зросте дефіцит бюджету внаслідок підтримки недостатньо забезпечених власними активами пенсійних фондів. Дефіцит бюджету може збільшитися до 5 % від ВВП, що знизить сукупні заощадження вдвічі.

Передбачається, що зниження рівня заощаджень зумовить появу від'ємного сальдо зовнішньої торгівлі. Ситуацію погіршить вплив капіталу внаслідок високої вартості робочої сили. Відповідно посиляться тенденція до погіршення торговельного балансу Японії. Ймовірно, що збільшення споживання населенням пенсійного віку та прозахідні зміни у споживацьких пріоритетах молодших японців створять від'ємне сальдо у японо-американській торгівлі. Несприятливі зміни у балансі заощаджень-інвестицій можуть посилити перорієнтацію японської економіки з промислового виробництва на сферу управлінських і фінансових послуг, наукові дослідження тощо, як це відбувалося упродовж останніх 30 років у США і Великій Британії.

Наслідки старіння японського населення виглядають менш похмуро, якщо прийняти, логіка життєвого циклу не в змозі пояснити настільки значне збільшення приватних заощаджень, як це спостерігалось донедавна. Важливим чинником японських заощаджень може бути бажання пересічних японців залишити матеріальний спадок для майбутніх поколінь. У такому разі старіння населення не повинно позначитися істотним зменшенням приватних заощаджень. З іншого боку, виглядає об'єктивною коригуюча тенденція до зменшення інвестицій, які були занадто високими у період економічного буму (1970—1980-ті роки).

*Джерело: Ezrati M. Японія: економіка, що старіє // Час. — 18—24 вересня. — 1997; Ito T. Japan's Economy Needs Structural Change // Finance & Development. — 1997. — Vol. 34. — No. 2. — P. 16—19*

країн Східної Європи зазначене погіршення становитиме близько 1 % від ВВП. Виняток становлять США, де сальдо поточного рахунку ймовірно поліпшиться на 1 % від ВВП. Заходи для нейтралізації наслідків старіння населення пропонуються в широкому аналітичному діапазоні: підвищення зайнятості серед жінок та людей похилого віку, стимулювання



народжуваності, підвищення пенсійного віку, заохочення міграції робочої сили, підвищення продуктивності праці, лібералізація фінансових ринків у країнах, що розвиваються (це має послабити тенденцію до погіршення сальдо поточного рахунку в промислових країнах).

### 3.2.4. Шляхи збільшення заощаджень

Нестача заощаджень підвищує актуальність економічної політики, орієнтованої на їх збільшення. Зокрема, це стосується подолання наслідків старіння населення та вирівнювання платіжного балансу. Для країн, що розвиваються, внутрішні заощадження — це інструментальний чинник стимулювання доходу (цей аспект відкритої економіки буде розглянуто у розділі 14).

Збільшенню заощаджень сприяють:

— *сприятлива динаміка реальної відсоткової ставки*. Вплив цього показника залежить від сумарної дії двох протилежних ефектів: заміщення і доходу. Після підвищення реальної відсоткової ставки ефект заміщення зумовлює зменшення поточного споживання, оскільки вигідніше заощадити кошти з метою збільшення майбутнього споживання. Фактично відбувається заміщення поточного споживання майбутнім споживанням. З іншого боку, очікування майбутнього доходу від власних заощаджень створює відчуття підвищеного доходу; відповідно збільшуються стимули для приватного споживання і зменшуються заощадження;

— *фіскальна дисципліна*. Обмеження видатків або збільшення надходжень у бюджет збільшують заощадження, а відтак стають чинником зниження відсоткової ставки і поліпшення поточного рахунку. Потенційно збільшення надходжень у бюджет може супроводжуватися зменшенням приватних заощаджень, однак на прикладі окремих країн помітно, що втрати є незначними. Приміром, в Індії кожен відсоток поліпшення сальдо бюджету поєднується зі зменшенням приватних заощаджень лише на 0,25—0,3 % від ВВП [283, р. 38—41];

— *реформа системи пенсійного забезпечення*. Це виразно помітно у Чилі. Пенсійна реформа відчутно збільшила приватні заощадження, які стали запорукою збільшення інвестицій і підтримання рівноваги платіжного балансу;

— *гальмування інфляції*. Підвищення цін посилює нестабільність реальної відсоткової ставки та знижує реальну вартість фінансових активів, що зменшує стимули для заощаджень. Не випадково показник заощаджень є високим у країнах Південно-Східної Азії з низькою інфляцією, тоді як

нижчі рівні заощаджень є характерними для інфляційних економік країн Латинської Америки;

— *фінансова лібералізація*. Відмова від безпосереднього державного втручання (регулювання відсоткових ставок, пільгові кредити, адміністративний розподіл кредитних ресурсів) сприяє підвищенню реальної ставки, передусім за депозитами, що збільшує внутрішні заощадження та підвищує ефективність їх використання, враховуючи неминучий перетік капіталу з неформального на офіційний фінансовий ринок. Наслідком здешевлення доступу до фінансових ресурсів і використання інструментів фінансового ринку (акції, облігації, вторинні цінні папери) промисловими компаніями стає збільшення інвестицій і обсягів виробництва, вища чутливість виробництва до цінового чинника, спеціалізація на виробництві високорентабельної продукції.

### Реальна відсоткова ставка

Хоча економетричні дослідження засвідчують прямий зв'язок між реальною відсотковою ставкою та заощадженнями у Південно-Східній Азії, цього бракує більшості країн, що розвиваються [283, р. 38—41]. Пояснень декілька. По-перше, перешкоджає невисокий рівень доходу, що зумовлює переважання в приватному споживанні товарів першої необхідності (частка продовольчих товарів у споживчому “кошику” становить 60—70 % проти 30—40 % для промислових країн), так що лише незначна частка доходу підлягає впливу відсоткової ставки. У групі країн з невисоким та середнім рівнем доходу на душу населення (від 700 дол. до 9000 дол.) підвищення реальної відсоткової ставки на 1 % збільшує приватні заощадження приблизно на 0,1 %, тоді як у промислових країнах — на 0,6 %. Так само неефективним у країнах, що розвиваються, стає надання податкових пільг, адже більшість громадян або мають невисокий рівень доходу, або ухиляються від сплати будь-яких податків. По-друге, збільшенню заощаджень може перешкоджати слабкість банківської системи. У такому контексті для країн, що розвиваються, може бути корисним зняття обмежень на діяльність іноземних банків і фінансових компаній, як це простежується у Східній Європі та Латинській Америці<sup>1</sup>. По-третє, важить довіра до економічної політики. Не варто розраховувати на збільшення заощаджень

<sup>1</sup> Станом на кінець 1998 р. частка контрольованих іноземними банками активів становила: Бразилія — 16,7 %; Мексика — 19,9; Чехія — 26; Польща — 26,4; Чилі — 32; Аргентина — 49; Угорщина — 62; Естонія — 85; Македонія — 92 % [152, р. 41]. У промислових країнах відповідний показник був значно нижчим: Німеччина — 4,2 %; США — 4,7; Іспанія — 5; Японія — 5,9; Швейцарія — 8,5; Іспанія — 11 %. На такому тлі дещо незвично виглядає Нова Зеландія, де на іноземні банки припадає 99 % банківських активів.

в економіці з тривалою ціновою і грошовою нестабільністю, а також практикою конфіскаційних заходів у банківському секторі. Приміром, у Росії під час фінансової кризи (серпень 1998 р.) власники валютних депозитів втратили приблизно 50 % їх вартості. Нарешті, збільшенню заощаджень може перешкоджати поширення споживчого кредиту — цього варто очікувати від фінансової лібералізації та цінової і грошової стабільності. Відповідні явища спостерігалися у Мексиці на початку 1990-х років.

### Сальдо бюджету

Радикальний перехід до профіциту бюджету з метою вивільнення коштів обслуговування зовнішнього боргу на соціальні цілі пропонується як засіб агресивної реакції на проблему старіння населення [222, р. 36—39]. Оцінки ОЕСР показують, що старіння населення може погіршити сальдо бюджету промислових країн на 6—8 % від ВВП до 2050 р.<sup>1</sup> Для вирішення фіскальних проблем пропонується підвищення пенсійного віку (в середньому на 7 років), “заморожування” пенсій у реальному вимірі або їх скорочення у відповідності до зростаючої тривалості життя, ширше запровадження платних медичних послуг (це актуально передусім для Великої Британії, Італії, Німеччини, Франції і Швеції). “Непопулярним” фіскальним заходам перешкоджатимуть: а) непевність щодо масштабу проблеми старіння населення<sup>2</sup>, б) небажання політиків розв’язувати довгострокові проблеми, в) складнощі координації економічної політики і г) непередбачуваність поведінки споживачів. Якщо припустити відчутне збільшення заощаджень у світовому масштабі, це може позначитися стрімким зниженням відсоткової ставки і створити проблеми на зразок нещодавнього “затоплення” американської економіки зовнішніми заощадженнями. Низькі процентні ставки ймовірно збільшать приватне споживання, що вимагатиме ще більше заощаджень для обслуговування майбутніх боргових зобов’язань. Ймовірно, що на зменшення дефіциту бюджету споживачі відреагують збільшенням власних видатків, адже фіскальна позиція держави викликати більше довіри.

Доцільність зменшення дефіциту бюджету тривалий час заперечувалася у країнах, що розвиваються. В 1950—1960-х роках зростаючі урядові видатки розглядалися чинником збільшення інвестицій та прискорення економічного зростання. Небезпідставно вважалося, що збільшенню приватних заощаджень перешкоджають низький рівень доходу і підвищена

<sup>1</sup> Такі передбачення розглядаються Д. Хаунером [220] занадто песимістично.

<sup>2</sup> У минулому прогнози систематично недооцінювали частку населення похилого віку, динаміку зниження народжуваності та підвищення очікуваної тривалості життя [332, р. 142]. Імовірно, що нині відбувається “перегин” у протилежний бік.

## ПЕНСІЙНА РЕФОРМА У ЧИЛІ

З переходом від державної до приватної системи пенсійного забезпечення у 1981 р. працюючі чилійці почали сплачувати щонайменше 10 % заробітної плати до одного з 15 приватних пенсійних фондів. Це сприяло підвищенню норми заощаджень та капіталізації фондового ринку (на початок 1997 р. активи пенсійних фондів перевищували 30 млрд дол.). Промислові компанії отримали доступ до внутрішніх заощаджень, що сприяло збільшенню інвестицій упродовж 1990-х років (табл. 3.1).

Таблиця 3.1. Чилі: вибрані макроекономічні показники, 1985—2005 рр.

Показники	Роки									
	1995	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
ВВП (%)	9,0	7,1	4,0	-1,2	5,4	3,80	3,05	6,05	9,00	7,29
Сальдо бюджету (% від ВВП)	2,6	1,9	0,2	-1,5	0,1	-0,3	-0,8	-0,8	2,2	—
Інвестиції (% від ВВП)	23,9	25,2	26,0	22,1	22,0	15,7	13,3	15,4	17,2	15,7

Простежується зв'язок між динамікою активів пенсійних фондів та капіталізацією фондового ринку (рис. 3.10). У 1995 р. збільшення активів пенсійних фондів пом'якшило ефект від зниження інвестиційної активності. Приватні заощадження у чилійській економіці збільшилися до 20,4 % у 1994 р. проти 5,4 % у 1980 р., що сприяло поліпшенню платіжного балансу. Навіть з урахуванням коштів обслуговування зовнішнього боргу, в 1989—1996 рр. від'ємне сальдо поточного рахунку не перевищувало 5 % від ВВП. Для порівняння: упродовж 1978—1981 рр. від'ємне сальдо поточного рахунку перебувало у межах 5,0—14,6 % від ВВП.

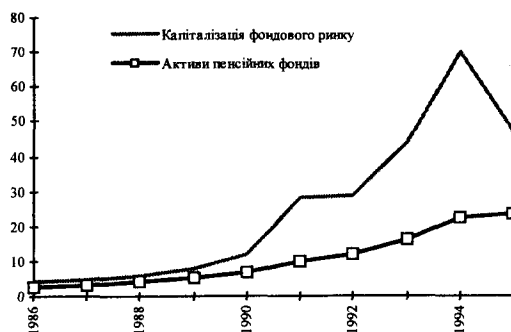


Рис. 3.10. Чилі: фондовий ринок і активи пенсійних фондів (млрд дол.), 1986—1995 рр.

Джерело: Шевчук В. Економічні реформи у Латинській Америці: від фінансової стабілізації до стійкого економічного зростання. — Л.: Каменяр, 1999

схильність до споживання у заможних верствах населення. Згодом широко використовувався аргумент про компліментарність державних і приватних інвестицій, підкреслюючи важливість державного фінансування інфраструктури та сфери послуг як засобу підтримки приватного сектора. Хоча визнавалася дієвість підвищення податків для фінансування урядових видатків, цьому перешкождали численні інституційні чинники: слабкість адміністративного апарату, корупція, відсутність традиції дотримання чинного законодавства тощо. Оподаткування збільшує заощадження лише тоді, якщо схильність до споживання є вищою у приватному секторі; інакше сукупні заощадження будуть зменшуватися. Ще наприкінці 1960-х років економіст Світового банку С. Пліз (Stanley Please) помітив, що у країнах, що розвиваються, урядові видатки мають вищу споживчу складову, ніж приватні видатки.

## Інфляція

Говорячи про неможливість збільшення внутрішніх заощаджень та “грабіжницький” характер запозичень іноземного капіталу, економісти і політичні діячі “третього світу” пропагували переваги фінансування дефіциту бюджету за допомогою грошової емісії (або монетизації дефіциту бюджету), що посилювало експансійне спрямування економічної політики. Інфляційний вплив збільшення дефіциту бюджету чи пропозиції грошової маси вважався незначним, або таким, що стимулював економічне зростання. Набули поширення відомі кейнсіанські аргументи про дієвість поміркованої інфляції у пожвавленні ділової активності. По-перше, інфляція зменшує частку фіксованих коштів у ціні товару. По-друге, інфляція підвищує вартість запасів готової продукції і сировини, дозволяючи отримати додатковий прибуток під час їх реалізації. По-третє, передбачалося, що інфляція прискорить перерозподіл ресурсів із сировинних у більш динамічні галузі промислового сектора економіки. Нарешті, поміркована (10—15 % річних) інфляція вважалася засобом мобілізації інвестиційних ресурсів через інфляційний податок<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> Механізм інфляційного податку ґрунтується на отриманні прибутку від друківання грошей (сеньйораж) і передбачає зменшення купівельної спроможності населення. Умовою отримання надходжень від інфляційного податку є відставання темпів інфляції від зростання попиту на гроші, визначеного відношенням темпів збільшення грошової маси до темпів збільшення обсягів виробництва.

## Фінансова лібералізація

Переважно емпіричні дослідження показують нейтральність фінансової лібералізації у промислових країнах, тоді як це збільшує заощадження у країнах, що розвиваються, і на виникаючих ринках [149, р. 12]. Вплив на заощадження слабше для економік з надійним правовим середовищем та вищою відкритістю для потоків капіталу. Припущення нового керівника ФРС Б. Бернанке (Ben Bernanke) про обернений зв'язок між лібералізацією фінансового ринку та заощадженнями справджується для: 1) промислових країн з високими інституційними характеристиками та порівняно закритим фінансовим ринком, 2) найбільш розвинених виникаючих ринків — незалежно від відкритості фінансового ринку. В групі країн Південно-Східної Азії таким характеристикам відповідають лише Гонконг і Сінгапур; відповідно в решті країн від фінансової лібералізації варто очікувати збільшення заощаджень. Зрозуміло, немає підстав вважати, що фінансова лібералізація в таких країнах, як Південна Корея, Таїланд чи Індонезія, зменшить внутрішні заощадження, а відповідно — обмежить їх надходження в економіку США (в інтерпретації Б. Бернанке це мало б поліпшити американське сальдо поточного рахунку). Для всіх країн фінансова лібералізація збільшує інвестиції; оскільки амплітуда зазначеного збільшення перевищує сприятливий вплив на заощадження, відбувається погіршення сальдо поточного рахунку.

### 3.2.5. Емпіричне тестування гіпотез приватних заощаджень

Емпіричну верифікацію гіпотез приватних заощаджень утруднює брак належної інформації. Зазвичай заощадження трактуються як залишки у регресійних моделях доходу, що відчутно знижує репрезентативність отриманих результатів. Донедавна бракувало порівняльних даних щодо приватних заощаджень у багатьох країнах, що розвиваються. Важко розрізнити заощадження приватного і державного секторів. Проте за допомогою коректної статистичної моделі цілком можливо отримати реалістичні оцінки функціональних чинників процесу заощаджень, як це зроблено для країн Латинської Америки (див. табл. 3.2). У повній відповідності до гіпотези життєвого циклу приватні заощадження зменшуються з віком (коефіцієнт є статистично значущим на рівні 5%), адже в міру старіння окремі індивідууми починають витрачати власні заощадження для підтримання приватного споживання на сталому рівні.

Пряма залежність між зростанням ВВП і приватними заощадженнями емпірично стверджує один із “стилізованих” фактів і не суперечить

теоретичним припущенням як балансу заощаджень-інвестицій (рівняння (3.3, а)), так і гіпотези життєвого циклу. Результат не змінюється після внесення у специфікацію регресійної моделі показника поточного рахунку. Кожен відсоток зростання ВВП більш ніж пропорційно збільшує питому вагу заощаджень у ВВП, що заперечує згаданий вище висновок в іншому дослідженні [210].

Реальна відсоткова ставка не впливає на обсяги приватних заощаджень, що відбиває нерозвиненість фінансового ринку та його регульований характер, а також недовіру до економічної політики та фінансових інституцій. Проте ймовірно, що нейтральність відсоткової ставки стосовно заощаджень відбиває рівновагу ефектів заміщення та доходу в приватному споживанні.

Децо незвично виглядає обернена залежність між сальдо бюджету і приватними заощадженнями<sup>1</sup>, проте це можна пояснити ефектом заміщення між державними і приватними заощадженнями. Наприклад, збільшення податків обмежує дохід домашніх господарств, а відповідно — можливості приватних заощаджень. Також “витіснення” приватних заощаджень поліпшенням сальдо бюджету можна пояснити ефектом Пліза (підвищена схильність до споживання у державному секторі економіки), якщо прийняти, що поліпшення фіскальних показників відбувається за допомогою підвищення податків. Не менш ймовірно, що підвищене оподаткування обмежує грошові доходи населення, а відповідно — обсяги заощаджень (пояснення в дусі теорії життєвого циклу).

Таблиця 3.2. Чинники приватних заощаджень у країнах Латинської Америки, 1980—1992 рр.

Незалежні змінні	Залежна змінна — приватні заощадження					
	I	II	III	IV	V	VI
1	2	3	4	5	6	7
Константа	20,818 (7,433*)	23,959 (6,568*)	33,342 (4,529*)	23,533 (5,568*)	19,287 (6,613*)	20,818 (7,433*)
Вік	-0,153 (-5,346*)	-0,183 (-4,985*)	-0,216 (-3,892*)	-0,187 (-2,440**)	-9,144 (-4,583*)	-0,122 (-2,608**)
Зростання ВВП	1,373 (3,752*)	1,534 (4,616*)	1,369 (2,472**)	1,611 (4,417*)	1,472 (3,697*)	2,117 (2,405**)
M2/ВВП	0,197 (2,425**)	0,210 (4,616*)	0,198 (1,925***)	0,213 (2,440*)	0,175 (1,924***)	0,036 (1,724)

<sup>1</sup> Висновок щодо пригнічення приватних заощаджень поліпшенням сальдо бюджету в країнах Латинської Америки стверджується Ф. Моранде [279, р. 216].

## Продовження табл. 3.2

1	2	3	4	5	6	7
Споживчий кредит	—	—	-0,079 (-1,328)	—	—	—
Реальна відсоткова ставка	—	—	—	0,0001 (0,559)	—	—
Сальдо бюджету	-0,427 (-3,147*)	-0,583 (-4,103*)	-0,479 (-2,306*)	-0,551 (-3,680*)	-0,423 (-2,957*)	-0,507 (-2,330**)
Соціальне страхування	—	-0,096 (-2,029**)	-0,110 (-1,832***)	-0,091 (-1,635)	—	—
Сальдо поточного рахунку	—	—	0,422 (0,479)	—	0,125 (0,983)	—
Майнове розшарування	—	—	—	—	—	0,036 (0,079)
Політична нестабільність	—	—	—	—	0,931 (0,558)	1,628 (0,681)
$R^2$	0,589	0,647	0,613	0,674	0,593	0,516

*Джерело: Edwards S. Why are Latin America's Saving Rates So Low? // Pathways to Growth: Comparing East Asia and Latin America / N. Birdstall, F. Jaspesen (eds.). — Washington IADB, 1997. — P. 143—146*

Розвиток системи соціального страхування обмежує приватні заощадження, якщо прийняти прямий зв'язок між соціальними виплатами і приватним споживанням, але може мати протилежні наслідки, як це помітно у Чилі. Скоріш за все йдеться про відмінності між традиційними державними і альтернативними приватними схемами пенсійного забезпечення. Якщо приватні схеми вимагають від працюючих заміщення поточних видатків майбутнім споживанням, то державне пенсійне забезпечення може схилити до збільшення поточного споживання, що й зменшує приватні заощадження.

Сальдо поточного рахунку як чинник заміщення між внутрішніми і зовнішніми заощадженнями не виявляє чіткої тенденції на користь того чи іншого можливого сценарію зовнішніх запозичень (рис. 3.11). Проте додатний знак означає, що приплив капіталу і супутнє погіршення поточного рахунку ймовірно зменшують приватні заощадження. Принаймні у країнах Латинської Америки зовнішні запозичення не збільшували приватних заощаджень (приміром, через стимулювання доходу).

Вплив майнового розшарування і політичної нестабільності на приватні заощадження не простежується на статистично значущому рівні, проте в обох випадках додатні коефіцієнти можуть бути ознакою, що



концентрація доходу заможними громадянами дещо збільшує заощадження, тоді як політична нестабільність теж примушує заощаджувати більше<sup>1</sup>.

### Ефект добробуту

Монетизація економіки  $M2$ /ВВП збільшує приватні заощадження у специфікаціях I—V, що пояснюється підвищеними можливостями мобілізації заощаджень в економіці з розвиненим фінансовим сектором. З іншого боку, пряма залежність приватного споживання від реальних грошових активів об'єктивно повинна зменшувати приватні заощадження. Відповідно можна стверджувати, що врахування майнового розшарування істотно послаблює сприятливий вплив монетизації економіки на приватні заощадження, що природно пов'язати з підвищеною схильністю до споживання менш заможних прошарків населення.

З урахуванням ефекту добробуту рівняння (3.3) можна переписати

$$Y - C\left(Y - T, r, \frac{A}{P}\right) - G - I(r) = CA(q, Y^*, Y) \quad (3.9)$$

або

$$S\left(Y, G - T, r, \frac{A}{P}\right) - I(r) = CA(q, Y^*, Y), \quad (3.9, a)$$

де  $A/P = (M + B + L)/P$  — реальна вартість фінансових та інших активів, як гроші ( $M$ ), акції і облігації ( $B$ ), нерухомість ( $L$ ).

Збільшення пропозиції грошової маси  $M$  стимулює приватне споживання і зменшує заощадження (подібно до зниження податків чи відсоткової ставки). З іншого боку, збільшення  $M$  може мати сприятливий вплив на обсяги виробництва — це притаманно економікам з недостатньо розвинутим фінансовим ринком, що відповідає структурним характеристикам економік латиноамериканських країн. У такому разі безпосередній вплив на дохід переважає протилежні наслідки ефекту добробуту в приватному споживанні.

Значення ефекту добробуту підкреслювалося вже згаданим Ф. Модільяні. Зокрема, вартість портфеля цінних паперів впливає на приватне споживання, що має важливі наслідки для підтримання рівноваги платіжно-

<sup>1</sup> Поглиблення майнового розшарування є однією з примітних рис економічного розвитку країн Латинської Америки впродовж 1970—1980-х років, коли для подолання численних структурних деформацій, створених попередньою політикою ISI, довелося проводити глибокі економічні реформи [95, с. 53—57].

го балансу промислових країн. Відповідні міркування зручно пояснюють збільшення приватного споживання (= зменшення заощаджень) у США, де з кінця 1995 р. до середини 2003 р. вартість нерухомості зросла на 3,25 трлн дол., готівки і облігацій — на 6,5 трлн дол., акцій фондового ринку — на 27,5 трлн дол. [194, р. 36—39]. Графічно обсяги заощаджень у США виглядають дзеркальним відображенням вартості приватних фінансових активів [299, р. 76]. Якщо у 1981—1986 рр. приватні активи перевищували дохід у користуванні в 4,5 раза, то у 1996—2000 рр. — в 5,8 раза (ці показники для Великої Британії становили 5,0 і 6,8 раза, Японії — 5,6 і 7,5, Італії — 3,2 і 5,3 раза). У 2002 р. особисте багатство американців зросло до 120 % проти 80 % від ВВП у 1990 р.

Підвищення вартості фінансових активів пересічних американців до 10 трлн дол. позначилося зниженням приватних заощаджень до значень часів “великої депресії” 1930-х років. До цього спричинилося, головним чином, підвищене споживання 20 % найбагатших американців, яке збільшилося на 7,5 % [263]. Упродовж 1992—2000 рр. заощадження цієї групи населення зменшилися на 240 млрд дол., тоді як на 80 млрд дол. зросли заощадження решти 80 % населення. Щорічне збільшення приватного споживання заможного населення на 1 % було наслідком стрімкого подорожчання цінних паперів і повністю пояснює відповідне зменшення приватних заощаджень. Додатково збільшенню споживання сприяли: 1) зниження відсоткової ставки (це дозволило рефінансування кредитів на придбання житла та збільшення споживчого кредитування), 2) зниження податків на 230 млрд дол. упродовж 2001—2003 рр., що додало 1—1,25 % до динаміки ВВП [194, р. 36—39]. У 2000—2005 рр. вартість житла щороку зростала на 13 %, що зумовлювало відповідний ефект добробуту; до 40 % нових робочих місць створювалося в галузях, що безпосередньо чи опосередковано пов’язані з нерухомістю [334, р. 24]. Зменшення приватних заощаджень збіглося з небувалим збільшенням приватних інвестицій, що збільшило різницю між ними до 6 % від ВВП [337, р. 66]. У 2000—2001 рр. від’ємне сальдо поточного рахунку перевищило 4,5 % проти заведне 1,7 % від ВВП у 1997 р. (див. рис. 2.4). У 2000 р. ситуацію частково поліпшив профіцит бюджету на рівні 2 % від ВВП, що контрастував з дефіцитом на рівні 5 % від ВВП зразка початку 1990-х років, однак надалі знову спостерігається дефіцит бюджету.

На підставі неминучої корекції обсягів заощаджень (упродовж другої половини ХХ ст. чисті приватні заощадження у США ніколи не були від’ємними довше, ніж рік) експерти журналу *The Economist* робили висновки, що збільшення заощаджень обмежить приватне споживання та інвестиції, а відповідно — створить передумови для контрастного спаду

виробництва (англ. *hard lending*), як це спостерігалось наприкінці 1980-х років у Великій Британії і Швеції<sup>1</sup>. Передбачалося, що наслідки можуть бути ще гіршими, якщо падіння курсу акцій посилить ефект від скорочення приватного споживання, а зменшення інвестиційної привабливості американських фінансових активів послабить долар (“сильний” долар має антиінфляційний вплив і знижує відсоткову ставку). Економічний спад другої половини 2001 р. продемонстрував слабкі ознаки такого перебігу подій, однак надалі поновилося переконливе зростання американської економіки.

Побоювання щодо зростання заборгованості американських домашніх господарств слабнуть, якщо врахувати дві обставини: 1) зниження співвідношення між коштами обслуговування боргу та отриманим доходом (це стало наслідком низької відсоткової ставки), 2) зростання частки володіння власними домами (до 68 % у 2003 р.) [194, р. 36—39]. Негативний ефект добробуту від зниження курсу акцій було нівельовано збільшенням готівки та облігацій в активах споживачів. Низька норма заощаджень у США може пояснюватися підвищеною дохідністю американських цінних паперів. Подорожчання нерухомості (в унісон із збільшенням доходу домашніх господарств та попитом на якісніше житло) допомогло обмежити споживчі видатки і таким чином запобігло небажаному прискоренню інфляції (подібне спостерігалось в Австралії, Великій Британії та Іспанії)<sup>2</sup>.

Окрім ефекту добробуту, зменшення заощаджень може пояснюватися фінансовою лібералізацією. Це полегшило можливості для приватних за позичень і зменшило залежність від власних заощаджень. У термінах теорії перманентного доходу все виглядає на те, що споживачі сприймають дохід від цінних паперів як постійний. Відповідно немає заощаджень, оскільки отриманий дохід використовується для приватного споживання. Проте нестабільність курсу акцій і отриманого інвестиційного доходу є набагато вищою, ніж у випадку заробітної плати. Інакше кажучи, заробітна плата є набагато надійнішим джерелом доходу (з урахуванням можливого безробіття), ніж дохід від цінних паперів.

Теорія життєвого циклу сприятливий вплив монетизації на приватні заощадження пояснює збільшенням заробітної плати, що припадає на час максимального накопичення заощаджень — під час праці у зрілому віці<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> Альтернативою контрастного спаду виробництва є кероване гальмування темпу економічного зростання до деякого рівноважного значення (англ. *soft lending*), яке стає необхідним елементом подолання надлишкового попиту (або “перегріву” економіки).

<sup>2</sup> Точніше, йдеться про те, що використання коштів на придбання житла обмежило попит на інші споживчі товари, які мають більшу вагу в індексі споживчих цін. Такий вислід виглядає радше короточасним, адже на віддаленішу перспективу подорожчання житла як одного з активів повинно збільшити споживання за рахунок ефекту добробуту.

<sup>3</sup> Приймається, що збільшення пропозиції грошової маси підвищує доходи працюючих.

Водночас заперечується логіка ефекту добробуту, коли збільшення вартості грошових активів зменшує заощадження через збільшення приватного споживання. Обсяги споживчого кредиту практично не впливають на заощадження, хоча від'ємний знак відповідного коефіцієнта підтримує логіку оберненого зв'язку між грошовими активами і приватними заощадженнями. Сприятливий вплив споживчого кредиту на виробництво може нівелюватися ефектом добробуту.

## Інші результати

Порівняння зв'язку між заощадженнями, економічним зростанням та макроекономічною стабільністю у країнах Латинської Америки і Південно-Східної Азії виявило [210, р. 161—184]: 1) економічне зростання радше передує збільшенню заощаджень, аніж навпаки; 2) довгострокові відмінності у заощадженнях можуть пояснюватися відмінностями у темпах економічного зростання; 3) радикальна економічна політика (скорочення дефіциту бюджету, реформа фінансового сектора, лібералізація зовнішньої торгівлі) стимулює економічне зростання, але у короткочасному плані може позначитися тимчасовим зменшенням внутрішніх заощаджень упродовж п'яти років. Чимало досліджень показали, що сприятлива залежність заощаджень від доходу притаманна країнам з невисоким доходом на душу населення і втрачається із збільшенням доходу. Аргумент неважко проілюструвати прикладом країн Латинської Америки, де кореляція між доходом і заощадженнями становила 0,28—0,29 упродовж 1974—1984 рр., однак зросла до 0,8—0,97 у 1985—1995 рр. [279, р. 203], коли у регіоні реалізовувалися численні безуспішні спроби фінансової стабілізації (окрім Чилі).

Проте нещодавнє дослідження МВФ показало, що збільшення ВВП на 1 % збільшує заощадження на 1 % від ВВП для промислових країн і 0,5 % від ВВП — для країн, що розвиваються; відповідне збільшення інвестицій становить 1,6 і 1,1 % від ВВП [140, р. 98]. Збільшення обсягів кредитування на 1 % обмежує заощадження в країнах, що розвиваються, на 0,9 % від ВВП, тоді як у промислових країнах — лише на 0,5 % від ВВП; в обох групах країн відбувається збільшення інвестицій. Поліпшення умов торгівлі на 1 % збільшує заощадження на 0,25 % від ВВП. Не виявлено залежності заощаджень від відсоткової ставки, хоча її підвищення виразно обмежує інвестиції. Старіння населення обмежує заощадження у промислових країнах, але не впливає у країнах, що розвиваються. Поліпшення сальдо бюджету на 1 % збільшує заощадження у промислових країнах і країнах, що розвиваються, відповідно на 0,5 і 0,85 % від ВВП.

У дослідженні М. Чіна і Х. Іто поліпшення сальдо бюджету збільшує приватні заощадження лише у промислових країнах та виникаючих ринках з високим рівнем доходу [149, р. 8]. Якщо у промислових країнах відбувається збільшення інвестицій, то у країнах, що розвиваються — їх зменшення. Брак звичного “витіснення” приватних інвестицій дефіцитом бюджету може пояснюватися тим, що у промислових країнах ресурси капіталу є близькими до рівноважного значення, тоді як в решті країн спостерігається його нестача. Лібералізація фінансових ринків знижує заощадження у промислових країнах, тоді як протилежне спостерігається для країн, що розвиваються.

### 3.3. Зовнішні запозичення у балансі заощаджень-інвестицій

Баланс заощаджень-інвестицій достатньо інформативно ілюструє різноманітні аспекти зовнішніх запозичень (припливу-відпливу капіталу).

#### 3.3.1. Теоретичний коментар

Зовнішні запозичення  $Sf = I - Sd$  дозволяють подолати нестачу інвестицій або вирівняти платіжний баланс у разі погіршення умов торгівлі чи зменшення внутрішніх заощаджень. З іншого боку, значення раніше акумульованого зовнішнього боргу  $D_{t-1}$  і від’ємного сальдо поточного рахунку  $CA_{t-1}$  перешкоджають збільшенню зовнішніх запозичень

$$Sf_t = f(r - r^*, D_{t-1}, CA_{t-1}), \quad (3.10)$$

де  $r^*$  — світова відсоткова ставка (її підвищення зменшує зовнішні запозичення).

Приймаючи рівновагу в т. А (рис. 3.11), зовнішні запозичення  $Sf_0$  збільшують приватні інвестиції ( $I_0 \rightarrow I_1$ ) через зниження відсоткової ставки ( $r_0 \rightarrow r_1$ ); при цьому дещо зменшуються внутрішні заощадження ( $S_0 \rightarrow S_1$ )<sup>1</sup> та погіршується сальдо поточного рахунку  $CA = I_1 - S_1$ . Така ситуація є самодостатньою, якщо згодом збільшення внутрішніх заощаджень забезпечує рівнодійний приплив капіталу і коштів обслуговування зовнішнього боргу на вищому рівні інвестицій  $I_1$  (т. В). Інакше обслуговування зовнішнього боргу обмежує чисті зовнішні запозичення ( $Sf_0 \rightarrow Sf_1$ ); сальдо

<sup>1</sup> Емпіричні дослідження показують, що приплив капіталу зменшує приватні заощадження, але коефіцієнт є набагато меншим від 1; приміром, це справджується для країн Латинської Америки [279, р. 216].

поточного рахунку поліпшується, але з підвищенням відсоткової ставки ( $r_1 \rightarrow r_2$ ) та зменшенням інвестицій ( $I_1 \rightarrow I_2$ ). Якщо обслуговування зовнішнього боргу збільшує дефіцит бюджету або пропозицію грошової маси, то наступне зменшення внутрішніх заощаджень ( $Sd_0 \rightarrow Sd_1$ ) перешкоджає поліпшенню поточного рахунку, попри стрімкіше підвищення відсоткової ставки ( $r_1 \rightarrow r_3$ ).

Обернений зв'язок між припливом капіталу, інвестиціями і внутрішніми заощадженнями стверджується емпірично. В Аргентині висока кореляція між обома показниками спостерігалася для періоду 1958—1977 рр., коли економіка країни залишалася порівняно закритою [282, р. 97—116]. У міру підвищення відкритості прямий зв'язок істотно послабився, а з 1990 року кореляція між  $Sd$  та  $I$  стала від'ємною у короткочасному плані (для довгострокових залежностей зберігається прямий зв'язок). Виникнення оберненого зв'язку між інвестиціями та заощадженнями з початку 1990-х років легко пояснити рішучою лібералізацією фінансового сектора. Зменшення внутрішніх заощаджень і погіршення поточного рахунку передусім було спричинено збільшенням попиту на імпортні споживчі товари тривалого користування (англ. *consumer durables*), що стало наслідком як збільшення доходу внаслідок отримання фінансових ресурсів з-за кордону, так і зниження відсоткової ставки. Сприятливою для збільшення імпорту стала супутня лібералізація зовнішньої торгівлі.

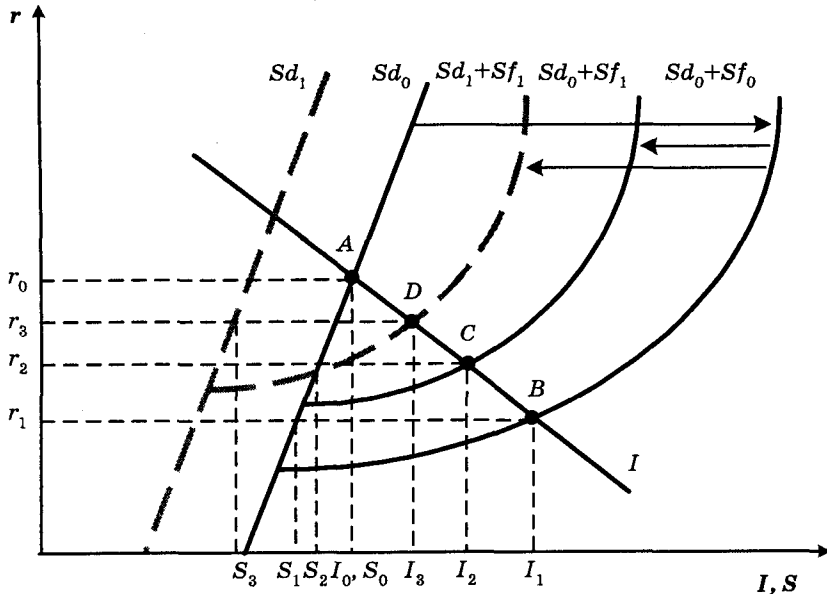


Рис. 3.11. Зовнішні запозичення у балансі заощаджень-інвестицій

Щонайменше три версії пояснювали підвищений попит на товари тривалого користування: а) збільшення перманентного доходу, б) недостатня довіра до економічної політики, в) надмірний оптимізм. У кожному з пояснень так чи інакше простежується зв'язок з припливом капіталу. Надходження іноземного капіталу не лише збільшували грошову масу, але й створювали очікування майбутнього збільшення доходу внаслідок збільшення інвестицій. Виник перебільшений оптимізм щодо перспектив аргентинської економіки, який стимулював поточне споживання. З іншого боку, погіршення торговельного балансу могло розглядатися у цілком протилежному світлі — як ознака майбутньої девальвації грошової одиниці. Відповідно своєрідною захисною реакцією ставав випереджуючий імпорт споживчих товарів довгострокового користування. В обох випадках — оптимістичному і песимістичному — мотивація економічних агентів істотно відрізнялася, однак підсумкова реакція була однаковою — збільшення імпорту.

Обернений зв'язок між припливом капіталу і внутрішніми заощадженнями помічено у 20-ти з 24 країн Латинської Америки і Південно-Східної Азії [300, р. 45—66]. В обох регіонах приплив капіталу збільшує інвестиції і обмежує внутрішні заощадження (раніше вважалося, що такий “латиноамериканський” варіант не притаманний південноазіатським країнам, де прискорене збільшення інвестицій супроводжувалося дещо меншим, але все-таки збільшенням внутрішніх заощаджень). Кореляція циклічних компонентів внутрішніх заощаджень і припливу капіталу в країни Латинської Америки і Південно-Східної Азії, засвідчила присутність спільних зовнішніх чинників у визначенні потоків капіталу. Вартує уваги, що у промислових країнах сальдо поточного рахунку погіршується переважно за рахунок зменшення приватних заощаджень, тоді як обсяги інвестицій не змінюються; під час поліпшення сальдо поточного рахунку відбувається зменшення інвестицій — без зміни заощаджень [203, р. 12]<sup>1</sup>. У середньому приватні заощадження зменшуються на 2 % від ВВП упродовж 3 років, що передують відчутному погіршенню сальдо поточного рахунку. Подальше поліпшення цього показника супроводжується зменшенням інвестицій на 4 % від ВВП упродовж наступних 3 років.

<sup>1</sup> Спеціалісти МВФ стверджують, що з початку 1990-х років рушійною силою погіршення сальдо поточного рахунку було збільшення інвестицій, а зниження заощаджень стало головною причиною платіжних дисбалансів лише з 1999 р. [337, р. 69—70]. Загалом наприкінці 1990-х років різниця у сальдо поточного рахунку між країнами-донорами і країнами — імпортерами капіталу становила 2,5 % від світового ВВП.

### 3.3.2. Зовнішні запозичення в Україні (1996—1999 рр.)

Приплив капіталу позначився зниженням облікової ставки НБУ з початку 1997 р. до 2,74 % і далі до 1,41 %. Зовнішні запозичення переважно фінансували дефіцит бюджету; упродовж 1995—1998 рр. їх частка зростає з 19,8 до 68 % (цей показник буде ще вищим, якщо врахувати придбання іноземцями ОВДП). Підвищення облікової ставки до 35 % у листопаді 1997 р. було передбачуваним наслідком зменшення чистого припливу капіталу  $Sf_0 \rightarrow Sf_1$  (див. рис. 3.11). Шкода, але вплив капіталу не позначився радикальним поліпшенням сальдо бюджету чи зменшенням грошової емісії. Теоретично дефіцит бюджету зменшує внутрішні заощадження і погіршує поточний рахунок, посилюючи відповідний ефект від зниження відсоткової ставки і збільшення приватного споживання (рівняння (3.6)). Погіршення поточного рахунку в 1997 р. не було значним (окрім II кварталу), але зникла попередня тенденція до вирівнювання сальдо платіжного балансу. При погіршенні фіскальних показників ( $Sd_0 \rightarrow Sd_1$ ) навіть значне підвищення відсоткової ставки ( $r_0 \rightarrow r_3$ ) не стає чинником поліпшення поточного рахунку (див. рис. 3.11).

Показово, що у IV кварталі 1997 р. підвищення облікової ставки понад вдвічі ніяк не вплинуло на сальдо поточного рахунку. Можна припустити, що збільшення навантаження на бюджет у зв'язку з погашенням ОВДП та обслуговуванням раніше отриманих позик зробило українську економіку вразливою до очікувань цінової і грошової нестабільності. За таких умов зазвичай відбувається “втеча” капіталу або випереджуюче зростання обсягів імпорту, які однаково погіршують сальдо платіжного балансу. Навпаки, скорочення дефіциту бюджету гармонізує процес залучення зовнішніх запозичень відразу за декількома напрямками:

— *збільшення внутрішніх заощаджень*. Це так чи інакше сприяє зниженню відсоткової ставки та поліпшенню поточного рахунку;

— *зменшення вразливості до спекулятивних процесів*. Підставою для несприятливих очікувань стають значні обсяги емісії боргових зобов'язань і залежність грошової стабільності від припливу іноземного капіталу;

— *зростання довіри*. Поліпшення макроекономічних показників та довіра до економічної політики з боку приватних інвесторів поліпшують структуру зовнішніх запозичень. Не випадково зовнішні запозичення є чинником піднесення економіки лише у країнах з переконливими макроекономічними показниками [37, с. 44]. Інакше важко позбутися інвестиційної інерції, коли очікування (ймовірно — перебільшені) майбутніх



труднощів не дозволяють збільшити поточні інвестиції, а наявні деформації (висока відсоткова ставка, невизначеність обмінного курсу тощо) заохочують спекулятивні потоки капіталу.

Упродовж 1997—1998 рр. замість обмеження пропозиції грошової маси спостерігалось цілком протилежне — придбання НБУ ОВДП на первинному і вторинному ринках, надання фінансової допомоги “проблемним” банкам тощо. Сподівання на зниження відсоткових ставок і “ремонетизацію” української економіки за допомогою монетарних ефектів від придбання ОВДП іноземними інвесторами дуже нагадує архітектуру подій у Мексиці (1994—1995 рр.). Відмінності стосуються лише деномінації боргових інструментів — національна грошова одиниця (Україна) чи іноземна валюта (Мексика). Упродовж травня 1993 р. — листопада 1994 р. емісія валютних облігацій внутрішньої позики (ісп. *tesobonos*) мексиканського уряду збільшилася до 30 млрд дол. Придбання *tesobonos* іноземними інвесторами дозволило обійти процедуру визначення зовнішнього боргу Конгресом Мексики, але не без вкрай несприятливих наслідків. На початку грудня 1994 р. поспішна “втеча” від *tesobonos* за лічені дні зменшила валютні резерви втричі — з 18 до 6 млрд дол., спричинивши найгіршу за всі післявоєнні роки економічну кризу.

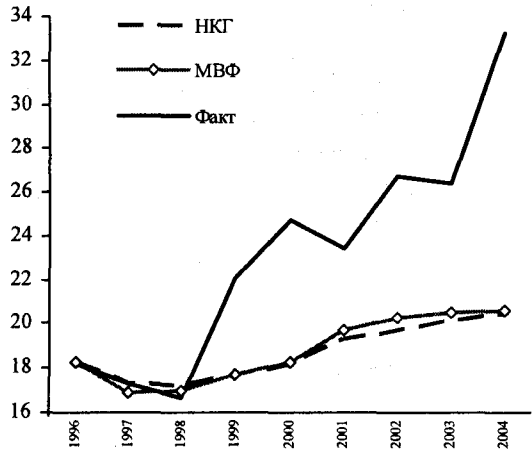
Намагання пом’якшити наслідки відпливу капіталу збільшенням грошової маси є поширеними у світовій практиці, загрожуючи “втечею” капіталу і макроекономічною дестабілізацією. Важливо, що експансійна монетарна політика зменшує заощадження і погіршує сальдо поточного рахунку (рівняння (3.9)), обмежуючи подальші зовнішні запозичення (рівняння (3.10)). З іншого боку, штучне “рятування” комерційних банків чи уряду, що перебували в ейфорії від зовнішніх запозичень, лише відкладає у часі назрілі структурні перетворення.

### 3.3.3. Важливість збільшення заощаджень

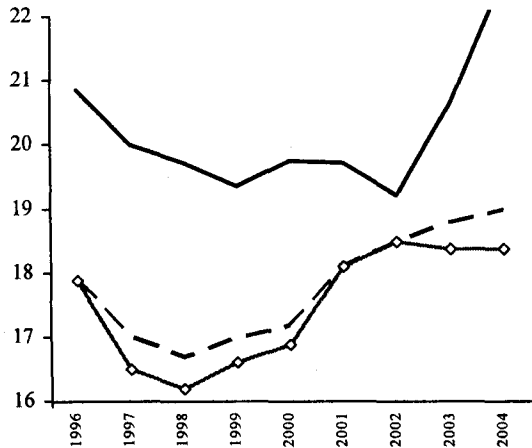
Згідно з прогнозами Німецької консультативної групи при уряді України (НКГ) та МВФ, внутрішні заощадження в Україні 2004 р. мали досягти 20 % від ВВП (рис. 3.12). Збільшення заощаджень розглядалось передумовою як збільшення інвестицій, так і надійного поліпшення поточного рахунку. Обидва прогнози виявилися занадто песимістичними, передусім стосовно заощаджень. У 2004 р. вітчизняні заощадження перевищили прогнозні значення на третину, що дозволило збільшити інвестиції до 22 % від ВВП. Навіть приймаючи значення 2004 р. завищеним, норма заощаджень 2000—2003 рр. виявилася значно вищою. Справдилося припущення М. Меламеда [58, с. 15], що в Україні потенціал приватних заощаджень

є не меншим, ніж обсяги зовнішніх запозичень. Інша справа, що збільшення заощаджень не позначилося відчутним збільшенням інвестицій.

Упродовж 1990-х років панувала думка, що головним джерелом заощаджень є підприємницькі структури, оскільки спостерігалися: низьке абсолютне споживання [63, с. 34], неефективність фінансових посередників, недовіра до фінансових інститутів, невисока схильність до заощаджень як наслідок історичної традиції обмеження приватного споживання у радянські часи [20, с. 3]<sup>1</sup>, відсутність гарантій повернення вкладів банківськими установами [82, с. 32—34]. На майбутнє певні труднощі у підтриманні високого рівня заощаджень може створити підвищене споживання престижних товарів, переважно імпортних, представниками середнього і вищого класів. Також потрібно врахувати, що у разі поновлення економічного зростання оптимістичні очікування майбутніх доходів працюючими та менша невизначеність можуть



а



б

Рис. 3.12. Україна: прогнози НКГ і МВФ та фактичні значення заощаджень-інвестицій (% від ВВП), 1996—2004 рр.: а — Заощадження; б — Інвестиції

Джерело: Вінценц Ф., Тиссен У. Середньострокова стратегія економічної політики України на 1996—2004 рр./ Зрушення до ринкової економіки / Л. Гоффманн, А. Зіденберг (ред.). — К.: Фелікс, 1997. — С. 85.

<sup>1</sup> Інформативний розгляд питань балансу заощаджень-інвестицій в українській економіці зроблено у монографії “Національні заощадження та економічне зростання” Інституту економічного прогнозування (м. Київ).

зменшити приватні заощадження, як це виявилось в економіках Болгарії, Польщі, Угорщини [169, р. 10].

Окремої уваги заслуговує використання заощаджень для інвестиційного процесу. Упродовж 1990-х років, українська норма заощаджень на рівні 19 % ненабагато поступалася середньосвітовому показнику — 22 % від ВВП [63, с. 24]. Хоча у 1996—1999 рр. відносний рівень капіталоутворення був одним з найвищих у світі [1, с. 35—36], в Україні не спостерігалось ефективного інвестування з декількох причин: 1) окремі інвестиції не стосувалися економічного зростання (наприклад, капіталовкладення для ліквідації наслідків чорнобильської катастрофи), 2) безперспективних інвестиційних проектів у державному секторі економіки, 3) інвестування процесів виробництва малоліквідної продукції (опосередковано це стверджується поширенням бартеру). Ще переконливішим є приклад 2004 р., коли стрімке збільшення офіційних інвестицій завершилося “перегрівом” економіки, прискоренням інфляції та циклічним спадом виробництва у наступному 2005 р.

Приймаючи визначальною залежність сукупних заощаджень від приватного споживання і видатків бюджету, впродовж 1992—1995 рр. збільшенню внутрішніх заощаджень в українській економіці перешкождали дефіцит бюджету і експансійна монетарна політика. У наступні роки монетарна політика набула певної зваженості, однак бракувало успіхів у скороченні дефіциту бюджету. В 1996—1997 рр. так і не справдилися сподівання, що зовнішнє фінансування дефіциту бюджету консолідує перехід від фінансової стабілізації до стійкого економічного зростання.

Однією з причин незадовільної динаміки доходу в Україні став невинуватий оптимізм стосовно зовнішніх запозичень загалом та обслуговування зовнішнього боргу зокрема. Приміром, у середині 1990-х років експерти МВФ передбачали, що у 2004 р. співвідношення  $D/Y$  в Україні не перевищить 8,4 % від ВВП [16, с. 83]. Зовнішні запозичення виглядають необхідними для періоду 1992—1994 рр., коли фінансування від’ємного сальдо поточного рахунку було безальтернативним, але для конкретних умов 1996—1997 рр. залучення іноземного капіталу стало черговим “дублем” низки невдалих експериментів у перехідних економіках та країнах, що розвиваються. Передусім зовнішні запозичення стали своєрідною індульгенцією для експансійної фіскальної політики, а відтак руйнували першооснову рівноваги доходу і платіжного балансу — внутрішні заощадження.

### 3.4. Заощадження у трансформаційних економіках

Наприкінці 1980-х років країни Східної Європи і колишнього Радянського Союзу мали дуже високу середню норму заощаджень: 32 і 29 % від ВВП відповідно [168, р. 4]. Це пояснюється “примусовим” характером приватних заощаджень, які відбивали не так високу схильність населення до заощаджень, а обмеження приватного споживання адміністративними заходами. У 1989 р. норма заощаджень становила у Польщі 42,7 %, Словенії — 33, Болгарії — 31 % від ВВП. У країнах колишнього Радянського Союзу заощадження були найвищими у Вірменії — 38,2 %, Білорусі — 36, Казахстані, Латвії і Туркменистані — 35 % від ВВП. Навіть найнижчі показники були достатньо високими за міжнародними мірками: Албанія і Словаччина — 29 %, Грузія, Естонія і Литва — 26 % від ВВП. Практично лише у Таджикистані та Киргизстані заощадження були невисокими — 12 і 13 % від ВВП, відповідно. Перевищення становило в середньому для країн Східної Європи — 2,9 %; Балтії — 3,9; інших країн колишнього Радянського Союзу — 7,8 % від ВВП [169, р. 7].

Заощадження трансформаційних економік залишаються недостатніми для реалізації стратегії наздоганяючого економічного розвитку. Приміром, у 1995—2003 рр. ВВП 8-ми східноєвропейських країн зростав у середньому на 3,6 %, що ненабагато перевищило показник так званої групи Med-3 (Греція, Іспанія, Португалія), де на час вступу до ЄС дохід на душу населення був удвічі вищим. Якщо врахувати завищення вартості переважно імпортованих інвестиційних товарів порівняно із споживчими товарами і послугами, норма заощаджень істотно знижується: країни Балтії — 8 %, Польща і Словаччина — 10 %, Чехія — 18 %, Словенія — 22 % від ВВП [287, р. 34—35]. Загалом перерахунок знижує середню норму заощаджень до 12,6 %, а інвестицій — до 14 %. Наслідком невисоких заощаджень стало зменшення інвестицій, передусім для малих і середніх підприємств, погіршення сальдо поточного рахунку і численні випадки стабілізаційної економічної політики: Угорщина (1995—1996 рр.), Чехія (1997—1999 рр.), країни Балтії (1999 р.), Словаччина (1999—2000 рр.), Польща (2001—2002 рр.).

Перехідний процес відрізняється раптовими змінами традиційних чинників приватних заощаджень (дохід, відсоткова ставка), структурними проблемами (контрастний перехід до світових цін, виникнення безробіття, відмова від розбудованої системи соціального захисту, заміна адміністративного визначення заробітної плати ринковими механізмами), низькою

прибутковістю підприємств, високою інфляцією та подоланням значних деформацій у приватному споживанні, що так чи інакше впливало (і впливає) на процес формування заощаджень. Різноманітні чинники заощаджень у перехідних економіках проаналізовано у дослідженні Світового банку (див. табл. 3.3). Для порівняння використано відповідні залежності для промислових країн за 1995 р. Помітно, що з часом економетричні характеристики перехідних і промислових країн поступово зближуються.

Старіння населення недвозначно обмежує заощадження у промислових країнах, тоді як у перехідних економіках дана залежність почала виявлятися лише з поглибленням переходу до ринкової економіки. Подібним чином це стосується частки міського населення, яке має нижчу схильність до заощаджень. Пожвавлення виробництва обмежує заощадження, що можна пояснити високою залежністю від наявного доходу приватного споживання та попиту на товари імпорту. Зазначена залежність суперечить емпіричним результатам для країн, що розвиваються, і може пояснюватися траєкторією оптимального споживання (англ. *consumption smoothing*), а саме: високий темп економічного зростання відбиває повернення до деякого рівноважного значення. Проте збільшення ВВП на душу населення збільшує заощадження у вибраних часових інтервалах (окрім окремого 1995 р.), що ймовірно відбиває залежність заощаджень від доходу приватних споживачів.

Монетизація економіки збільшує заощадження у перехідних економіках, що суперечить оберненій залежності між обома показниками для промислових країн. Сприятливий вплив монетизації економіки можна пояснити фінансовою лібералізацією та порівняно незначним ефектом добробуту.

Тривалість перехідного процесу послаблює обернений зв'язок між інфляцією споживчих цін та заощадженнями, що загалом не суперечить припущенню щодо слабкості ефекту добробуту. Проте на початку 1990-х років інфляція істотно перешкоджала заощадженням. Обернений зв'язок між інфляцією та заощадженнями узгоджується з протилежною залежністю для умов торгівлі. З часом поліпшення цінових співвідношень у зовнішній торгівлі набуло очікуваного сприятливого впливу на обсяги заощаджень, як це спостерігається у промислових країнах. Немає нічого несподіваного у тому, що країни з військовими конфліктами характеризуються зниженням заощаджень.

Таблиця 3.3. Вплив чинників сукупних заощаджень у перехідних та промислових країнах, 1989—1995 рр.

Незалежні змінні	Залежна змінна $\Delta S_t$			
	перехідні економіки			промислові країни
	1989—1995	1990—1995	1995	
Константа	0,078 (0,67)	0,152 (1,17)	0,683 (2,05 <sup>***</sup> )	7,758 (1,00)
Частка людей похилого віку	0,031 (0,27)	-0,032 (-0,25)	-0,518 (-1,63)	-0,175 (-2,40 <sup>**</sup> )
Частка міського населення	0,070 (0,74)	0,010 (0,10)	-0,420 (-1,75)	-0,171 (-3,70 <sup>*</sup> )
Темп зростання ВВП	-0,213 (-2,41 <sup>**</sup> )	-0,263 (-2,82 <sup>**</sup> )	-0,664 (-1,97 <sup>***</sup> )	0,008 (0,05)
M2/ВВП	0,077 (2,15 <sup>**</sup> )	0,076 (1,98 <sup>***</sup> )	0,283 (2,23 <sup>**</sup> )	-0,077 (-2,42 <sup>**</sup> )
Інфляція споживчих цін	-0,001 (-2,79 <sup>**</sup> )	-0,001 (-2,60 <sup>**</sup> )	-0,001 (-2,23 <sup>**</sup> )	0,001 (0,91)
Умови торгівлі	-0,007 (-0,26)	-0,009 (-0,31)	0,613 (3,81 <sup>*</sup> )	0,119 (1,82 <sup>***</sup> )
ВВП на душу населення	1,6E-5 (2,46 <sup>**</sup> )	1,37E-5 (1,89 <sup>***</sup> )	-4,2E-5 (-0,28)	3,1E-5 (6,57 <sup>*</sup> )
Військові дії	-0,200 (-6,03 <sup>*</sup> )	-0,214 (-6,12 <sup>*</sup> )	-0,229 (-3,09 <sup>*</sup> )	-0,099 (-1,42)
R <sup>2</sup>	0,54	0,55	0,78	0,25

Джерело: Denizer C., Wolf. The Saving Collapse During the Transition in Eastern Europe. Working Paper No. 1174. — Washington: The World Bank, 2000. — P. 8

### 3.5. Парадокс Фельдштейна — Хоріюки

Наприкінці 1970-х років американські економісти М. Фельдштейн (Martin Feldstein) та Ч. Хоріюка (Charles Horioka) оцінили рівняння перехресної регресії (англ. *the cross-section regression*) для даних 16 країн OECD за 1960—1974 рр.:

$$\left(\frac{I_j}{Y_j}\right) = a_0 + a_1 \left(\frac{S_j}{Y_j}\right) + u_j, \quad (3.11)$$

де  $I_j$  — сукупні інвестиції приватного і державного сектора;  $S_j$  — сукупні заощадження ( $j = 1, \dots, N$ ).

Під час економетричного оцінювання отримано такий результат:

$$\left(\frac{I_j}{Y_j}\right) = \begin{matrix} 0,04 \\ (0,02) \end{matrix} + \begin{matrix} 0,89 \\ (0,07) \end{matrix} \left(\frac{S_j}{Y_j}\right), \quad R^2 = 0,91. \quad (3.11, a)$$

Оскільки значення коефіцієнта  $a_1$  практично не відрізнялося від 1, це інтерпретувалося ознакою невисокої мобільності капіталу в промислових країнах. Для закритої економіки  $a_1 = 1$ , адже внутрішні інвестиції залежать суто від внутрішніх заощаджень і будь-яке збільшення цього показника супроводжується пропорційним збільшенням інвестицій (сальдо поточного рахунку завжди дорівнює 0). Таке припущення контрастує з логікою відкритої економіки, де рівень інвестицій повинен визначатися не внутрішніми заощадженнями, а віддачею на капітал, яка є відмінною для окремих країн. Для умов високої мобільності капіталу значення  $a_1$  не повинно статистично відрізнятися від 0.

Парадокс Фельдштейна — Хоріюки виглядав обґрунтованим для періоду Бреттон-Вудської угоди, коли підтримання фіксованих обмінних курсів поєднувалося з прискіпливим валютним контролем. Становище істотно змінилося із середини 1970-х років, проте подальші дослідження функціональних залежностей рівняння (3.11) лише незначно послабили стійкий зв'язок між інвестиціями та заощадженнями. Наприклад, для даних 1982—1991 рр. регресійна залежність набула такого вигляду [285, р. 161—162]:

$$\left(\frac{I_i}{Y_i}\right) = \begin{matrix} 0,09 \\ (0,02) \end{matrix} + \begin{matrix} 0,62 \\ (0,09) \end{matrix} \left(\frac{S_i}{Y_i}\right), \quad R^2 = 0,69. \quad (3.11, б)$$

Значення коефіцієнта  $a_1$  стає депо нижчим, але далі немає підстав для тверджень про зникнення парадоксу Фельдштейна — Хоріюки. В ще одному дослідженні тих самих авторів для вибірки 1990—1997 рр. отримано регресійний коефіцієнт 0,6, а з включенням Південної Кореї — 0,76 [286, р. 11—12]. Нещодавно М. Фельдштейном виявлено, що коефіцієнт залежності інвестицій від внутрішніх заощаджень істотно зменшився за останні десятиліття — до заледве 0,19, передусім за рахунок менших промислових країн на зразок Норвегії [195, р. 4]. Проте для окремих країн пряма залежність між внутрішніми заощадженнями та інвестиціями навіть посилилася; наприклад, це стосується Латинської Америки, де для даних 1985—1995 рр. коефіцієнт кореляції між інвестиціями і заощадженнями перебував у межах 0,93—0,97, що понад удвічі перевищувало показник 1960—1984 рр. Для порівняння: у країнах ОЕСР та Південно-Східної Азії коефіцієнт кореляції між інвестиціями і заощадженнями становив 0,55. В Аргентині негативна кореляція між внутрішніми заощадженнями та інвестиціями поступово послаблювалась упродовж ХХ ст.; 1960—1980-х роках відповідний коефіцієнт перебував у межах від 0,93 до 0,96 [324, р. 150].

Для пояснення парадоксу Фельдштейна — Хоріюки розглядалися щонайменше п'ять теоретичних гіпотез [286, р. 162—164]:

1. *Кореспондуючі зміни у фіскальній і монетарній політиці.* Як бачимо з рис. 3.11, приплив іноземного капіталу погіршує сальдо поточного рахунку через одночасне збільшення інвестицій та зменшення заощаджень (інструментальним чинником стає зниження відсоткової ставки). Оскільки погіршення сальдо поточного рахунку може спровокувати очікування цінової і грошової нестабільності, стає доречним скорочення дефіциту бюджету або зменшення пропозиції грошової маси. Відповідне збільшення внутрішніх заощаджень створює пряму залежність між внутрішніми заощадженнями та інвестиціями.

2. *Близька до оптимальної капіталоємність промислових країн.* Однакові значення довгострокової віддачі на капітал послаблюють стимули для потоків капіталу. Оскільки капіталоємність країн, що розвиваються, є нижчою, виникають підстави для асиметричної динаміки заощаджень-інвестицій і супутнього від'ємного сальдо поточного рахунку.

3. *Мікроекономічні засади.* Якщо промислові компанії мають обмежений доступ до фінансових ринків, обсяги інвестицій так чи інакше залежатимуть від корпоративних заощаджень. Враховуючи значну частку заощаджень промислових та інших компаній у сукупних заощадженнях, це



не може не вплинути на загальний баланс заощаджень-інвестицій. Зазначену аргументацію послаблює поширення значної кількості дрібних інвесторів, які можуть збільшувати споживання у випадках підвищеного інвестиційного доходу. Окрім того, іноземне володіння акціонерним капіталом збільшує не внутрішні, а зовнішні заощадження, що посилює аргументацію балансу заощаджень-інвестицій.

4. *Логіка життєвого циклу приватного споживання.* Істотні демографічні та інші (наприклад, продуктивність праці чи стійке зростання ВВП) чинники збільшують як інвестиції, так і заощадження. Варто зауважити, що внесення у регресійне рівняння додаткових змінних, як RER чи вікова структура населення, призводить у багатьох випадках до зникнення парадоксу Фельдштейна — Хоріоки.

5. *Проблема статистичного виміру.* Оскільки сальдо поточного рахунку повинно бути стаціонарним показником (інакше зовнішній борг міг би зростати без будь-яких обмежень, що зовсім не так у реальній економіці), показники заощаджень та інвестицій повинні бути коінтегрованими<sup>1</sup>. Іншими словами, пряма залежність між інвестиціями та заощадженнями має формальне статистичне походження і жодним чином не стосується потоків капіталу.

Парадокс Фельдштейна — Хоріоки тестувався для періоду класичного золотого стандарту (1870—1914 рр.) та міжвоєнних десятиліть (1920—1940 рр.) за допомогою такої статистичної моделі [237, р. 303—363]:

$$\left( \frac{I_j}{Y_j} \right) = a_0 + a_1 \left( \frac{S_j - \Delta MG_j}{Y_j} \right) + u_j, \quad (3.12)$$

де  $MG_j$  — рух монетарного золота.

Виявлено слабкий зв'язок між внутрішніми заощадженнями та інвестиціями за умов золотого стандарту, коли практично не існувало обмежень на потоки капіталу. Проте не вдалося заперечити припущення щодо прямого зв'язку між внутрішніми заощадженнями та інвестиціями. Інакше кажучи, навіть за умов безперешкодного руху капіталу інвестиції залежали від внутрішніх заощаджень.

<sup>1</sup> Стаціонарність показника означає наявність деякого незмінного у часі середнього значення та постійної у часі дисперсії відхилень поточних значень від цього середнього значення. Коінтеграція декількох показників передбачає присутність довгострокового взаємного зв'язку між ними, коли нестационарність одного показника нівелюється нестационарністю іншого показника таким чином, що залишки відповідного довгострокового рівняння є стаціонарними. Докладніше про це — у наступних розділах.

### 3.6. Проблема “подвійного дефіциту” — бюджету і поточного рахунку

Існують два конкуруючі погляди на причинно-наслідковий зв'язок між сальдо бюджету і платіжного балансу. Представники *школи платіжного балансу* вважають, що саме погіршення платіжного балансу стає причиною дефіциту бюджету, знецінення грошової одиниці та інфляції. Навпаки, *монетарна школа* пояснює погіршення платіжного балансу значним збільшенням дефіциту бюджету та його монетизацією — із наступним прискоренням інфляції і підвищенням RER<sup>1</sup>. Використовуючи аргументи школи платіжного балансу, будь-який з трьох чинників — зменшення надходжень від експорту, збільшення імпорту чи вплив капіталу — погіршує сальдо платіжного балансу. Якщо неможливо збільшити приватні заощадження або недоцільно обмежити приватні інвестиції, дефіцит бюджету виглядає засобом стимулювання виробництва, хоча й не таким ефективним за умов значної залежності імпорту від доходу.

В дусі монетарної школи вплив дефіциту бюджету ( $\uparrow G - T$ ) на поточний рахунок пояснюється зменшенням внутрішніх заощаджень ( $\downarrow Sd$ ). Для сталого розміру приватних інвестицій ( $I = \text{const}$ ) сальдо поточного рахунку погіршується, хоча у великій відкритій економіці супутнє підвищення реальної відсоткової ставки дещо послаблює несприятливу тенденцію. Прикладом використання логіки монетарної школи є висунута у 1982 р. гіпотеза М. Фельдштейна (тоді новопризначеного голови президентської Ради економічних радників (англ. *Council of Economic Advisors* — СЕА) про неминуче погіршення сальдо поточного рахунку США внаслідок стрімкого збільшення дефіциту бюджету. Якщо більшість критиків експансійної фіскальної політики хвилювало прискорення інфляції та підвищення відсоткової ставки, то М. Фельдштейн наголошував можливість виникнення значного торговельного дефіциту — так і сталося. Нині експерти МВФ зменшення дефіциту бюджету США вважають головним чинником поліпшення сальдо поточного рахунку [140, р. 112—115]. Перманентне (на 3 роки) збільшення заощаджень на 1 % від ВВП зменшить від'ємне

<sup>1</sup> На початку 1920-х років представники школи платіжного балансу стверджували, що саме виплата репарацій країнам Антанти спричинила дефіцит бюджету в Німеччині та його наступну монетизацію; результуюче збільшення грошової маси призвело до знецінення німецької марки і вибуху гіперінфляції. Дефіцит платіжного балансу недвозначно вважався першопричиною бюджетного дефіциту та інфляції — цей висновок енергійно обстоювався в урядових колах [179, р. 337]. Проте не бракувало й тих, хто вважав надмірне збільшення дефіциту бюджету справжньою причиною погіршення поточного рахунку, стрімкого знецінення грошової одиниці та гіперінфляції.

сальдо поточного рахунку на 0,5 % від ВВП; відповідно зменшиться додатне сальдо поточного рахунку в країнах Західної Європи і Південно-Східної Азії<sup>1</sup>.

Проте не бракує критичних зауважень. В одному з них позиція М. Фельдштейна називається надмірно спрощеною і політично мотивованою [245, р. 47]. Передусім йшлося про виконання “політичного замовлення” на критику експансійної фіскальної політики. З іншого боку, посилення на дефіцит бюджету як першопричину платіжного дисбалансу відвертали увагу від войовничої риторики — обмеження імпорту за допомогою імпортного мита, квот і нетарифних обмежень. Р. Барро наголошує, що феномен “подвійного дефіциту” в США виявився лише з початку 1980-х років [125, р. 579—580]. Хоча у загальній вибірці 1959—1989 рр. кореляція між сальдо бюджету і поточного рахунку становить 0,55 і 0,64 (для скоригованих на циклічні відхилення показників), для коротшої вибірки 1959—1982 рр. кореляція становить лише 0,03. Для інших промислових країн коефіцієнти кореляції у межах від -0,35 (Японія) до 0,29 (Швеція) схиляють до припущення про незалежність обох показників — бюджету і поточного рахунку.

Економетричні оцінки виглядають достатньо суперечливими. В одному з досліджень МВФ сальдо бюджету визначає від 10 до 40 % динаміки поточного рахунку промислових країн [335, р. 99]. Практично гіпотеза “подвійного дефіциту” справджується лише для США, хоча оцінки ФРС показують доволі слабкий зв'язок: поліпшення сальдо бюджету на 1 % від ВВП покращує сальдо поточного рахунку лише на 0,2 % від ВВП [334, р. 25]. У решті країн набагато важливішими чинниками сальдо поточного рахунку є купівля-продаж фінансових активів приватними інвесторами та цикл ділової активності, коли зміни доходу визначають сальдо зовнішньої торгівлі. В іншому дослідженні МВФ для промислових країн кожен відсоток сальдо бюджету позначається зміною заощаджень на 0,5 % від ВВП і не має впливу на інвестиції — це передбачає поліпшення сальдо поточного рахунку. У згаданому дослідженні М. Чіна і Х. Іто сальдо бюджету поліпшує сальдо поточного рахунку; відповідні коефіцієнти становлять для промислових країн 0,21; країн, що розвиваються — 0,17; вини-

<sup>1</sup> Не заперечується, що збільшення інвестицій в Індонезії, Південній Кореї, Малайзії, Філіппінах і Таїланді (на 5% від ВВП) поліпшить від'ємне сальдо поточного рахунку в США (на 0,75 % від ВВП) [140, р. 112—115]. Кожен відсоток зростання ВВП в Японії і єврозоні зменшує від'ємне сальдо поточного рахунку США на 0,4 % від ВВП. Водночас підвищення відсоткової ставки ФРС практично не матиме впливу на сальдо поточного рахунку, оскільки ставки промислових країн змінюються в синхронному режимі (англ. *comovement*).

каючих ринків — 0,15 [149, р. 11]. Примітно, що в групі країн, що розвивається, та виникаючих ринків вплив сальдо бюджету на поточний рахунок простежується за відсутності впливу на заощадження.

### 3.6.1. Економіка України

Показники бюджету і поточного рахунку стрімко погіршилися у першому півріччі 1994 р., однак наприкінці року радикалізація економічної політики позначилася скороченням дефіциту бюджету і сальдо поточного рахунку (рис. 3.13).



Рис. 3.13. Україна: сальдо бюджету і поточного рахунку (% від ВВП), 1994—2005 рр.

*Примітка:* дані очищено від сезонності

*Джерело:* Тенденції української економіки, IMF International Financial Statistics

У 1995 р. квартальні дані від'ємного сальдо поточного рахунку перебували у межах 1—5 % від ВВП, що перешкодило запланованій грошовій реформі. З початку 1996 р. було вжито заходів для поліпшення сальдо бюджету і поточного рахунку, однак після успішної грошової реформи (вересень 1996 р.) довгострокового поліпшення фіскальних показників так і не відбулося. З початком азійської фінансової кризи (осінь 1997 р.) дефіцит бюджету далі збільшувався, хоча сальдо поточного рахунку дещо поліпшилося. У IV кварталі 1998 р. сальдо бюджету і поточного рахунку вперше стали додатними, однак стійке додатне сальдо бюджету з'явилося

лише з початку 2000 р. і підтримувалося до середини 2004 р., коли реалії президентської кампанії зумовили відчутне погіршення фіскальної дисципліни. З початку 2005 р. було вжито заходів для радикального поліпшення сальдо бюджету, що відбувалося на тлі зменшення значного додатного сальдо поточного рахунку (частково це могло пояснюватися “детнізацією” імпорتنних операцій, але головним стало погіршення кон’юнктури на світовому ринку металопродукції). Потрібно визнати, що експортний успіх 2000—2004 рр. відбувся коштом посилення однобокої залежності вітчизняної економіки від сировинного сектора — без збільшення технологічного експорту і продуктивних інвестицій в імпортозамінних галузях.

Візуальна кореляція сальдо бюджету і поточного рахунку стверджується достатньо високим коефіцієнтом кореляції — 0,65, проте це не дозволяє з певністю стверджувати про зв’язок між обома показниками. Для цього використовуються спеціалізовані статистичні тести — Гренджера і Джохансена. За допомогою найпростішого тесту Гренджера малюнок взаємодії поточного рахунку і сальдо бюджету,  $CA_t$  та  $BD_t$ , набуває складнішого характеру (табл. 3.4). З лагом у квартал гіпотезу про відсутність впливу  $CA_t$  на  $BD_t$  можна відкинути на рівні статистичної значущості 5 % (табл. 3.4). Інакше кажучи, у короткочасному плані виглядає на те, що сальдо поточного рахунку впливає на сальдо бюджету (аргумент школи платіжного балансу). Однак з часом сальдо бюджету починає впливати на сальдо поточного рахунку (аргумент монетарної школи). Ймовірний взаємний зв’язок між обома показниками вимагає оцінювання системи одночасних рівнянь.

Таблиця 3.4. Тест Гренджера для  $CA_t$  та  $BD_t$

Гіпотеза	Лаги				
	1	2	3	4	5
$CA_t$ не впливає на $BD_t$	5,731 (0,021 <sup>**</sup> )	2,258 (0,117)	0,684 (0,603)	0,122 (0,973)	0,601 (0,699)
$BD_t$ не впливає на $CA_t$	1,662 (0,204)	2,592 (0,087 <sup>***</sup> )	2,920 (0,046 <sup>**</sup> )	2,612 (0,052 <sup>***</sup> )	1,929 (0,117)

Оцінена методом двокрокових найменших квадратів (2SLS) з інструментальними змінними<sup>1</sup> система з двох регресійних рівнянь дозволяє уточнити взаємний вплив обох показників:

<sup>1</sup> Інструментальні змінні враховують можливу кореляцію між незалежними змінними, які створюють зміщені оцінки регресійних коефіцієнтів. Відомо, що коректні оцінки регресійних коефіцієнтів передбачають відсутність кореляції між незалежними змінними.

$$\begin{aligned}
 CA_t &= 1,322 + 0,593CA_{t-1} + 0,467BD_t, \\
 &\quad (2,582^{**}) \quad (5,165) \quad (2,953^*) \\
 &\quad R^2 = 0,74, \quad DW = 1,98, \\
 BD_t &= 0,125CA_{t-1} + 0,523BD_{t-1} + 0,259BD_{t-2}, \\
 &\quad (1,755^{***}) \quad (3,780^*) \quad (1,975^{**}) \\
 &\quad R^2 = 0,76, \quad DW = 1,91.
 \end{aligned} \tag{3.13}$$

Оцінені регресійні коефіцієнти показують слабкий вплив сальдо поточного рахунку на сальдо бюджету (відповідний коефіцієнт для  $CA_{t-1}$  є статистично значущим на рівні 10 %), тоді як вплив сальдо бюджету на поточний рахунок виглядає набагато виразнішим (коефіцієнт є статистично значущим на рівні 1 %). Все виглядає на те, що в українській економіці переконливіше виглядає логіка монетарної школи, що пов'язує погіршення сальдо поточного рахунку передусім з погіршенням фіскальних показників. Обидва показники — бюджету і поточного рахунку — істотно залежать від власних лагових значень.

### 3.6.2. Трансформаційні економіки

Для країн Східної Європи візуально зв'язок між сальдо бюджету і поточного рахунку простежується не так виразно (рис. 3.14). За винятком 1994—1996 рр., обидва показники мають асиметричну динаміку. Поновлення економічного зростання у 1994 р. відбулося на тлі незначного додаткового сальдо поточного рахунку, але надалі помірковане збільшення ВВП супроводжувалося погіршенням цього показника та деяким поліпшенням сальдо бюджету.

З використанням річних даних 11 економік Східної Європи і Балтії за 1990—2004 рр. отримано такі результати:

$$\begin{aligned}
 CA_t &= -5,103 + 0,441CA_{t-1} - 0,030BD_t + \\
 &\quad (-2,615^{**}) \quad (6,181^*) \quad (-0,437) \\
 &\quad + 0,239E_t + 0,225\Delta CPI_t^{GER} + 0,246\Delta IND_t^{GER}, \\
 &\quad (3,696^*) \quad (2,662^{**}) \quad (3,119^*) \\
 &\quad R^2 = 0,52, \quad DW = 2,04, \quad F = 16,28^*,
 \end{aligned} \tag{3.14}$$

де  $\Delta CPI_t^{GER}$  і  $\Delta IND_t^{GER}$  — відповідно інфляція та зростання промислового виробництва у Німеччині.

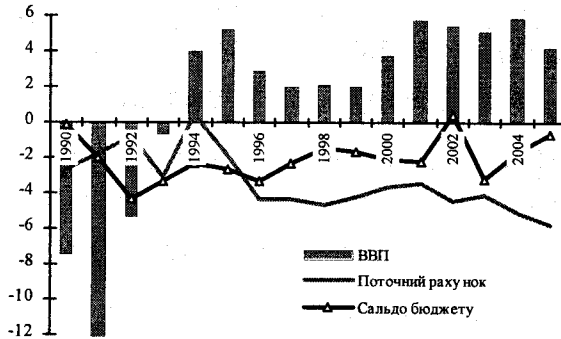


Рис. 3.14. Країни Східної Європи: ВВП (%), сальдо бюджету і поточного рахунку (% від ВВП), 1990—2005 рр.

*Примітка:* враховано дані економік Болгарії, Польщі, Румунії, Словаччини, Словенії, Угорщини, Хорватії та Чехії

*Джерело:* IMF *International Financial Statistics*

На відміну від України, сальдо бюджету не впливає на поточний рахунок. Оцінка впливу сальдо бюджету суперечить раніше отриманим результатам для вибірки 1990—2000 рр., які показували зв'язок у дусі проблеми “подвійного дефіциту”. Це означає, що зв'язок між сальдо бюджету і поточного рахунку істотно послабився з поглибленням трансформаційного процесу<sup>1</sup>. Сальдо поточного рахунку істотно залежить від власного лагового значення  $CA_{t-1}$ , обмінного курсу та інфляції споживчих цін і промислового виробництва у Німеччині. Малюнок впливу всіх зазначених чинників повністю відповідає теоретичним передбаченням для сальдо поточного рахунку (рівняння (3.1)).

<sup>1</sup> Для даних першої половини 1990-х років отриманий емпіричний зв'язок між дефіцитом бюджету і зовнішнім боргом у країнах Східної Європи пояснювався таким чином, збільшення дефіциту бюджету вимагає зовнішнього фінансування; дзеркальним відображенням іноземних запозичень стає погіршення сальдо поточного рахунку. З часом підвищення відсоткової ставки лише погіршує ситуацію через вищу вартість обслуговування державного боргу; відповідно виникає потреба у нових зовнішніх запозиченнях. Коло замикається.

### 3.7. Динамічні характеристики зовнішнього боргу

Функціональні залежності балансу заощаджень-інвестицій можна використати для визначення динамічних характеристик зовнішнього боргу [212, р. 401—403]. Якщо врахувати, що від'ємне сальдо поточного рахунку відбиває збільшення зовнішніх запозичень, отримуємо

$$\dot{D} = r^* D + M - X, \quad (3.15)$$

де  $\dot{D} = dD/dt$  — зміна показника зовнішнього боргу в часі;  $X$  і  $M$  — відповідно обсяги експорту й імпорту;  $r^*$  — кошти обслуговування зовнішнього боргу.

Збільшення зовнішнього боргу стає наслідком підвищення коштів його обслуговування в разі підвищення відсоткової ставки, збільшення імпорту та зменшення експорту. У стані рівноваги усі три показники зростають однаково

$$\frac{D}{D_0} = \frac{X}{X_0} = \frac{M}{M_0} = e^{gt}, \quad (3.16)$$

де  $g$  — темп зростання окремих показників.

Враховуючи  $\dot{D} = dD/dt = d(e^{gt})/dt = ge^{gt} = gD$ , отримуємо

$$gD = r^* D + M - X \quad (3.17)$$

або

$$(g - r^*)D = M - X. \quad (3.17, a)$$

Звідси рівноважне співвідношення “зовнішній борг/експорт” становить

$$\frac{D}{X} = \frac{a}{g - r^*}, \quad (3.18)$$

де  $a = (M - X)/X$ .

Вираз (3.18) дозволяє перевірити безпечність співвідношення  $D/X$  для української економіки в 1996 р. — напередодні значних зовнішніх запозичень. За підсумками року, зростання обсягів експорту товарів і послуг становило 19,1 %, а співвідношення  $a$  — 5,5 %. Приймаючи ставку обслуговування зовнішнього боргу на рівні 6,2 % річних, розраховане співвідношення  $D/X$  становило 0,42, що не викликало жодних застережень щодо збільшення зовнішнього боргу. Навіть якщо кошти обслуговування



зовнішнього боргу зростають до 16 % (це відповідає дохідності українських еврооблігацій у 1998 р.), співвідношення  $D/X$  збільшується лише до 1,8. У 1997 р. від'ємне сальдо поточного рахунку практично не змінилося, проте припинилося зростання експорту, що вже вимагало зменшення зовнішніх запозичень. З рівняння (3.18) легко побачити, що прискорене зростання експорту порівняно з імпортом зменшує співвідношення  $D/X$ . У разі гальмування темпу зростання експорту або вищих коштів обслуговування зовнішнього боргу підтримання самодостатнього співвідношення  $D/X$  вимагає отримання додатного сальдо торговельного балансу і зменшення зовнішнього боргу.

Логіка рівнянь (3.15)—(3.18) актуальна для аналізу іншого співвідношення —  $D/Y$ . У динамічному вигляді баланс заощаджень-інвестицій становить:

$$\dot{D} = r^* D + I - Sd = r^* D + iY - sY = rD + (i - s)Y, \quad (3.19)$$

де  $i$  і  $s$  — відповідно частка інвестицій та норма заощаджень (% від ВВП).

Якщо прийняти співрозмірність темпів зростання зовнішнього боргу і ВВП, рівноважне значення частки зовнішнього боргу у ВВП становить:

$$\frac{D}{Y} = \frac{i - s}{y - r^*}, \quad (3.20)$$

де  $y$  — темп зростання ВВП.

У 1996 р. від'ємне сальдо поточного рахунку, яке можна вважати наближеною характеристикою, становило 2,7 % від ВВП. Приймаючи кошти обслуговування зовнішнього боргу на рівні 6,2 % річних, підтримання співвідношення  $D/Y$  у безпечних межах (50 %) вимагало зростання ВВП на 11,6 %. Натомість спостерігався спад виробництва на 10 %. Зрозуміло, що така динаміка у реальному секторі не свідчила на користь зовнішніх запозичень. Хоча інтерпретація рівняння (3.20) видається занадто прямолінійною, отриманий вираз для співвідношення  $D/Y$  підкреслює необхідність зростання виробництва і заходів щодо збільшення заощаджень для успішного обслуговування зовнішнього боргу. Інакше обслуговування зовнішнього боргу вимагатиме зменшення інвестицій.

Обслуговування зовнішнього боргу не створює проблем в економіках, де отримані іноземні заощадження продуктивно використовуються для збільшення виробництва. Однаково важливим є вибір конкретних інвестиційних проектів та проведення такої економічної політики, що забезпечує сприятливий інвестиційний клімат. З погляду формування очікувань цінової і грошової стабільності та попередження надмірного погіршення поточного рахунку дуже важливою є підтримка зовнішніх запозичень скороченням дефіциту бюджету, як це розглядалося вище (див. рис. 3.12).

## Навчальні завдання

1. Країни  $A$  і  $B$  є малими відкритими економіками з відмінною залежністю приватних інвестицій від реальної відсоткової ставки. Як вплине на баланс заощаджень-інвестицій в обох країнах зниження світової відсоткової ставки? У котрій з країн зміна сальдо поточного рахунку буде більшою?

2. Країна  $A$  є малою відкритою економікою. Припустімо, що відбулося перманентне підвищення світових цін на товари експорту, яке не супроводжується інфляційною “віддачею” (рівень внутрішніх цін залишається незмінним). Які зміни відбудуться у балансі заощаджень-інвестицій? Проілюструйте графічно. Якою є інтерпретація зазначеного підвищення цін в інших теоріях — перманентного доходу і життєвого циклу? Як зміниться відповідь для випадку тимчасового підвищення світових цін? Якими є висновки для економічної політики?

3. За допомогою графічної схеми балансу заощаджень-інвестицій для двох країн проаналізуйте основні механізми надходження “надлишку” іноземних заощаджень в економіку США. Чому за таких умов політика “дешевого” долара не виглядає ефективним засобом зменшення значного від’ємного сальдо поточного рахунку?

4. У статті “Японія: економіка, що старіє” Мілтон Езраті пророкує: “Криза, породжувана старінням населення, зменшуватиме заощадження, які значною мірою були основою її [Японії] чудового економічного зростання... Не обійде це стороною й активне сальдо торговельного балансу Японії... Через деякий час колись вражаюче активне сальдо торговельного балансу Японії перетвориться на графу дефіциту”.

Як теоретично старіння населення може вплинути на торговельний баланс? Чи підтверджується гіпотеза М. Езраті конкретними цифровими даними?

5. За допомогою балансу заощаджень-інвестицій проаналізуйте особливості процесу зовнішніх запозичень в українській економіці. Проілюструйте теоретичний малюнок зовнішніх запозичень (див. рис. 3.11) конкретним цифровим матеріалом (значення  $r_1$ ,  $r_2$ ,  $r_3$ ,  $S_1$ ,  $S_2$ ,  $S_3$ ,  $I_1$ ,  $I_2$ ,  $I_3$ ). Наскільки запропоноване теоретичне пояснення відповідає динаміці макроекономічних показників? Наскільки це нагадує архітектуру подій у Мексиці 1993—1994 рр.?

6. У Звіті про світовий розвиток за 1994 р. подано такі дані про розподіл ВВП у Венесуелі 1989 р.: загальне державне споживання — 9 %, приватне споживання — 64, сукупні внутрішні інвестиції — 13, експорт товарів — 34 % від ВВП. Відповідні дані для Південно-Африканської Республіки становлять: загальне державне споживання — 11 %, приватне споживання — 62, сукупні внутрішні інвестиції — 15, експорт товарів —

32 % від ВВП. Яким є сальдо поточного рахунку? Котра з економік є більш відкритою? Чи справджується на прикладі зазначених двох економік парадокс Фельдштейна — Хоріоки?

7. Країни *A* і *B* є малими відкритими економіками з відмінною залежністю заощаджень від відсоткових ставок. Припустімо, що відбувається пропорційне підвищення ставки податку на споживання (інвестиції не залежать від доходу). В котрій з країн зміни сальдо поточного рахунку будуть промовистішими?

8. Країни *A* і *B* є однотипними, окрім характеристики відкритості та залежності заощаджень від відсоткових ставок. Економічні системи країн *A*, *B* і *C* відповідають таким концепціям: *A* — закритої, *B* — малої відкритої, *C* — великої відкритої економіки. Припустімо, що в усіх трьох країнах зменшено подохідний податок вдвічі. Яким чином зміниться сальдо поточного рахунку в країнах *A*, *B* і *C*? Порівняйте амплітуду змін.

9. Після початкового збільшення зовнішніх запозичень надалі механізми саморегуляції повинні зменшити зовнішню заборгованість. Яким чином? За допомогою балансу заощаджень-інвестицій проілюструйте розвиток подій для оптимістичного та песимістичного варіантів обслуговування зовнішнього боргу.

10. Обсяги експорту товарів і послуг становлять 15, а імпорту — 16,5 млрд дол. Припускаючи зростання експорту товарів і послуг з темпом 15 %, яким є значення відсоткової ставки, що дозволяє безпечно обслуговувати зовнішній борг?

## Рекомендована література

*Бурда М., Виплош Ч.* Макроекономіка: європейський контекст. — К.: Основи, 1998. — С. 82—1992, 206—232.

*Манків Г.* Макроекономіка: Підручник для України. — К.: Основи, 2000. — С. 225—261.

*Савельєв Є. В.* Міжнародна економіка: теорія міжнародної торгівлі і фінансів / Підручник. — Тернопіль: Економічна думка, 2001. — С. 371—373.

*Gillis M., Parkins D., Roemer M.* Economics of Development. — N. Y.; London: W. W. Norton & Co, 1992. — P. 267—290.

*Obstfeld M., Rogoff K.* Foundations of International Economics. — Cambridge, Mass.; London: The MIT Press, 1996. — P. 161—164.

---

---

## Розділ 4

# НОМІНАЛЬНИЙ ТА РЕАЛЬНИЙ ОБМІННІ КУРСИ

*У сучасному розумінні обмінний курс вважається не менш важливим самостійним елементом економічної політики, ніж фіскальні чи монетарні інструменти. Проте у макроекономічному контексті більшої ваги набуває показник реального обмінного курсу. Найчастіше RER розглядається впливовим чинником зовнішньої торгівлі, хоча у ширшому аспекті стосується приватного споживання і сукупної пропозиції. Докладніший розгляд різноманітних особливостей RER поглиблює розуміння балансу заощаджень-інвестицій.*

*У підрозділі 4.1 подано загальну характеристику систем обмінного курсу. У підрозділі 4.2 розглянуто механізми впливу RER на економічні процеси у відкритій економіці, а також подано способи розрахунку відповідних індексів. Акцентовано відмінності між поточним і рівноважним значеннями RER. У підрозділі 4.3 аналізується динаміка RER в Україні, промислових країнах і окремих трансформаційних економіках. Різноманітні аспекти ПКС як довгострокової концепції обмінного курсу розглянуто у підрозділі 4.4. Відповідну теоретичну гіпотезу протестовано для української економіки. Виокремлено недоліки заниженого обмінного курсу, притаманного більшості трансформаційних економік. За допомогою балансу заощаджень-інвестицій у підрозділі 4.5 розглянуто компактно теоретичну модель RER. Це доповнює матеріал розділу з міркуваннями якісно вищого аналітичного рівня.*

## ЗАСАДНИЧІ ПОНЯТТЯ

системи обмінного курсу  
грошова рада  
“м’яке” і “жорстке” прикріплення  
грошової одиниці

ефект Баласси — Самуельсона  
правило “однієї ціни”  
конвергенція до ПКС  
арифметичний і геометричний

реальні обмінні курси  
золотий стандарт  
таргетування інфляції  
реальний ефективний

обмінний курс  
паритет купівельної  
спроможності валют  
тотожність Рікардо

## 4.1. Системи обмінного курсу

Сучасні країни світу відрізняються великим різноманіттям систем обмінного курсу. Передусім це стосується країн, що розвиваються, які схильні до експериментування з політикою обмінного курсу. Додаткові труднощі для аналітичної класифікації створюють відмінності між декларованою *de jure* і практикованою *de facto* системами обмінного курсу [139].

### 4.1.1. Загальні міркування

Прикладний інтерес до використання відмінних систем обмінного курсу виник з початку 1970-х років, коли розпочався стихійний перехід від Бреттон-Вудської системи фіксованих обмінних курсів до різновидів плаваючого обмінного курсу. До цього гнучкість обмінного курсу використовували багато країн, що розвиваються. Приміром, зі середини 1960-х у Бразилії економічна політика військового уряду передбачала перехід до поступового знецінення грошової одиниці з метою поліпшення цінкових співвідношень у зовнішній торгівлі. Подібну політику обмінного курсу практикував військовий уряд Аргентини (1966—1970 рр.).

Важливість обмінного курсу як самостійного елемента економічної політики полягає у тому, що вартість грошової одиниці безпосередньо впливає на рівні цін, заробітної плати і відсоткової ставки, а також на промислове виробництво, зайнятість та інвестиційні рішення [232, р. 1]. Відповідно зміни обмінного курсу однаково становлять предмет підвищеної уваги під час проведення фіскальної і монетарної політики для промислових країн і країн, що розвиваються.

Щоденний обсяг операцій з іноземною валютою на світових фінансових ринках перевищує 1,2 трлн дол. Переважна більшість операцій здійснюється у відомих фінансових центрах: Лондоні, Нью-Йорку, Токіо; на Сінгапур, Цюрих, Гонконг, Франкфурт припадає решта 25 % операцій. Головними учасниками валютного ринку є комерційні банки та інші приватні фінансові інституції (брокерські компанії, пенсійні фонди, страхові компанії, взаємні фонди тощо). Якщо історично операції з іноземною валютою більше обслуговували торгівлю товарами і послугами, то нині

переважають інвестиційні операції. Розвитку світового валютного ринку сприяли перехід до плаваючих обмінних курсів грошових одиниць ведучих промислових країн (США, Німеччина, Велика Британія, Японія) і лібералізація потоків капіталу з кінця 1970-х років.

#### 4.1.2. Класифікація систем обмінного курсу

Існуючі системи обмінного курсу найпростіше поділити на три категорії:

1. *Фіксований*. Центральний банк підтримує визначений паритет стосовно однієї з твердих валют або “кошика” валют за допомогою активної купівлі-продажу іноземної валюти.

2. *Плаваючий*. Обмінний курс визначається попитом і пропозицією іноземної валюти (без втручання центрального банку).

3. *Регульований*. Поєднує риси фіксованого і плаваючого обмінних курсів.

Докладнішу характеристику систем обмінного курсу показано на рис. 4.1<sup>1</sup>. Згідно з класифікацією *International Financial Statistics*, станом на кінець 2005 р. вільне плавання грошової одиниці практикували Австралія, Велика Британія, Канада, США, Швейцарія, Швеція, Японія, а також ще 40 країн (Бразилія, Індонезія, Мексика, Чилі, Туреччина тощо). У трансформаційних економіках вільноплаваючий курс мали Албанія, Вірменія, Молдова, Польща і Таджикистан. Різновиди керованого “плавання” використовувалися у Румунії, Словаччині, Словенії, Чехії, Хорватії, Білорусії, Казахстані, Киргизстані та Росії. З інших відомих країн таку політику обмінного курсу провадили: Норвегія, Індія, Нігерія, Пакистан, Сінгапур (всього 33 країни). З початку 2000 р. офіційно практикується плаваючий обмінний курс української гривні, хоча *de facto* НБУ підтримує її локальну стабільність, що нагадує підтримання фіксованого обмінного курсу з мікродевальваціями. У минулому плаваючим був обмінний курс купонокарбованця, запровадженого у січні 1992 р. Загалом упродовж 1992—2002 рр. політика обмінного курсу в Україні змінювалася декілька разів (табл. 4.1).

Останнім часом набула популярності політика таргетування інфляції (англ. *inflation targeting*), коли в режимі керованого плавання центральний банк за допомогою монетарної політики підтримує визначений інфляційний

<sup>1</sup> Децю інший варіант класифікації систем обмінного курсу можна знайти у статті А. Бубули та І. Откер-Робі [139, р. 14].

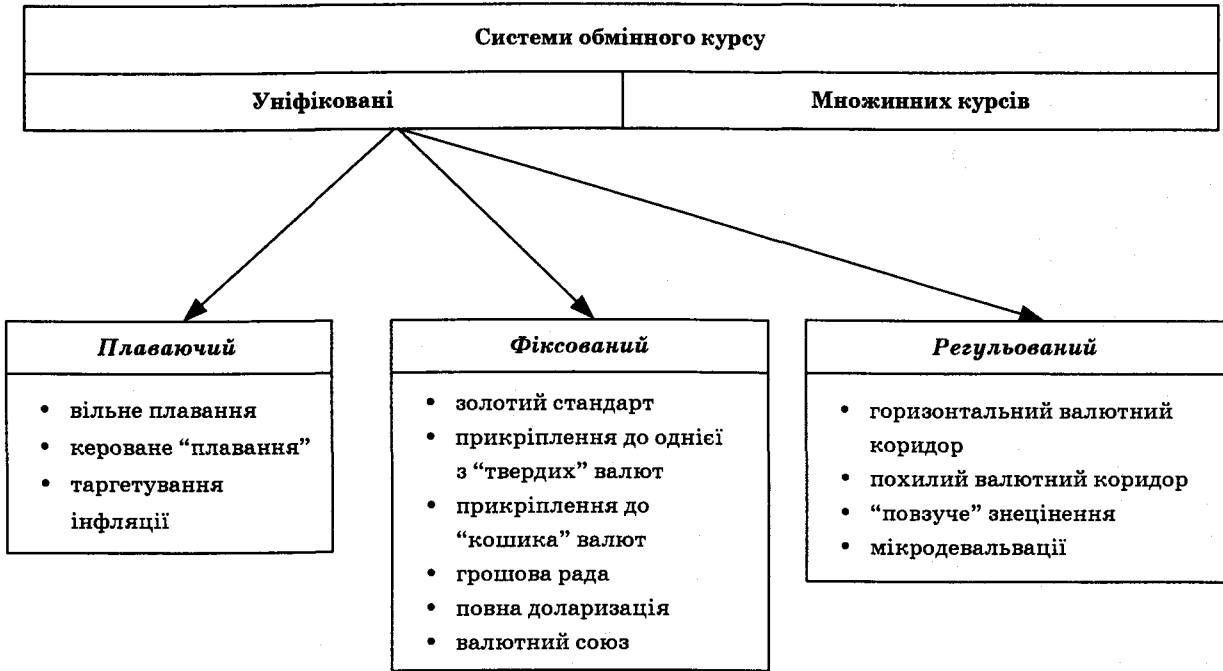


Рис. 4.1. Системи обмінних курсів



Таблиця 4.1. Політика обмінного курсу в Україні, 1992—2005 рр.

Дата	Обмінний курс
Січень 1992 р.	Запровадження готівкового купонокарбованця
Листопад 1992 р.	Початок використання національної грошової одиниці у безготівкових розрахунках. Обмінний курс — плаваючий
Липень 1993 р.	Відмова від плаваючого обмінного курсу
Серпень 1993 р.	Запровадження системи з двох обмінних курсів — фіксованого (для критичного імпорту та експорту) і плаваючого (для придбання товарів некритичного імпорту). Відхилення обох курсів не мали перевищувати 100 %
Грудень 1993 р.	Девальвація фіксованого обмінного курсу зі 6130 до 12 610 крб/дол.
Травень 1994 р.	Початок мікродевальвацій фіксованого обмінного курсу
Жовтень 1994 р.	Уніфікація системи обмінного курсу. Обмінний курс — плаваючий
Вересень 1996 р.	Грошова реформа — запровадження гривні. Фактично практикується кероване “плавання” грошової одиниці
Травень 1997 р.	Оголошено валютний коридор у межах 1,7—1,9 грн/дол., який мав діяти без часових обмежень. Надалі <i>de facto</i> проводилася політика фіксованого обмінного курсу на верхній (занижений) межі визначеного валютного коридору
Жовтень 1997 р.	Валютний коридор на перше півріччя 1998 р. змінено до 1,75—1,95 грн/дол.
Січень 1998 р.	Межі валютного коридору знижено до 1,8—2,25 грн/дол.
Вересень 1998 р.	Новий валютний коридор, що теж мав діяти без обмежень часу, розширено до 2,5—3,5 грн/дол. Запровадження низки адміністративних обмежень: зосередження валютних операцій суто на Українській міжбанківській валютній біржі (УМВБ), поновлення обов’язкового продажу 75 % експортної виручки (згодом цей норматив було знижено до 50 %), обмеження маржі між офіційним і готівковим курсами купівлі-продажу валюти до 5 %, зменшення передоплати нерезидентам (до 20 % від суми контракту), ускладнення порядку допуску клієнтів на валютну біржу, зменшення ліміту відкритої валютної позиції комерційним банкам
Лютий 1999 р.	Межі валютного коридору змінено до 3,4—4,6 грн/дол. Скасування більшості адміністративних обмежень на валютному ринку
Листопад 1999 р.	Офіційна відмова від політики валютного коридору
Лютий 2000 р.	Оголошено політику вільноплаваючого обмінного курсу гривні. “Плавання” грошової одиниці <i>de jure</i> поєднується з <i>de facto</i> підтриманням грошової стабільності
Квітень 2005 р.	Одноразова ревальвація гривні на 5 % — до 5,05 грн/дол.

орієнтир. Технічно таргетування інфляції передбачає: а) оголошення середньострокових орієнтирів інфляції, б) пріоритетність цінової стабільності, в) використання максимально повного інформаційного набору (не лише монетарних агрегатів та обмінного курсу) для вибору інструментів монетарної політики, г) підвищення прозорості монетарної політики через оголошення планів, цілей та конкретних рішень центрального банку, ґ) посилення відповідальності центрального банку за досягнення визначених орієнтирів інфляції [278, р. 105]. З початку 1990-х років до таргетування інфляції перейшли Велика Британія, Нова Зеландія і Швеція. У країнах, що розвиваються, успішним прикладом таргетування інфляції є Чилі. З 1999 р. у Східній Європі таку політику обмінного курсу практикує Польща.

Система золотого стандарту передбачала повне золоте забезпечення грошової одиниці та широко використовувалася з 1870-х до середини 1930-х років. Після цього золотий стандарт втратив практичне значення<sup>1</sup>. Прикріплення грошової одиниці до однієї з твердих валют у 2005 р. практикували 48 країн: Іран, Ірак, Йорданія, Малайзія, Мальта, Марокко тощо. З-поміж трансформаційних економік такої політики обмінного курсу дотримувалися КНР, Латвія, Македонія і Туркменістан. Грошову раду як один з варіантів так званого жорсткого прикріплення грошової одиниці практикують Боснія і Герцеговина, Бруней, Болгарія, Гонконг, Джибуті, Естонія і Литва, а також країни Східно-Карибського валютного союзу (англ. *Eastern Caribbean Currency Union* — ECCU): Антигуа і Барбуда, Домініка, Гренада, Сент-Кітс і Невіс, Сент-Люсія та Сент-Вінсент і Гренадини. Упродовж 1991—2001 рр. грошова рада функціонувала в Аргентині.

Практично грошова рада означає: а) підтримання фіксованого обмінного курсу до однієї з твердих валют, б) вільну конвертацію за всіма операціями платіжного балансу, в) повне забезпечення грошової бази наявними валютними резервами, г) заборону Центральному банку надавати кредити уряду та комерційним банкам, а також здійснювати операції відкритого ринку. Екстремальним варіантом грошової ради можна вважати повну доларизацію, коли країна відмовляється від використання власної грошової одиниці на користь іноземної валюти (не обов'язково — долара США). З початку ХХ ст. таку політику обмінного курсу провадить Панама.

<sup>1</sup> Американський економіст Р. Маккіннон функціонування повноцінного золотого стандарту обмежує періодом 1879—1913 рр. [273, р. 25—26]. Хоча окремі країни (Велика Британія) дотримувалися золотого стандарту задовго до цього, у 1879 р. до золотого стандарту повернулися США, що надало йому міжнародного значення. З 1871 р. золотий стандарт практикувала Німеччина, відмовившись від біметалічного золото-срібного стандарту. В середині 1870-х років це зробила Франція. З початком Першої світової війни (серпень 1914 р.) практично всі країни відмовилися від підтримання золотого вмісту власних грошових одиниць.

У 2000 р. повністю доларизовано економіку Еквадору, а у 2003 р. іншої латиноамериканської країни — Сальвадору. Декілька інших прикладів повної доларизації становлять невеликі країни: Кірибаті, Маршаллові Острови, Палау, Сан-Марино.

Першими валютними союзами стали “латинський” (Бельгія, Італія, Франція, Швейцарія) і “скандинавський” (Данія, Норвегія, Швеція), вони були створені у 1865 і 1873 рр. У 1921 р. валютний союз сформували Бельгія і Люксембург. Найвідоміший сучасний приклад валютного союзу — єдина грошова одиниця ЄС — євро. Зі січня 1999 р. країнами Єврозони стали: Австрія, Бельгія, Ірландія, Іспанія, Італія, Люксембург, Нідерланди, Німеччина, Португалія, Фінляндія і Франція. З 1959 р. розрахункова одиниця на основі французького франка використовувалася у грошовому обігу декількома країнами Центральної і Західної Африки: Беніном, Габон, Камеруном, Екваторіальною Гвінеєю, Малі, Чадом та іншими, що утворили власний валютний союз — СФА<sup>1</sup>. На 2010 р. заплановано створення валютного союзу країн Перської затоки (Оман, ОАЕ, Катар, Бахрейн, Саудівська Аравія і Кувейт).

Прикладами регульованого обмінного курсу є:

1) *валютний коридор*. Значення обмінного курсу вільно змінюються у визначених межах (щонайменше  $\pm 1\%$  навколо паритетного значення). При досягненні межі коридору Центральний банк розпочинає валютні інтервенції з метою попередити вихід обмінного курсу за визначені межі. Валютний коридор може бути горизонтальним або похилим. Ширина коридору визначає ступінь незалежності монетарної політики;

2) *“повзуче” знецінення обмінного курсу*. Це передбачає заздалегідь оголошувати поступову зміну обмінного курсу відносно однієї з твердих валют чи “кошика” валют, або у відповідності до визначених макроекономічних індикаторів (інфляція, платіжний баланс, маржа між офіційним курсом та курсом “чорного ринку” тощо). Пасивне (англ. *backward looking*) “повзуче” знецінення передбачає реакцію обмінного курсу на ретроспективну інфляцію. У випадку активного (англ. *forward looking*) “повзучого” знецінення відставання темпу знецінення грошової одиниці від очікуваної інфляції дозволяє знизити інфляційні очікування без погіршення цінової конкурентоспроможності<sup>2</sup>; відповідно обмінний курс відіграє роль гнучкого антиінфляційного цінового “якоря” (англ. *a nominal anchor*);

<sup>1</sup> Вартість СФА франка було визначено у 1948 р. як  $\frac{1}{50}$  французького франка. Зараз країни СФА практикують прикріплення спільної грошової одиниці до євро.

<sup>2</sup> Одним з найбільш відомих прикладів є використання регульованого обмінного курсу з оголошуваним темпом знецінення грошової одиниці (ісп. *tablita*) для проведення антиінфляційної політики наприкінці 1970-х років у Аргентині та Чилі.

3) *мікродевальвації грошової одиниці*. У цьому режимі центральний банк непередбачувано (без попереднього оголошення) змінює паритетний обмінний курс прикріплення до однієї з твердих валют або “кошика” валют.

Різноманітні варіанти регульованого обмінного курсу були популярними впродовж 1980—1990-х років, однак нині їх використання істотно скоротилося. Горизонтальний валютний коридор практикують Данія, Кіпр, Єгипет, Лівія, Суринам і В'єтнам. Похилий валютний коридор використовується в Ізраїлі, Гондурасі, Угорщині, Уругваї та Венесуелі. “Повзуче” знецінення грошової одиниці практикується у Болівії, Коста-Риці, Нікарагуа і Зімбабве. У Росії впродовж 1992—1994 рр. практикувалося керування “плавання” рубля, однак із середини 1995 р. почав використовуватися широкий валютний коридор у межах  $\pm 7,5\%$ . У серпні 1998 р. від політики валютного коридору довелося відмовитися на користь плаваючого обмінного курсу. Політика валютного коридору офіційно використовувалася в Україні впродовж травня 1997 р. — лютого 2000 р., коли було проголошено перехід до плаваючого обмінного курсу. Прикладом політики регульованого обмінного курсу з мікродевальваціями є Угорщина (1990—1995 рр.). У березні 1995 р. відбувся перехід до “повзучого” знецінення грошової одиниці з поступовим зниженням попередньо оголошеного щомісячного темпу знецінення: від  $1,9\%$  у березні-червні 1995 р. до  $0,7\%$  — у жовтні 1998 р. Надалі підтримувався обмінний курс з коливаннями у межах досить вузького коридору —  $2,25\%$  щодо фіксованого курсу до євро. З травня 2001 р. межі коридору розширено до  $15\%$ , що відповідає вимогам механізму регулювання валютних курсів країн ЄС (англ. *Exchange Rate Mechanism* — ERM). У Польщі зі середини жовтня 1991 р. відбувалося щомісячне знецінення грошової одиниці — злотого — стосовно “кошика” п'яти валют з темпом  $1,8\%$ , який поступово знижувався. З травня 1995 р. “повзуче” знецінення з темпом  $1,2\%$  практикувалося у широкому валютному коридорі  $7,5\%$ . Надалі до березня 1999 р. поступове сповільнення темпу “повзучого” знецінення польського злотого поєднувалося з послідовним розширенням похилого коридору навколо обраного рівноважного значення. У квітні 2000 р. було здійснено перехід до плаваючого обмінного курсу.

Система множинних обмінних курсів нині практично не зустрічається, хоча вона була поширеною у країнах колишнього соціалістичного “табору” та Латинської Америки впродовж 1950—1980-х років. Першими від множинних обмінних курсів наприкінці 1980-х років відмовилися Югославія, Чехія, Польща, Угорщина. В 1992—1993 рр. це зробили Болгарія

та країни колишнього Радянського Союзу. Із січня 1994 р. систему множинних курсів скасував Китай. В Україні систему з двох курсів — фіксованого і плаваючого — використовували зі середини 1993 р. до жовтня 1994 р. як засіб гальмування інфляції.

## **4.2. Аналітичні властивості реального обмінного курсу**

Хоча поведінка номінального обмінного курсу є самостійним інструментом економічної політики щонайменше у двох аспектах — рівноваги грошового і товарного ринків за умов плаваючого обмінного курсу та обслуговування зовнішнього боргу, для більшості моделей платіжного балансу більш інформативним є аналіз поведінки RER.

### **4.2.1. Механізми впливу**

Вплив RER простежується у декількох напрямках: а) зміна цінних співвідношень у зовнішній торгівлі, б) зміна вартості фінансових та інших активів (ефект добробуту), в) зміна структури сукупної пропозиції, г) ефект заміщення у сукупному попиті, ґ) оптимізація портфеля фінансових активів. Для більшості країн обсяги експорту-імпорту реагують на зміни RER як у коротко-, так і довгостроковому плані. Найпростіше це пояснюється цінними співвідношеннями у зовнішній торгівлі (розділ 7), проте порівняно самостійне значення може мати безпосередня залежність експорту-імпорту від динаміки доходу, що розширює діапазон можливого впливу показника RER. Таким чином залежність сукупної пропозиції від RER визначає ще один механізм впливу на дохід і торговельний баланс (розділи 6 і 9). Показник RER може змінювати як загальний обсяг, так і структуру сукупної пропозиції. Якщо в економіці з визначенням доходу сукупним попитом зниження RER має стимулюючий вплив (розділ 8), то безпосередня залежність сукупної пропозиції від цінних співвідношень надає протилежного спрямування — дохід зменшується (розділи 6 і 9). Навіть якщо зміни RER є нейтральними стосовно доходу і обсягів експорту-імпорту (розділ 10), короткочасне зниження RER може бути корисним для збільшення валютних резервів, що є корисним з погляду підвищення стійкості до макроекономічних шоків і зміцнення довіри до національної економіки (розділ 2).

Механізми впливу RER на сукупний попит не обмежуються зміною цінних співвідношень у зовнішній торгівлі. Не менш важливим є вплив на приватне споживання (ефект добробуту), перерозподіл доходу, співвідно-

шення між номінальним і реальним доходом (розділ 7). Від показника RER залежать інвестиційні рішення. В економіці з неоднорідною структурою сукупного попиту зміни RER можуть визначати як пропозицію, так і попит на окремі товари (розділ 13). Зміщуючи аналітичні акценти від торговельного балансу до рахунку капіталу і фінансових операцій, виникає зв'язок між RER і структурою портфеля фінансових активів (розділ 11). Справедливо і зворотне: зміни у платіжному балансі визначають рівноважне значення RER (розділ 12).

Деякі аспекти впливу RER залишилися поза розглядом. Найперше це стосується оптимальної структури міжчасового споживання (відповідні моделі передбачають складніші теоретичні конструкції). Імовірно, що зміни RER впливатимуть на показники бюджету через зміну реальної вартості урядових надходжень і видатків, тоді як у відкритій економіці цінові співвідношення перебувають під впливом сальдо бюджету (розділ 3). Це означає можливість взаємного зв'язку між обома показниками. Загалом така особливість відбиває фундаментальну властивість RER, який, з одного боку, становить порівняно самостійний механізм впливу на макроекономічні показники, а з іншого боку, відбиває дію різноманітних зовнішніх і внутрішніх чинників. Зміни RER визнаються найкращим синтетичним показником кризових явищ у платіжному балансі [215, р. 6—7; 276, р. 27—28]. Врахування динаміки RER є важливим для визначення характеру економічної політики під час стабілізаційних антиінфляційних програм (розділ 12).

#### 4.2.2. Рівноважне і поточне значення реального обмінного курсу

*Рівноважним* вважається таке значення RER, що відповідає рівновазі доходу і платіжного балансу<sup>1</sup>. Відхилення між поточним і рівноважним значеннями RER можуть коригуватися самостійно або вимагати змін в економічній політиці: девальвації (ревальвації) грошової одиниці або коригування параметрів фіскальної і монетарної політики. Для багатьох країн, що розвиваються, проблеми створює критичне підвищення (або завищення) RER стосовно рівноважного значення (англ. *overvaluation*). Це може мати короткочасний сприятливий вплив, однак на віддаленішу перспективу тривале завищення RER створює деструктивний розподіл ресурсів, пригнічує експортні галузі промисловості та сільське господарство, провокує “втечу” капіталу в очікуванні девальвації грошової одиниці.

<sup>1</sup> Поширені критерії оцінки рівноважного RER систематизовано О. Петриком.

Завищений обмінний курс має такі наслідки [180, р. 81—82]:

— *погіршення цінової конкурентоспроможності*. Надмірне зміцнення грошової одиниці стимулює імпорт і перешкоджає збільшенню експорту. Водночас зменшується попит на товари і послуги, що виробляються на внутрішньому ринку;

— *скорочення сукупної пропозиції*. Збільшення імпорту “витісняє” національних товаровиробників з внутрішнього ринку, що у поєднанні із зменшенням експорту веде до скорочення обсягів виробництва та втрати робочих місць. Іншим наслідком стає зменшення надходжень у бюджет;

— *депресивний вплив на фінансові ринки*. Оператори ринку, ймовірно, позичатимуть кошти у місцевій грошовій одиниці для фінансування імпорту, що позначиться стагнацією фондового ринку через брак інвестиційних ресурсів. Окрім того, супутнє підвищення відсоткової ставки додатково обмежить сукупний попит і перешкодить збільшенню інвестицій. Виникнуть стимули для спекулятивної гри на валютному ринку. В підсумку це може створити проблеми у банківському секторі.

Зазвичай критичне підвищення RER завершується погіршенням платіжного балансу і виникненням валютної кризи, коли попит на іноземну валюту перевищує її пропозицію (в тому числі з можливостями обмеженого у часі зменшення валютних резервів). Практично всі кризи платіжного балансу в Латинській Америці супроводжувалися завищенням RER: Чилі (1979—1981 рр.), Аргентина (1979—1981 рр.), Мексика (1994 р.). Один із переконливих уроків останніх двох десятиліть полягає у тому, що в економіці з від’ємним сальдо поточного рахунку навіть короткочасне завищення RER провокує відплив капіталу [296, р. 42]. Передусім це пояснюється обмеженими можливостями валютного регулювання в сучасній економіці та поширеністю феномена доларизації — обидва чинники полегшують оперативне маневрування грошовими активами.

Не заперечуючи шкідливості надмірного підвищення RER, значні труднощі створює ідентифікація цього факту [237, р. 277—299]. Цілком безпечно підвищення рівноважного значення може помилково сприйматися ознакою його критичного завищення та доцільності девальвації грошової одиниці. Не завжди погіршення умов торгівлі неминуче вимагає зниження RER. Зовнішні шоки зазвичай створюють ситуацію, коли важко визначити вірний напрям змін обмінного курсу. Не менш ілюзорним є суб’єктивне визначення “бажаної” динаміки обмінного курсу, як це помітно на прикладі долара США [247, р. 111—120]. На початку 1985 року президент США Р. Рейган (Ronald Reagan) називав “міцний” долар свідченням успіху власної економічної політики, що отримала назву “рейганоміки”, але

вже у вересні 1985 р. міністр фінансів Д. Бейкер (James Baker) на зустрічі в нью-йоркському Plaza Hotel підтримав пропозицію знецінення долара. У 1993 р. американські офіційні особи знову підтримували “слабкий” долар, проте із середини 1990-х років настала черга підтримки “міцного” долара.

Рівноважне значення RER враховує функціональні залежності поточного рахунку, рівновагу доходу та припущення щодо самодостатності платіжного балансу. Схематично це можна представити так

$$a\bar{q} - b\bar{y} + c\bar{y}^* + r^*F = -k(r - r^*) + j(F^d - F), \quad (4.1)$$

де  $\bar{q}$  — рівноважний RER;  $\bar{y}$  — рівноважний дохід;  $y^*$  — дохід країн — торговельних партнерів;  $F$  і  $F^d$  — поточна вартість і потенційний попит на іноземні активи;  $k$  і  $j$  — відповідно коефіцієнти залежності потоків капіталу від різниці відсоткових ставок і вартості портфеля активів.

Праву частину рівняння (4.1) можна представити різницею рівноважних значень балансу заощаджень-інвестицій ( $\bar{S} - \bar{I}$ ). Чинники впливу на рівноважне значення RER називають *фундаментальними*. До них зараховують низку зовнішніх (умови торгівлі, світова відсоткова ставка) і внутрішніх факторів (відкритість економіки) та інструментів економічної політики (імпортне мито, експортний податок, експортні та імпортні квоти, адміністративні обмеження потоків капіталу, субсидії, рівень оподаткування, обсяги і структура видатків бюджету тощо) [187, р. 6—7; 216, р. 235]. У більшості моделей відкритої економіки монетарні чинники визначаються такими, що впливають лише на поточні значення RER і створюють тимчасові відхилення від рівноважного значення цього показника. Проте в окремих моделях (розділ 12) монетарна політика може впливати на рівноважний RER і на довгострокову перспективу.

Сучасне трактування рівноважного RER ґрунтується на двох засадничих положеннях [188, р. 16—17]: 1) рівноважне значення RER змінюється у часі під впливом немонетарних фундаментальних чинників; 2) рівноважне значення RER враховує не лише поточні значення, але й очікування майбутніх значень фундаментальних чинників. Для визначення відхилень від рівноважного значення RER використовуються: 1) порівняння поточних значень RER із значенням базового року, коли спостерігалася стійка рівновага доходу і платіжного балансу, або 2) визначення траєкторії рівноважного RER як ендогенного чинника самодостатньої рівноваги обох рахунків платіжного балансу. Наближену оцінку заниження (завищення) поточних значень RER можна отримати за допомогою фільтра Ходріка — Прескотта, що використовує декомпозицію на перманентну (трендову) і стохастичну компоненти [216, р. 229—262].



### 4.2.3. Методи розрахунку реального обмінного курсу

Існують дві принципово відмінні концепції RER на основі:

1) *паритету купівельної спроможності валют*. Це полегшує розрахунок індексу цінової конкурентоспроможності, або *реального ефективного обмінного курсу* (англ. *real effective exchange rate* — REER)

$$q_{ef} = \frac{\sum_{i=1}^n w_i E_i P_i^*}{P} \quad (4.2)$$

або

$$q_{ef} = \prod_{i=1}^n \left( \frac{E_i P_i^*}{P} \right)^{w_i}, \quad (4.2, a)$$

де  $\sum w_i E_i$  і  $\sum w_i P_i^*$  — зважені середні значення двосторонніх обмінних курсів і рівнів цін країн — торговельних партнерів;  $w_i$  — відповідні вагові коефіцієнти.

Якщо у формулах (4.2) і (4.2, a) не враховувати цінових індексів, то отримаємо показник номінального ефективного обмінного курсу (англ. *nominal effective exchange rate* — NEER). Найчастіше показник  $P_i$  означає індекс споживчих цін, але можуть використовуватися інші індекси заробітної плати, оптових цін тощо. Наприклад, для економік Східної Європи пропонується визначати RER співвідношенням заробітної плати у доларовому еквіваленті [244, р. 309—362]. Геометричний RER (вираз (4.2, a)) є точнішим, адже передбачає симетричність впливу індивідуальних двосторонніх обмінних курсів. Для обчислення вагових коефіцієнтів  $w_i$  використовуються: а) частка іноземних торговельних партнерів у зовнішній торгівлі або б) структура валютного ринку;

2) *порівняльної ціни товарів зовнішньої* (англ. *tradable goods*) і *внутрішньої торгівлі* (англ. *nontradable goods*). Показник

$$q_{T/N} = \frac{EP^T}{P^N} \quad (4.3)$$

вважається точнішим індикатором цінових співвідношень, проте рівні цін товарів зовнішньої і внутрішньої торгівлі,  $P^T$  і  $P^N$ , визначити досить складно. Зазвичай приймається, що рівень цін  $P^T$  визначається цінами оптової торгівлі країн — торговельних партнерів, а рівень цін  $P^N$  — індексом споживчих цін цієї країни.

Окрім зазначених вище, використовуються ще два визначення RER окремо для імпорту та експорту (в логарифмах):

$$q_{M/N} = p^M - p^N, \quad (4.4)$$

$$q_{X/N} = p^X - p^N, \quad (4.4, a)$$

де  $p^M$  і  $p^X$  — відповідно рівні цін товарів імпорту та експорту.

Вважається, що такий підхід точніше враховує специфіку економіки з комбінованим сектором товарів зовнішньої торгівлі, адже на практиці ціни товарів експорту-імпорту залежать від якісно відмінних чинників [187, р. 51].

### 4.3. Практичні аспекти динаміки реального обмінного курсу

Нижче аналізується траєкторія RER в Україні та декількох інших промислових і трансформаційних економіках. Практичний інтерес становить порівняння динаміки RER у середовищі промислових країн і решти світу.

#### 4.3.1. Економіка України

На рис. 4.2 подано показник RER, розрахований спеціалістами МВФ. З ілюстративною метою у табл. 4.2 подано відповідні вагові коефіцієнти. Реальний ефективний обмінний курс знижувався упродовж 1992 р. Попри експансійну фіскальну і монетарну політику, девальвація купонокарбованця продовжила стрімке зниження RER у першому півріччі 1993 р., однак поступово виявилось відчутне прискорення інфляції, що примусило у липні 1993 р. відмовитися від плаваючого обмінного курсу. Стабільність грошової одиниці мали підтримати численні адміністративні обмеження на валютному ринку, проте бракувало скорочення гігантського дефіциту бюджету. Продовження експансійної фіскальної і монетарної політики позначилося стрімким підвищенням RER у вересні-грудні 1993 р. Водночас почало підвищуватися рівноважне значення RER. З початку 1994 р. спостерігалось локальне зниження RER, чому сприяли: а) сповільнення темпу грошової емісії, б) помірковане знецінення купонокарбованця, в) деяке зниження інфляції та г) лібералізація зовнішньої торгівлі. Примітно, що лібералізація валютного ринку (жовтень 1994 р.) не

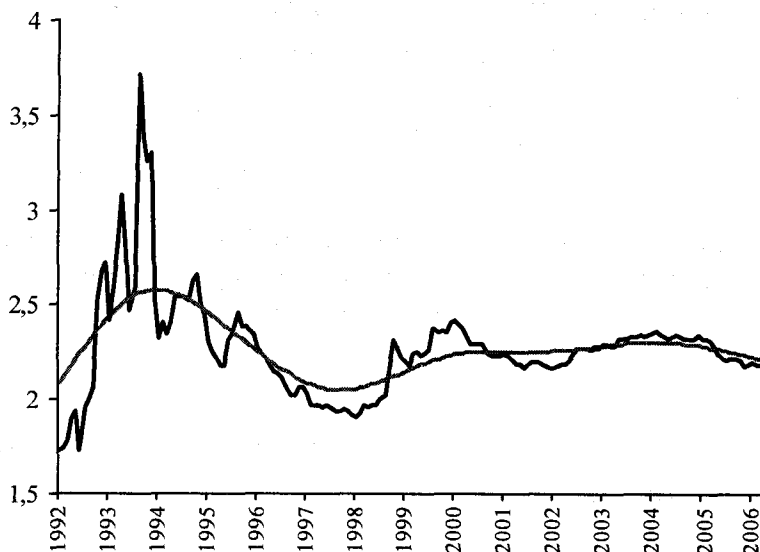


Рис. 4.2. Реальний ефективний обмінний курс (у логарифмах), 1992—2006 рр.

Джерело: IMF *International Financial Statistics*

створила очікуваного зниження RER, попри стрімке знецінення грошової одиниці з 25 тис. у вересні до 109 тис. крб/дол. у грудні 1994 р. Навпаки, наприкінці 1994 р. RER підвищився. З початку 1995 р. подальше знецінення карбованця створило очікуване зниження RER, але ненадовго.

Розглядаючи відхилення поточних значень від рівноважного тренду, не викликає сумніву надмірне підвищення RER у першому півріччі 1992 р. та наступне значне заниження впродовж 1993 р. Завищення RER у першому півріччі 1994 р. і з початку 1995 р. спостерігалось в результаті підвищення рівноважного значення продовж 1994—1997 рр. На час грошової реформи (вересень 1996 р.) поточне значення RER відповідало показнику серпня-вересня 1992 р. і було дещо завищеним. У 1997 р. RER далі підвищувався, але з помітною конвергенцією до рівноважного значення. Далі рівноважне значення RER плавно знижується з кінця 1998 р. приблизно до кінця 2004 р., коли з'являється незначний протилежний тренд.

Динаміка RER оцінюється доволі суперечливо [97]. Не бракує тверджень, що продовж 1997—1998 рр. “штучно” завищений обмінний курс гривні перешкодив поліпшенню торговельного балансу і поглибив спад виробництва, хоча рекордні обсяги експорту-імпорту спостерігалися саме у 1996—1997 рр. (рис. 4.3, а), коли RER був найвищим (рис. 4.2). Навпаки,

Таблиця 4.2. Вагові коефіцієнти країн — основних торговельних партнерів України, 1996—2005 рр.

Країна	Роки													
	1996		1998		2000		2002		2003		2004		2005	
	$w_i$	$w_i^*$	$w_i$	$w_i^*$	$w_i$	$w_i^*$	$w_i$	$w_i^*$	$w_i$	$w_i^*$	$w_i$	$w_i^*$	$w_i$	$w_i^*$
США	2,8	4,9	3,1	7,4	3,8	7,7	2,8	6,5	2,6	5,7	3,6	7,6	2,5	5,5
Польща	2,5	4,5	2,3	5,5	2,5	5,2	3,0	6,8	3,4	7,3	3,2	6,7	3,2	7,1
Німеччина	4,3	7,7	5,4	12,9	6,6	13,4	7,0	15,9	8,0	17,3	7,6	16,0	6,6	14,6
Італія	2,7	4,8	3,6	8,4	3,5	7,0	3,7	8,3	4,1	9,0	3,9	8,1	4,2	9,2
Росія	43,1	76,8	28,5	68,0	32,9	66,8	27,5	62,5	28,1	60,7	29,4	61,7	28,9	63,7
Сума	56,0	100,0	41,9	100,0	49,3	100,0	44,0	100,0	46,3	100,0	47,6	100,0	45,5	100,0

Примітка: нормовані коефіцієнти ( $w_i^* = w_i / \sum w_i$ )

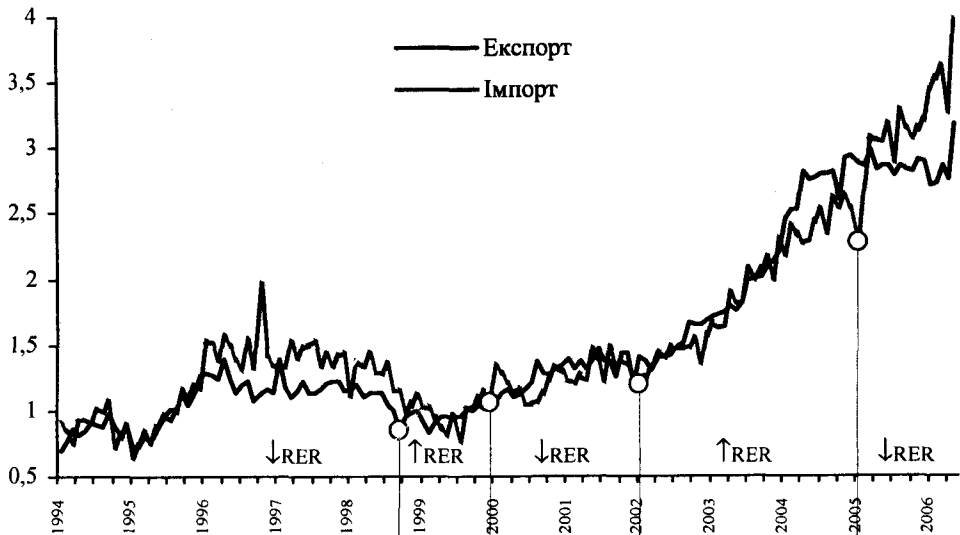
Джерело: за розрахунками В. Шевчука а також О. Петрика і С. Куріленка [67, с. 32]

під час зниження RER (кінець 1998 р. — початок 2000 р.) обсяги зовнішньої торгівлі скорочувалися. З початку 2000 р. збільшенню обсягів зовнішньої торгівлі (з випереджуючим зростанням експорту) не перешкодило підвищення RER. Якщо пожвавлення виробництва і поліпшення поточного рахунку в 1999—2000 рр. розглядати наслідком вимушеної девальвації гривні та супутнього зниження RER, то не менш переконливі показники зразка 2001 р. помітно конфліктують з таким припущенням (рис. 4.3, б).

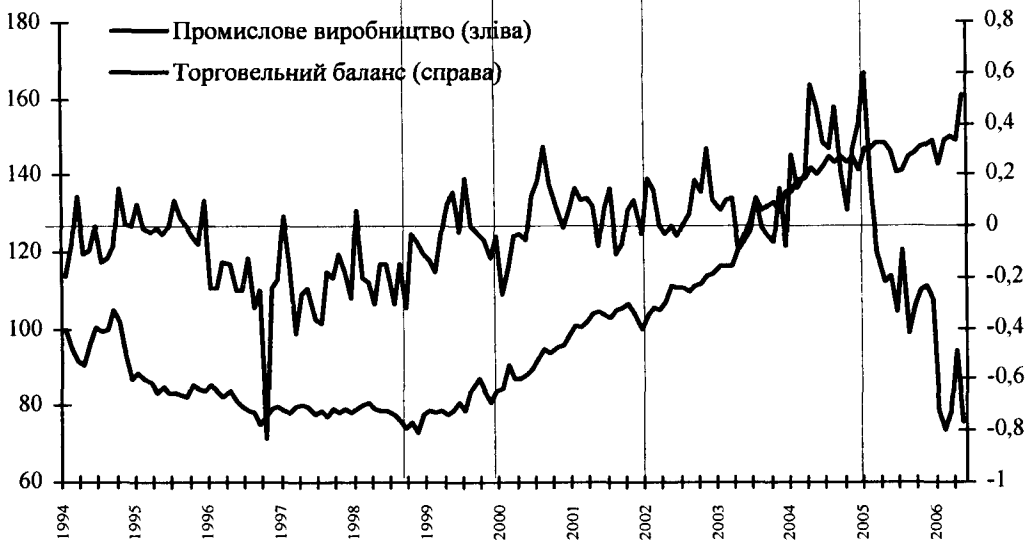
З початку 2000 р. підвищення RER відбувалося на тлі потужного зростання промислового виробництва і поліпшення торговельного балансу. Вартує уваги, що наприкінці 1999 р. — на початку 2000 р. відчутна девальвація гривні збіглася у часі зі значним погіршенням торговельного балансу. Загалом візуальний аналіз даних української економіки не дозволяє однозначно стверджувати, що стандартні залежності поточного рахунку (= торговельного балансу) справджуються. Тобто зниження RER не виглядає чинником поліпшення торговельного балансу і стимулювання промислового виробництва.

### 4.3.2. Промислові країни

Візуально зв'язок між торговельним балансом і RER для ведучих промислових країн — США, Японії, Німеччини та Великої Британії — виглядає по-різному (рис. 4.4). У США сальдо експорту-імпорту погіршувалося на тлі як підвищення (до 1985 р.), так і стрімкого зниження RER (1986—1988 рр.), проте надалі зниження RER поєднувалося з поліпшенням торговельного балансу. В 1991—1996 рр. зниження RER знову не перешкодило погіршенню сальдо зовнішньої торгівлі. З 1992 р. цей показник постійно погіршується, тоді як RER знижувався до 1996 р., а відтоді поступово підвищується. Загалом візуально динаміка RER і торговельного балансу відповідала теоретично передбачуваній продовж приблизно  $\frac{2}{3}$  часу, однак коефіцієнт кореляції між обома показниками ( $-0,35$ ) не виявляє жодного статистичного зв'язку. В 2001 р. значення RER було нижчим від рівня 1985 р., коли від'ємне сальдо експорту-імпорту було майже вдвічі меншим. Дуже ймовірно, що надмірне погіршення торговельного балансу та недовіра до фондового ринку зменшать приплив капіталу, а відповідно — обмежать можливості фінансування торговельного дисбалансу. Негайним наслідком змін у настроях іноземних інвесторів вірогідно стане стрімке знецінення долара. У березні 2002 р. відомий фінансист Д. Сорос (George Soros) пророкував, що долар може втратити третину своєї вартості. До кінця 2005 р. так і сталося, але це не допомогло поліпшенню торговельного балансу, хоча кожні 10 % знецінення долара мали б скорочувати від'ємне



a



б

Рис. 4.3. Україна: вибрані макроекономічні показники, 1994—2006 рр.: а — обсяги експорту-імпорту (млрд дол.); б — промислове виробництво (індекс, січень 1994 = 100) і торговельний баланс (млрд дол.)

Примітка: всі показники очищено від сезонності за допомогою методу Census X-12

Джерело: www.oecd.org; власні розрахунки В. Шевчука

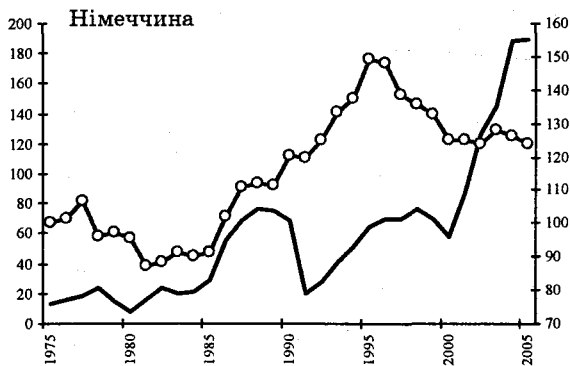
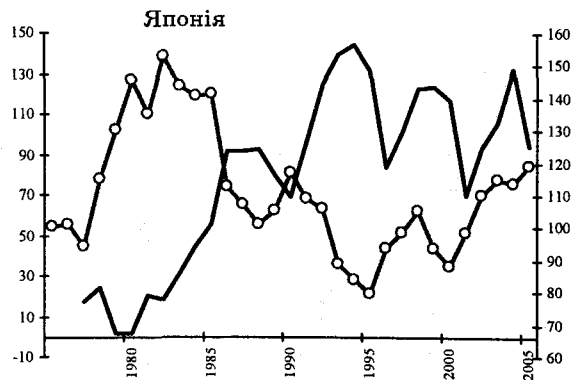
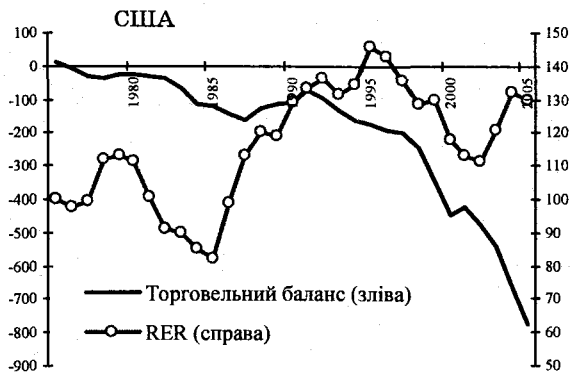


Рис. 4.4. Вибрані промислові країни: торговельний баланс (млрд дол.) і RER (індекс, 2000 = 100), 1975—2005 рр.

Джерело: IMF International Financial Statistics

сальдо поточного рахунку на 1 % від ВВП [247, р. 118]. З іншого боку, “слабкий” долар може бути ознакою технологічної слабкості американського експорту і невисокої продуктивності праці, що істотно зміщує аналітичні акценти.

У Японії з початку 1980-х років поліпшення торговельного балансу супроводжувалося підвищенням RER, а 1989—1990 рр. додатне сальдо дещо зменшилося, попри зниження RER. Надалі стрімке поліпшення торговельного балансу знову спостерігалось на тлі підвищення RER (1991—1994 рр.). У 1996 р. сальдо експорту-імпорту зменшилося відразу на 50 млрд дол., що збіглося в часі зі зниженням RER, однак надалі торговельний баланс знову поліпшився. Візуальне враження щодо оберненого зв'язку між зниженням RER і японським торговельним балансом стверджується високим від'ємним коефіцієнтом кореляції (-0,72). У Німеччині коефіцієнт кореляції між RER і торговельним балансом виявився додатним (0,51). З початку 1980-х років поступове підвищення RER не перешкодило збільшенню додатного торговельного балансу. В 1991 р. сальдо експорту-імпорту зменшилося до 18 млрд дол., але вже наступного року поновилася висхідна тенденція. Із середини 1990-х поліпшення торговельного балансу відбувалося зі зниженням RER, але наприкінці десятиліття динаміка обох показників стала виразно асиметричною. Залежність зовнішньої торгівлі від RER не виглядає характерною ознакою німецької економіки, адже зміни торговельного балансу відбувалися без помітних коливань у цінових співвідношеннях. У Великій Британії стрімке підвищення RER наприкінці 1970-х — на початку 1980-х років поєднувалося з поліпшенням торговельного балансу. Надалі деяке зниження RER відбувалося з відчутним погіршенням торговельного балансу. Наприкінці 1990-х цей показник знову погіршився, що могло стати наслідком підвищення RER. Упродовж 1991—1997 рр. від'ємне сальдо зовнішньої торгівлі стабілізувалося, але надалі його стрімке погіршення збіглося з підвищенням RER, хоча від'ємний коефіцієнт кореляції (-0,67) передбачає цілком протилежне.

Все виглядає на те, що у найбільших промислових країнах динаміка RER не виявляє теоретично передбачуваної залежності між зниженням RER і поліпшенням торговельного балансу — це стверджується тестом Гренджера<sup>1</sup>. Лише в Японії гіпотезу про вплив RER на торговельний баланс не можна відкинути на рівні статистичної значущості 5 %. Від зниження RER у ведучих промислових країнах варто очікувати поліпшення поточного рахунку лише у короткочасному плані (окрім Великої Британії),

<sup>1</sup> Це збігається з висновком, що у промислових країнах кореляція між RER і торговельним балансом є невисокою [202, р. 231].



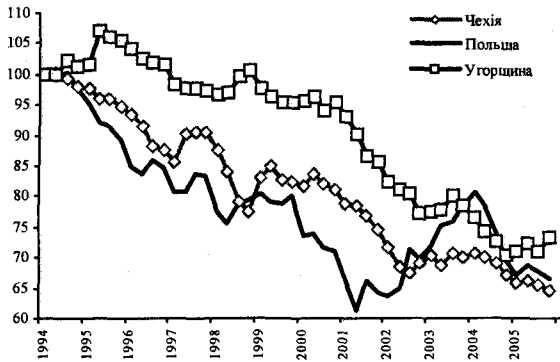
тоді як у довгостроковій перспективі найімовірніше очікувати одночасного підвищення RER і поліпшення поточного рахунку [256]. Такий вислід пояснюється впливом чинника продуктивності праці. Декілька інших особливостей поведінки RER промислових країн у післявоєнний період є такими: 1) відхилення від рівноважного значення є більшими з початку 1970-х років (амплітуда коливань RER для 1973—1996 рр. майже вдвічі перевищує показник 1951—1972 рр.), 2) плаваючий обмінний курс не обов'язково посилює нестабільність RER (прикладом є Канада), 3) обмінні курси важко прогнозувати на підставі візуальної динаміки RER, 4) немає чіткого зв'язку між RER та інфляцією чи зростанням грошової маси, 5) на рівноважне значення RER відчутно впливають умови торгівлі [125, р. 628—629].

### 4.3.3. Економіки Східної Європи

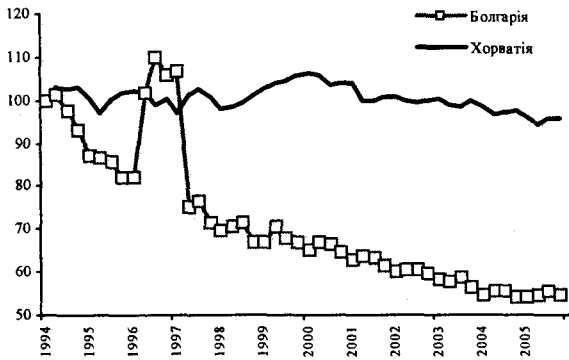
Тенденція до підвищення RER дуже виразно простежується у Чехії і Польщі (рис. 4.5, *a*). У 1997 р. подолання наслідків азійської фінансової кризи позначилося локальним зниженням RER в обох країнах, однак надалі підвищення RER поновилося. З початку 1999 р. реальні обмінні курси у Чехії і Польщі знову дещо знизилися, але вже через рік спостерігається підвищення RER, передусім у Польщі. Упродовж 1994—2005 рр. амплітуда підвищення RER становила у Польщі 35 %, а у Чехії — 20 %. У Болгарії криза заборгованості 1996 р. зумовила стрімке зниження RER внаслідок знецінення грошової одиниці — лева, але це стало короткочасним явищем (рис. 4.5, *б*). Після прикріплення лева до німецької марки (серпень 1997 р.) RER лише в Угорщині та Хорватії простежується відносна стабільність RER.

Підвищення RER пояснюється по-різному: 1) істотна передевальвація грошової одиниці на початку перехідного процесу (згодом конвергенція RER до рівноважного значення передбачала підвищення рівня внутрішніх цін і підвищення цього показника), 2) прискорене підвищення продуктивності праці в експортному та імпортозамінному секторах (ефект Баласси — Самуельсона)<sup>1</sup>, 3) скасування субсидій населенню на придбання капіталоемних послуг — транспортних, житлових, оплата електроенергії, 4) вилучення з обігу надлишкової грошової маси (або так званого “грошового нависання”), 5) підвищення якості експортних товарів, 6) припинення “втечі” капіталу, 7) значні надходження прямих інвестицій та очікування

<sup>1</sup> Упродовж 1992—1997 рр. продуктивність праці зросла у Польщі та Угорщині на 80 %, Чехії — на 72 % проти 10 і 17 у США та Німеччині [163, р. 37]. Якщо в 1990-х роках щорічне підвищення RER внаслідок ефекту Баласси — Самуельсона становило у Португалії та Іспанії відповідно 2 і 0,4 %, то у Польщі — 7,5 % [134, р. 11—12].



a



b

Рис. 4.5. Трансформаційні економіки: реальний обмінний курс, 1994—2005 рр. (індекс, 1994 = 100): а — Чехія, Польща, Угорщина; б — Болгарія, Хорватія

Джерело: IMF International Financial Statistics

збільшення експорту на довгострокову перспективу. Якщо діють об'єктивні чинники підвищення RER, зміцнення грошової одиниці або деяке прискорення інфляції не повинні хвилювати, оскільки не відбивають погіршення цінової конкурентоспроможності. Проте на практиці досить важко від-різнити самодостатнє підвищення RER від критичного завищення цього показника, коли це з необхідністю передбачає зниження обмінного курсу.

## 4.4. Паритет купівельної спроможності валют

Концепція ПКС є однією з найдавніших теорій обмінного курсу. В економічній історії її статус та різноманіття оцінок численними економістами всіх часів і народів не поступаються кількісній теорії грошей — від істини в останній інстанції до простої тотожності, емпіричної залежності чи навіть помилкового спрощення [181, р. 265]. Попри дискусійність питання і теоретичну двозначність, аналіз ПКС залишається корисним для оцінки напряму економічної політики та поведінки обмінного курсу.

### 4.4.1. Абсолютний і відносний паритети купівельної спроможності

Проблема дотримання ПКС обговорювалася ще у XVI ст. в іспанському Університеті Саламанки (*англ.* the Salamanca school)<sup>1</sup>. Інтелектуальні дебати стимулював аналіз монетарних та цінових ефектів від значних надходжень золота і срібла з іспанських колоній у Латинській Америці<sup>2</sup>. Хоча окремі припущення висловлювалися економістами класичної школи (зокрема, на початку XIX ст. англійцем Д. Уїтлі (James Whitley)), систематизований виклад концепції ПКС подав у 1920-х роках шведський економіст Г. Кассель (Gustav Cassel). Тоді ж питання відносних цін зацікавили Д. Кейнса, який вважав ПКС наслідком змін у пропозиції грошової маси. Купівельна спроможність грошової одиниці вважалася важливішим економічним чинником, ніж зміни обмінного курсу. В післявоєнний час поновленню інтересу до ПКС сприяло як запровадження Бреттон-Вудської системи фіксованих обмінних курсів, так і поява моделей цінового підходу (розділ 7). З переходом до плаваючих обмінних курсів у середині 1970-х років привернув увагу брак очікуваної конвергенції до ПКС, що вважалося безумовною характеристикою “плавання” грошової одиниці. Це змістило акценти у бік вивчення тривалих відхилень від ПКС у практиці промислових країн та країн, що розвиваються.

В абсолютному виразі ПКС передбачає дотримання правила “однієї ціни” (*англ.* the law of one price)

<sup>1</sup> Змістовний (і стислий) огляд теорії ПКС поєднано з доречними історичними екскурсами у праці Р. Дорнбуша [181, р. 265—290].

<sup>2</sup> Інтерес до ПКС виник внаслідок заборони лихварства католицькою церквою [311, р. 66]. Концепція ПКС мала інтелектуально обґрунтувати практику лихварства, яким займалися переважно місцеві євреї. Отримання відсотків за позиками пояснювалося необхідністю вирівнювання до номінального значення вартості позик в іноземній валюті. Таким чином лихварський відсоток розглядався засобом урахування відмінностей у купівельній спроможності валют. Підвищення цін в Іспанії ставало зручним виправданням лихварства.

$$P = EP^*, \quad (4.5)$$

коли рівень внутрішніх цін  $P$  для кожної товарної позиції визначено рівнем світових цін  $P^*$  та номінальним обмінним курсом  $E$ .

У дещо слабшому трактуванні пропонується лише часткова пропорційність між внутрішнім і зовнішнім рівнями цін

$$P = (1/q)EP^*, \quad (4.6)$$

де  $q$  — ніщо інше, як реальний обмінний курс.

У рівнянні (4.6) RER виглядає відхиленням від ПКС, яке може бути тимчасовим або тривалим. З іншого боку, правило “однієї ціни” стає лише однією з двох аналітичних складових, хоча й набагато важливішою, ніж RER. При дотриманні абсолютного ПКС значення RER не змінюється у часі.

Відносний ПКС передбачає пропорційність динамічних змін внутрішнього і зовнішнього рівнів цін

$$\frac{\Delta P}{P} = \frac{\Delta E}{E} + \frac{\Delta P^*}{P^*}. \quad (4.7)$$

Відносний ПКС є слабшою характеристикою; якщо абсолютний ПКС з необхідністю передбачає дотримання відносного ПКС (достатня умова), то не можна твердити про зворотне. З факту пропорційності між темпами зростання внутрішнього і зовнішнього рівнів цін (рівняння (4.7)) не випливає, що так само дотримується абсолютний ПКС (рівняння (4.5)). З рівняння (4.7) неважко помітити, що знецінення грошової одиниці  $DE/E$  становить різницю між інфляцією в певній країні та за кордоном. Відносний ПКС є точнішим індикатором конвергенції, передусім для випадку країн з високою інфляцією, адже амплітуда змін RER практично завжди є меншою, порівнюючи з рівнями цін, і може нівелюватися упродовж тривалого періоду [268, р. 200—201]. Емпіричні дані за 1913—1975 рр. для 14 промислових країн схильні підтримувати відносний ПКС. У координатах “ $DE-DP$ ” відповідна залежність близька до прямопропорційної.

Концепцію ПКС легко використати для визначення рівня прикріплення грошової одиниці за умов фіксованого обмінного курсу. Приміром, у 1925 р. порівняння рівнів цін Великої Британії і США виявило, що відмінності не перевищують 2—3 % [232, р. 70—71]. Це сприяло рішення про повернення до золотого стандарту на довоєнному рівні, адже потенційне підвищення RER становило всього декілька відсотків<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> Докладніше механізми функціонування золотого стандарту розглянуто у розділі 5.

### 4.4.2. Аналітичні міркування

Графічно логіку ПКС проілюстровано на рис. 4.6.

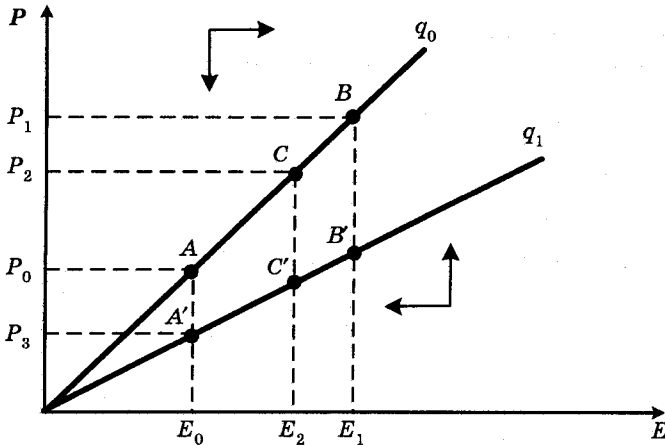


Рис. 4.6. Паритет купівельної спроможності валют

Нехай рівноважні значення обмінного курсу і рівня цін становлять  $E_0$  і  $P_0$  відповідно (т. А). Припускаючи знецінення грошової одиниці до  $E_1$ , абсолютний ПКС передбачає пропорційне підвищення рівня цін до  $P_1$  (т. В). Корекція внутрішнього рівня цін може відбивати підвищений попит на товари експорту. Амплітуда підвищення рівня цін буде нижчою, якщо поліпшення сальдо експорту-імпорту зміцнює грошову одиницю (т. С). Загалом зниження RER понад рівноважне значення передбачає наступне зміцнення грошової одиниці та підвищення рівня цін під час конвергенції до ПКС (напрями корекції обмінного курсу та рівня цін показано відповідними стрілками). Цей процес може бути достатньо тривалим, якщо бракує гнучкості цін у бік зниження. Особливої уваги заслуговують так звані реальні макроекономічні шоки, що змінюють рівноважне значення RER. Припустимо, що рівноважне значення RER знижено ( $q_0 \rightarrow q_1$ ). Якщо обмінний курс не змінюється ( $E_0 = \text{const}$ ), конвергенція до рівноважного значення RER передбачає зниження рівня цін ( $P_0 \rightarrow P_3$ )<sup>1</sup>. При цьому монетарні (або номінальні) макроекономічні шоки зумовлюють корекцію обмінного курсу та рівня цін згідно з новим значенням ПКС (т. С2 і В2). Присутність реальних шоків значно утруднює вивчення питання конвергенції номінального обмінного курсу та рівня цін до ПКС. Варто зауважи-

<sup>1</sup> У випадку сталого рівня цін ( $P_0 = \text{const}$ ) наслідком зниження рівноважного RER стає знецінення грошової одиниці.

ти, що співвідношення (4.6) і (4.8) є тотожностями, які не передбачають відповідних причинно-наслідкових зв'язків. Зазвичай важко визначити напрям причинності: " $E \Rightarrow P$ ", " $P \Rightarrow E$ " чи " $P \Leftrightarrow E$ ". Залежність обмінного курсу та рівня цін від грошової маси додатково ускладнює теоретичний аналіз та емпіричні оцінки.

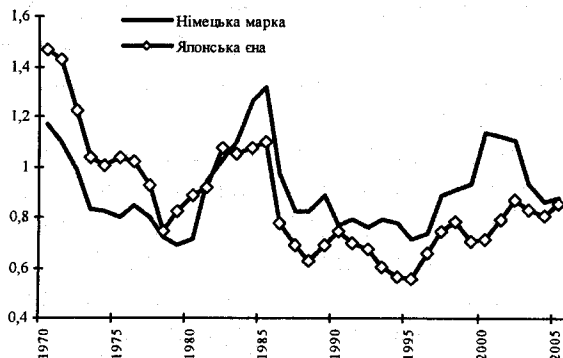
Д. Кейнс заперечував доцільність повернення до передвоєнного золотого вмісту англійського фунта на тій підставі, що індекс оптових цін неадекватно відбиває відмінності у купівельній спроможності, адже стосується головним чином товарів зовнішньої торгівлі зі стабільною "світовою" ціною [232, р. 71]. Враховуючи кошти проживання, рівень заробітної плати і вартість промислових товарів експорту, потенційне завищення обмінного курсу збільшувалося до 12 %, що ставило під сумнів доцільність відновлення золотого вмісту фунта на рівні 1914 р., адже це передбачало або зниження заробітної плати, або спад виробництва. Подальші події підтвердили правильність цих припущень<sup>1</sup>.

Відхилення від ПКС можуть бути тривалими і значними навіть у середовищі промислових країн. Обмінні курси німецької марки і японської єни були заниженими на початку 1970-х років (рис. 4.7, а). Перехід до плаваючого обмінного курсу на короткий час подолав заниження японської єни, проте наприкінці виникло завищення стосовно ПКС. У Німеччині це сталося практично відразу після переходу до плаваючого обмінного курсу. З початку 1980-х років стрімке зміцнення долара пододало завищення обмінного курсу німецької марки і меншою мірою — японської єни, проте з другої половини 1980-х років обидві грошові одиниці знову стають переоціненими. Наприкінці 1990-х простежується наближення до паритетного обмінного курсу, передусім у Німеччині. Період "слабкого" євро позначився деяким заниженням обмінного курсу, однак в 2004—2005 рр. європейська грошова одиниця і японська єна далі виглядають завищеними.

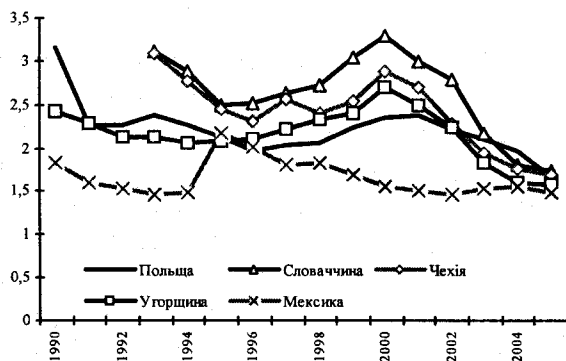
Хоча концепція ПКС схиляє до висновку про зміцнення долара (рис. 4.7)<sup>2</sup>, не бракувало протилежних прогнозів. Вирівнювання сальдо поточного рахунку мало знецінити долар на 20 % до 2010 р. [239].

<sup>1</sup> Подібно у Чехословаччині 1934 р. помилки у розрахунках ПКС занизили амплітуду необхідної девальвації крони. Її знецінення на 16 % виявилось недостатнім для підтримання рівноважного RER, так що через два роки девальвацію крони довелося повторити.

<sup>2</sup> Навпаки, дотримання ПКС передбачає знецінення японської єни та євро (припускається, що потенційне заниження німецької марки перенесено на євро). На час запровадження єдиної грошової одиниці ЄС у січні 1999 р. обмінний курс 1,18 дол./євро вважався заниженим. Розрахунки МВФ показували дещо вищий рівноважний курс — 1,26 дол./євро. Зміцнення євро аргументувалося оптимістичнішими прогнозами динаміки ВВП і додатним сальдо поточного рахунку країн ЄС, а також відчутним зниженням різниці відсоткових ставок між єврозоною та США [158, р. 8]. Проте практично відразу ж після запровадження обмінний курс знижувався і досяг 0,84 дол./євро через два з лишком роки. Стабільне зміцнення євро розпочалося лише зі середини 2002 р.



а



б

Рис. 4.7. Відхилення ПКС від офіційного обмінного курсу до долара США: а — Німеччина і Японія, 1970—2005 рр.; б — вибрані трансформаційні економіки, 1970—2005 рр.

Джерело: розраховано за даними [www.oecd.org](http://www.oecd.org) та *IMF International Financial Statistics*

Окрім від'ємного сальдо поточного рахунку, такий прогноз підтримували припущення щодо зниження темпу економічного зростання і завищення індексу цінних паперів високотехнологічних компаній NASDAQ, який між червнем 1999 р. і березнем 2000 р. зріс на 80 % [40]. Нисхідна корекція “перегрітого” фондового ринку мала обмежити внутрішнє споживання і приплив капіталу, що поліпшувало торговельний баланс, але коштом знецінення долара. До літа 2006 р. обмінний курс долара знизився до 1,28 дол./євро, але експерти МВФ знову прогнозують його подальше знецінення на 30—40 %, хоча це суперечить даним ПКС (рис. 4.7, а).

Окрім ПКС, логіку зміцнення долара підтримують щонайменше два аргументи: 1) високий виробничий потенціал найбільшої у світі економіки та 2) значний людський потенціал. Попри падіння фондового ринку, бухгалтерські скандали, страх терактів тощо, економіка США залишається “найбільш креативною і продуктивною системою” (Д. Буш). На її території зосереджено молоді та амбіційні кадри зі всього світу, яких приваблюють можливості вищого заробітку і повнішої самореалізації. Американська економічна система відрізняється гнучкістю ринку робочої сили, що теж є вагомою перевагою. Деяке послаблення долара навіть закріплює довгострокові підвалини його подальшого зміцнення. Пожвавлення експорту поліпшить фінансові показники американських експортерів і збільшить інвестиції. За умов поліпшення торговельного балансу не виключено, що потоки капіталу ще довго орієнтуватимуться на США, а поточна тенденція до послаблення долара зміниться на протилежну.

Наведені міркування увиразнюють як обмеженість концепції ПКС, так і складнощі прогнозування поведінки обмінного курсу ведучих світових валют. Зауваження, що будь-які намагання “надійного” передбачення обмінного курсу долара не повинні сприйматися серйозно [125, р. 628], з певністю (тут вона доречна) можна поширити на будь-яку іншу грошову одиницю. Для загального рівня цін концепція ПКС дотримується лише за таких умов [232, р. 60—61]: а) ціни на кожен з товарів, що утворюють сектор  $Q^T$ , відповідають правилу “однієї ціни”, б) рівновага рівнів цін товарів  $Q^N$  забезпечується ідентичними виробничими функціями та вирівнюванням вартості чинників виробництва (англ. *factor price equalization*), в) збігаються вагові коефіцієнти окремих товарів у загальному рівні цін. Подібно до більшості країн, що розвиваються<sup>1</sup>, у країнах Східної Європи спостерігається стійке заниження обмінного курсу стосовно ПКС (див. рис. 4.7, б). Проте динаміка відхилень від ПКС виглядає достатньо суперечливо.

З початку 1990-х років лібералізація цін позначилася їх оперативною конвергенцією до європейського рівня, за винятком декількох споживчих товарів повсякденного вжитку (англ. *staples*) [243, р. 9]. У 1993 р. програма європейських порівнянь (англ. *the European Comparison Program* — ECP) показала дуже швидке наближення внутрішнього рівня цін до європейського рівня у Словенії, Хорватії та Угорщині. Натомість Україна, Молдова і Білорусь були країнами з найнижчими цінами, де дешеві послуги

<sup>1</sup> У 1998 р. офіційний ВВП на душу населення і з урахуванням ПКС співвідносилися таким чином: Бразилія — 4630 і 6460 дол., ПАР — 3310 і 8296 дол., Китай — 750 і 3051 дол., Індонезія — 640 і 2407 дол., Індія — 440 і 2060 дол. [88, с. 7]. Таким чином обмінний курс південно-африканського ранда занижено у 2,5 раза, китайського юаня — у 4 рази, а індійської рупії — у 4,7 раза.



поєднувалися зі завищеною вартістю окремих товарів довгострокового споживання (телевізори). У 1996 р. внутрішній рівень цін становив від австрійського показника у Словенії — 58 %, Хорватії — 54, Росії — 52, Болгарії — 50, Латвії — 44, Польщі — 43, Угорщині та Естонії — 41, Литві — 38, Грузії — 34, Чехії і Словаччині — 32, Білорусі — 28, Україні та Азербайджані — 22, Румунії і Киргизстані — 19, Молдові — 18 %<sup>1</sup>.

J-подібне наближення порівняльної вартості послуг до вартості товарів спостерігалось у 17-ти з 23-х перехідних економік, передусім у Таджикистані, Туркменістані, Болгарії і Словаччині. Повільніше подорожчання послуг пояснюється сповільненим зростанням продуктивності праці у секторі  $Q^N$  (ефект Баласси — Самуельсона) або особливостями лібералізації цін на послуги. Гіпотеза ринкової вартості (англ. *the cost-recovery hypothesis*) передбачає, що на початку перехідного процесу вартість капіталоемних послуг (оплата житла, плата за електроенергію, транспорт) була нижчою від собівартості, так що лібералізація цін на зазначені послуги не могла не позначитися істотним підвищенням їх вартості.

З початку 1990-х років конвергенції до ПКС перешкождали недосконалість мережі роздрібної торгівлі, структура податків, державні субсидії, відмінності у рівнях економічного розвитку [243], однак у 2001—2005 рр. цей процес виглядає дуже стрімким, принаймні порівняно з Мексикою, де зміцнення песо у 1990—1994 рр. вважалося однією з причин фінансової кризи (рис. 4.7, б). З 2000 р. обмінний курс мексиканського песо лише незначно відрізняється від показника 1994 р., проте ніхто не вбачає у цьому ознаки кризових явищ. Подібно для Росії навряд чи причиною фінансової кризи 1998 р. стало надмірне завищення обмінного курсу рубля. На початку перехідного процесу в Росії амплітуда заниження RER стосовно ПКС становила 13 600 % (у Болгарії — 900 %, а Польщі — 500 %), проте вже наприкінці 1997 р. знизилася згідно з розрахунками уряду до 140, а ОЕСР — 230 % [83, с. 20]. Станом на середину 2000 р. обмінний курс рубля був заниженим стосовно ПКС на 270 % [61, с. 24].

<sup>1</sup> Прискорене зростання цін у Росії та Грузії, які випередили за цим показником Чехію та Словаччину, не супроводжувалося відповідним підвищенням заробітної плати. У тому ж 1996 р. цей показник становив: Грузія — 17 дол., Росія — 164 дол., Чехія — 362 дол., Словаччина — 284 дол. Найвищу заробітну плату мала Словенія — 977 дол. [243, р. 29].

### 4.4.3. Потенційні недоліки заниженого обмінного курсу

Потенційне заниження обмінного курсу стосовно ПКС можна вважати ознакою поліпшення цінової конкурентоспроможності, як це приймається у стандартних залежностях для поточного рахунку. Збільшення експорту повинно стимулювати економічне зростання і загалом вітатися як власниками капіталу, так і найманими працівниками. Приміром, недооцінка гривні в межах від 50 до 85 % розглядається чинником експортноорієнтованого зростання і нівелювання низької якісної конкурентоспроможності, а також засобом довгострокового збільшення заробітної плати [68, с. 3—5]. Проте не бракує численних застережень. По-перше, надмірне збільшення експорту може прискорити інфляцію, що нівелюватиме цінові переваги. Втрата таких переваг спричинить поновлення вимог експортерів щодо встановлення “реалістичного” обмінного курсу. По-друге, збільшення експорту може обмежувати ресурси для галузей, орієнтованих на внутрішній ринок. По-третє, збільшенню сукупного попиту та обсягів виробництва в економіках кейнсіанського типу (з визначенням обсягів виробництва чинниками сукупного попиту) перешкоджатиме зниження купівельної спроможності населення. Якщо поширити на Україну досвід економік Східної Європи, де реальне зростання виробництва розпочалося лише після підвищення середньомісячної платні понад 300 дол. [19, с. 77], стає виразним заниженість відповідного показника української економіки — 200 дол. (станом на серпень 2006 р.). Підвищення вартості робочої сили внаслідок зміцнення грошової одиниці стимулюватиме запровадження нових технологій на противагу екстенсивному збільшенню виробництва шляхом залучення дешевої робочої сили.

Нарешті, занижений обмінний курс дозволяє купувати за “смішною” ціною не лише товари і послуги, але й нерухомість та інші активи, що може і не мати сприятливого довгострокового впливу. Приміром, з початку 2002 р. девальвація песо призвела до падіння цін на нерухомість в середньому на 40 %, що створило бум бразильських інвестицій в нерухомість аргентинської столиці — Буенос-Айреса. Численні прихильники заниженого обмінного курсу в країнах колишнього Радянського Союзу нехтують фундаментальним (і давно відомим) зауваженням Г. Касселя, що “країна з недооціненою грошовою одиницею є потерпілою, а складнощі її становища зрозумілі кожному” [9, с. 19]. Звичайно, Г. Кассель спостерігав за Німеччиною 1920-х років, однак навряд чи так багато відрізняє сучасні країни від історичних аналогів недалекого минулого.

Приймаючи значення обмінного курсу на основі ПКС на рівні 1,5 грн/дол. (вересень 1996 р.), кидається у вічі істотне заниження обмінного курсу з переходом до плаваючого обмінного курсу восени 1994 р., яке згодом

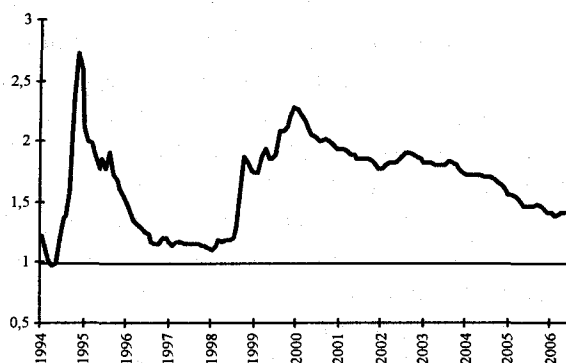


Рис. 4.8. Україна: відхилення ПКС від офіційного обмінного курсу, 1994—2006 рр.

*Джерело:* згідно з матеріалами Державного комітету України, [www.oecd.org](http://www.oecd.org) (використано показники інфляції споживчих цін в Україні та США).

ного курсу до ПКС, як це вже спостерігалось з початку 1995 р. Варто зауважити, що у першій половині 1994 р. та в 1997—1998 рр. обмінний курс лише незначно відрізнявся від ПКС, тоді як значні відхилення у бік заниження були притаманними іншим країнам Східної Європи (див. рис. 4.7, б). За умови відносної грошової стабільності чинником конвергенції до ПКС стає прискорення інфляції. В Україні все виглядає на те, що між номінальним обмінним курсом та рівнем цін існує зв'язок у сенсі конвергенції до ПКС, тобто обидва показники є *коінтегрованими*. Візуальний висновок стверджується емпірично.

Приймаючи значне поточне заниження обмінного курсу стосовно ПКС, помірковане зміцнення грошової одиниці має стимулювати підвищення продуктивності праці, а на цій основі — надійно збільшити експорт [97, с. 415—416]. “Міцна” гривня не лише здешевить критичний імпорт енергоносіїв, скоротить видатки на обслуговування зовнішнього боргу, й полегшить доступ експортерів до імпортних технологій, дозволить активніше поновлювати основні фонди і сприятиме інноваційному розвитку підприємств. Навпаки, занижений обмінний курс гривні законсервує поточний стан справ і збереже повільні реформи на мікрорівні [104, с. 267].

Припущення щодо подолання недооцінки гривні за допомогою подальшої лібералізації цін (= прискорення інфляції), ринкових реформ чи скорочення розриву між рівнями ВВП на душу населення не викликає засте-

зазнало інфляційного коригування в 1995—1997 рр. (рис. 4.8). Восени 1998 р. стрімка девальвація гривні знову створила відхилення у бік заниження стосовно ПКС, хоча й менш помітне, ніж восени 1994 р. Декілька наступних девальвацій гривні лише посилили відхилення від ПКС. У грудні 1999 р. обмінний курс гривні був заниженим стосовно ПКС у 2,2 раза. Проте з початку 2000 р. відбувається поступове наближення поточних значень обмін-

режень, але досить дивним є категоричне заперечення в такому контексті переваг зміцнення обмінного курсу як чинника конвергенції до ПКС, яке чомусь названо “прикладом форсованого застосування політичних заходів” [68, с. 3—5]. Зміцнення обмінного курсу перешкоджатиме прогресуючій деіндустріалізації української економіки, яка стала наслідком “слабкого” карбованця, а згодом і “дешевої” гривні. Подібним чином занижений обмінний курс російського рубля знижує ефективність і посилює деградацію економіки через її сировинну орієнтацію [61, с. 21]. На практиці не простежується висновок, що девальвація грошової одиниці є корисною для реструктуризації економіки [22, с. 234]. Домінування металургії в українському експорті пояснюється не лише радянською спадщиною, але й практикою заниженого RER (розділ 13). Лише зменшення прибутковості сировинного експорту внаслідок зміцнення грошової одиниці неминуче стимулюватиме перерозподіл ресурсів на користь технологічних галузей.

#### 4.4.4. Практичні аспекти довгострокової конвергенції

Дискусія навколо дотримання ПКС передбачає аналіз трьох питань: а) швидкість конвергенції до ПКС, б) вплив “реальних” шоків, в) дотримання правила “однієї ціни” [164, р. 265—267].

У логарифмічному вигляді рівняння (4.6) можна переписати

$$\log(P) = \log(q) + \log(E) + \log(P^*), \quad (4.8)$$

що дозволяє використати для тестування гіпотези ПКС таке регресійне рівняння:

$$\log(E) = \beta_0 + \beta_1 \log(P) - \beta_2 \log(P^*) + u_t, \quad (4.9)$$

де  $u_t$  — стохастичний чинник.

До середини 1980-х років рівняння на зразок (4.9) оцінювалися методом OLS, а свідченням на користь гіпотези ПКС розглядалося  $b_1 = b_2 = 1$  [232, р. 65—66]. Надалі для інтерпретації факту конвергенції використовувався ефект Баласси — Самуельсона або складніші економетричні методики<sup>1</sup>. У першому випадку тестування гіпотези ПКС обмежувалося товарами  $Q^T$ , а в другому випадку акцентувалася нестационарність рівнів цін  $P$  і  $P^*$ , що ставило під сумнів адекватність методу OLS для оцінки рівняння (4.9). Для нестационарних даних найчастіше використовується тест Джохансена,

<sup>1</sup> Нелінійні методи економетричного оцінювання виявляють кращі результати щодо дотримання ПКС [311, р. 69]. Відхилення від ПКС стають коротшими у часі, порівнюючи з оцінками OLS.

що виглядає ідеальним засобом для тестування гіпотези ПКС [311, р. 76]. Присутність коінтеграції обмінного курсу та рівня цін означає конвергенцію значень обмінного курсу до деякого рівноважного значення, що змінюється у часі. Інакше кажучи, зміни обмінного курсу залежать від динаміки рівня цін. Відповідно надмірне знецінення (передевальвація) грошової одиниці буде супроводжуватися підвищенням рівня цін, яке коригуватиме відмінності у купівельній спроможності. Навпаки, зміцнення грошової одиниці повинно мати антиінфляційний вплив. Аргументація може бути і зворотною: підвищення рівня цін тягне за собою знецінення грошової одиниці.

Емпіричні дослідження 1960—1970-х років показували конвергенцію реальних обмінних курсів до ПКС лише після 8—9 років. Після одного року нестабільність обмінного курсу значно перевищувала нестабільність інфляції. Нині оцінки тривалості 50 % подолання відмінностей від ПКС перебувають у межах від 3—5 до 4—15 років [143; 158]. Загалом це суперечить логіці монетарних моделей (розділ 10), які передбачають оперативне — до року — коригування відхилень від ПКС. Чимало емпіричних досліджень не виявляють помітного зв'язку між грошовою масою та обмінним курсом навіть у короткочасному плані. У багатьох випадках виявлялося, що збільшення грошової маси супроводжувалося зміцненням грошової одиниці (Німеччина, Швейцарія).

Емпіричним доказом на користь абсолютної гіпотези ПКС має бути стаціонарність RER, яка означає, що з урахуванням інфляції обмінний курс відбиває деякий стійкий у часі процес, незалежний як від монетарних, так і фундаментальних чинників (сальдо бюджету, відмінності у продуктивності праці, торговельний протекціонізм, валютний контроль тощо). На практиці таке спостерігається досить рідко. Приміром, нещодавні дослідження двосторонніх реальних обмінних курсів стосовно американського долара для 94-х країн показали, що лише у 14-ти випадках нульову гіпотезу про нестационарність RER можна відхилити на рівні статистичної значущості 10 % або вище [148, р. 375—397]. Нестационарними виявилися різноманітні варіанти RER для української гривні [97, с. 168—170]. Подібними є висновки для польського злотого та угорського форинта [329, р. 477—481].

У слабшому варіанті відносного ПКС рівноважний RER не є стаціонарним, а радше характеризується певним часовим трендом. Проте за таких умов доказом конвергенції до деякого рівноважного довгострокового значення (англ. *parity reversion*) є взаємний зв'язок (або коінтеграція) окремих компонентів RER — номінального обмінного курсу та рівнів цін. Для тестування гіпотези про коінтеграцію найчастіше використовується статистичний тест Джохансена.

Причинами тривалих відхилень від ПКС вважаються: 1) асиметрична динаміка обмінного курсу для окремих груп країн, 2) відмінності у продуктивності праці, 3) міжчасова оптимізація приватного споживання, 4) відмінна залежність імпорту від доходу, 5) практика вибіркового визначення ціни на експортних ринках (розділ 7), 6) брак гнучкості цін, 7) специфіка національних систем оподаткування, 8) кошти міжнародної торгівлі, 9) різниця відсоткових ставок, 10) інвестиційна позиція. Для періоду 1970-х років асиметрична динаміка обмінного курсу пов'язувалася зі "спадком" Бреттон-Вудської системи фіксованих обмінних курсів, що створила значні відхилення від рівноважного обмінного курсу. Якщо припустити, що в одних країнах обмінний курс був заниженим, а в інших — завищеним, то амплітуда відхилень від ПКС істотно зростає. Передбачалося, що з переходом до плаваючого обмінного курсу відмінності у купівельній спроможності окремих грошових одиниць зникнуть, а ПКС буде надійним орієнтиром для політики обмінного курсу. Проте цього не сталося.

Вплив реальних макроекономічних шоків (розділ 5) здійснюється через зміну рівноважного значення RER. Ефект Баласси — Самуельсона пояснює підвищення RER у країнах Західної Європи після Другої світової війни або в країнах з інтенсивним залученням ПІІ; точніше, враховується вплив відмінностей у продуктивності праці через заробітну плату [8, с. 221—222; або 202, р. 237—238]. У країнах з вищою продуктивністю праці вища платня зумовлює подорожчання послуг, що створює тривале відхилення від ПКС. Подорожчання послуг може бути наслідком вирівнювання заробітної плати у промисловості та сфері послуг під впливом профспілкового руху, механізмів перерозподілу коштів через видатки бюджету тощо.

Іншою поширеною причиною відхилень від ПКС є сальдо бюджету та його структура в частині видатків на товари імпорту і місцевого виробництва. Якщо значна частка урядових видатків використовується для придбання товарів імпорту, то це з необхідністю передбачає зниження рівноважного обмінного курсу. Навіть якщо збільшення урядових видатків стосується переважно товарів місцевого виробництва, зниження обмінного курсу стосовно ПКС вимагатиме зовнішня заборгованість як побічний наслідок фінансування дефіциту бюджету<sup>1</sup>. Незалежно від типу країни — промислова, що розвивається чи з перехідною економікою, зниження обмінного курсу спостерігається у країнах зі значним зовнішнім боргом

<sup>1</sup> Зрозуміло, що йдеться про довгостроковий вплив зовнішнього боргу, адже у короткочасному плані надходження іноземного капіталу повинні зміцнювати грошову одиницю і таким чином підвищувати обмінний курс стосовно ПКС.

[9, с. 25]. У промислових країнах донедавна виняток становила лише Швеція, однак з початку 2001 р. знецінення крони стало ілюстрацією виразної залежності між відхиленнями від ПКС у бік зниження та зовнішнім боргом.

В окремих випадках стверджується, що ефект Баласси — Самуельсона має щонайбільше середньостроковий вплив [232, р. 66]. На віддаленішу перспективу поширення технологій у поєднанні з мобільністю капіталу і робочої сили забезпечують конвергенцію обмінного курсу до ПКС, якщо знехтувати відмінностями у споживчих пріоритетах та вагових коефіцієнтах для розрахунку індексів цін. Проте і в цьому випадку немає свідчень конвергенції до ПКС для країн на зразок Японії чи Аргентини, що зазнали упродовж післявоєнного часу значних змін доходу стосовно середнього показника світової економіки.

Відхилення від ПКС створюються відмінностями у технологіях і смаках споживачів. Низька продуктивність праці у секторі  $Q^T$  передбачає невисоку заробітну плату. Вирівнювання заробітної плати в межах національної економіки призводить до встановлення невисокої (за світовими стандартами) заробітної плати у секторі  $Q^N$ . Емпіричній ідентифікації ПКС перешкоджають відмінності у структурі споживчого “кошика” та вагових коефіцієнтах окремих товарів. Приміром, питома вага послуг у визначенні загального рівня цін є вищою для промислових країн з вищим рівнем доходу, що передбачає підвищення RER. Відмінності у вагових коефіцієнтах для товарів  $Q^N$  та імпорту визначають вплив обмінного курсу на порівняння купівельної спроможності грошових одиниць.

Іншим джерелом відхилень від ПКС є зміна залежності торговельного балансу від доходу. Якщо для певної країни залежність імпорту від доходу є вищою, ніж для країн-торговельних партнерів ( $CA_Y > CA_Y^*$ ), то з часом RER повинен знижуватися. З іншого боку, технологічні інновації стають визначальними компонентами як попиту на імпорт, так і довгострокової динаміки RER. Висока залежність імпорту від доходу може пояснювати істотне заниження обмінного курсу в країнах, що розвиваються. Іншою причиною вважається занижена вартість послуг (якщо купівельна спроможність населення є низькою, це зменшує попит на товари  $Q^N$ , що й стає причиною нижчих цін на послуги)<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> Приміром, на середину 1980-х років рівень цін у Бангладеші становив лише 22 % від рівня цін американської економіки [8, с. 222]. Для інших країн цей показник становив: Пакистан — 26 %, Індія — 27, Ефіопія — 30, Чад — 31, Чилі — 33, Перу — 34, Бразилія — 44, Мексика — 47, Аргентина — 52 %. Проте в окремих країнах відставання було порівняно незначним: Венесуела — 67 %, Ізраїль — 68, Тайвань — 69, Єгипет — 85 %. Це можна порівняти з показниками декількох промислових країн: Португалія — 44 %, Іспанія — 55, Греція — 59, Італія — 68, Бельгія — 69 %.

## УКРАЇНА: АРГУМЕНТ НА КОРИСТЬ КОНЦЕПЦІЇ ПКС

Для вивчення зв'язку між рівнями споживчих цін і номінального обмінного курсу використовувалися квартальні дані за 1994—2006 рр. Тест Джохансена засвідчує коінтеграцію обох показників (табл. 4.3). Гіпотезу про відсутність щонайменше одного коінтеграційного рівняння можна відкинути на рівні статистичної значущості 1 % для одного і двох квартальних лагів. Це означає, що в Україні зміни обмінного курсу та споживчих цін є пов'язаними між собою, як це передбачає концепція ПКС.

*Таблиця 4.3.* Тест Джохансена для споживчих цін та номінального обмінного курсу

Кількість рівнянь	Лаги					Критичні значення	
	1	2	3	4	5	5	1
1	28,48*	91,36*	10,56	11,30	12,42	15,41	20,04
2	1,75	5,32*	2,96	0,17	0,04	3,76	6,65

*Примітка:* тестове припущення: лінійний тренд (3); гіпотезу про відсутність коінтеграції можна відкинути на рівні статистичної значущості 1 % (\*\* — 5; \*\*\* — 10 %)

Додатково вивчалася коінтеграція рівнів цін України і Росії, а також номінального і реального обмінних курсів (див. рис. 4.2). І в цьому випадку гіпотеза про коінтеграцію отримує емпіричне підтвердження (табл. 4.4). Присутність 4-х коінтеграційних рівнянь для трьох лагів означає, що між усіма показниками існує довгостроковий причинно-наслідковий зв'язок, який повністю виявляє себе через три квартали.

*Таблиця 4.4.* Тест Джохансена для споживчих цін в Україні та Росії, номінального і реального обмінних курсів

Кількість рівнянь	Лаги			Критичні значення	
	1	2	3	5	1
1	81,01*	194,32*	84,93*	47,21	54,46
2	37,32*	58,22*	42,43*	29,68	35,65
3	9,17	21,07*	11,37	15,41	20,04
4	0,04	0,03	0,41	3,76	6,65

*Примітка:* тестове припущення: лінійний тренд (3);



Емпіричні результати відповідають візуальному враженню, яке скликає до висновку про дотримання ПКС (див. рис. 4.8). Водночас брак конвергенції до ПКС у Польщі та Угорщині стверджується за допомогою простішого статистичного тесту ADF (англ. *the Augmented Dickey—Fuller*) на стаціонарність [329, р. 477—481]. В обох випадках показники RER виявилися RER нестационарними або такими, що мають одиничний корінь  $I(1)$ . Подібні можливості забезпечує інший тест — Філіпса — Перрона (англ. *the Phillips—Perron*). Нульову гіпотезу про  $I(1)$  для місячних даних RER можна відкинути на рівні статистичної значущості 5 %; тобто ймовірність стаціонарності є достатньо високою [97, с. 169]. Дещо гірший результат для місячних даних може пояснюватися виразнішою присутністю стохастичного чинника. Логіка використання тестів ADF і PP полягає у тому, що у випадку конвергенції середні значення та дисперсія RER не повинні змінюватися у часі, як це спостерігається для стаціонарних змінних (або  $I(0)$ ). Нестационарна змінна має одиничний корінь  $I(1)$ , якщо її перші різниці є стаціонарними. Теоретичні підстави для використання тестів на стаціонарність RER для тестування гіпотези ПКС надає рівняння (4.7).

На відхилення від ПКС впливає розподіл на товари  $Q^T$  і  $Q^N$ . Якщо канонічне визначення передбачає дотримання паритетних співвідношень для загального рівня цін, то з урахуванням структури виробництва розрізняють декілька інших прикладних інтерпретацій ПКС [209, р. 393—394]: а) лише для товарів  $Q^T$ ; б) з урахуванням продуктивності праці; в) з урахуванням відмінностей у темпах інфляції. Це передбачає визнання однакового рівня реальної відсоткової ставки, а також пояснення відмінностей у темпах інфляції і номінальних відсоткових ставках очікуваннями обмінного курсу. Теоретично ПКС легше дотримати у секторі  $Q^T$ , адже потенційно рівні цін повинні набагато більше відрізнятися для товарів  $Q^N$ . Відповідно дотримання ПКС є більш ймовірним для малих відкритих економік, де переважають товари  $Q^T$ . Проте навіть для стандартних товарів  $Q^T$  після зміни обмінного курсу їхня вартість істотно різниться тривалий час. Дослідження динаміки цін на окремі товари (жито, масло, пшениця, срібло) в Англії та Голландії упродовж останніх 700 років виявило вкрай повільне вирівнювання цін, якщо відхилення не перевищують 25—30 % [306]. Відхилення цін на окремих ринках залишаються значними, що означає триваючу сегментацію світових ринків, попри очевидну тенденцію до глобалізації світової економіки, лібералізацію зовнішньої торгівлі та стрімке зменшення транспортних коштів. Нинішня нестабільність цін на сировинні товари практично не відрізняється від часів середньовіччя. Цінові відхилення в межах сектора  $Q^T$  можуть створюватися транспортними видатками, тарифними і нетарифними обмеженнями зовнішньої торгівлі, обмеженим заміщенням в межах окремих товарних груп, відмін-

ною конкуренційністю окремих країн, а також практикою вибіркового встановлення цін на експортних ринках<sup>1</sup>.

Зручну можливість для спостереження за конвергенцією до ПКС надає єдина європейська валюта — євро. Хоча лібералізацію торгівлі в межах ЄС завершено ще 1992 р., лише з появою євро виникли умови для повного вирівнювання цін. Станом на початок 2001 р. ціни цілком стандартних товарів істотно відрізнялися (табл. 4.5)<sup>2</sup>.

Таблиця 4.5. Вартість окремих товарів у країнах ЄС (в євро), 2001 р.

Країна	Товари		
	кока-кола (1 л)	молоко (1 л)	бензин (1 л)
Австрія	1,16	1,16	1,20
Бельгія	1,01	0,76	1,03
Велика Британія	0,93	0,72	1,17
Греція	0,69	0,97	0,78
Ірландія	0,75	0,76	0,84
Італія	0,88	1,13	1,06
Нідерланди	0,74	0,68	1,11
Німеччина	0,68	0,59	1,02
Фінляндія	1,34	0,66	1,14
Франція	0,88	0,98	1,16

Джерело: *Franklin D. Single currency, many prices // The World in 2002 / D. Fishburn (ed.). — London: The Economist Group, 2002. — P. 116*

Найдорожчою країною виглядає Австрія, а найдешевшими — Греція та Ірландія. Дослідження для 53-х товарів виявило, що відмінності цін становили в середньому 24 % [199, р. 116]. Окремі факти вражають ще більше. Приміром, у біднішій Португалії сіль виявилася у 12 разів дорожчою, ніж в Італії. Окрім згаданих вище чинників, конвергенції до ПКС перешкоджають: місцеві торговельні марки (специфікації та незначні

<sup>1</sup> *Mc Donald R., Ricci L. PPP and the Balassa Samuelson Effect: The Role of the Distribution Sector. Working Paper No. 38. — Washington: IMF, 2001.*

<sup>2</sup> Зазвичай для таких порівнянь використовується ціна одного з продуктів компанії McDonalds (англ. *the Big Mac index*), яка реалізує стандартизовану продукцію у понад 100 країн світу [68, с. 3—5]. Згідно із показником Big Mac, обмінний курс гривні недооцінено на 53 %, що приблизно відповідає наведеним вище розрахункам (рис. 4.10). Грошові одиниці інших трансформаційних економік теж занижено: Росія — 50 %, Польща — 31, Чехія — 18, Угорщина — 5 %. Відчутно занижені грошові одиниці азійських і латиноамериканських країн: Китай — 58 %, Малайзія — 56, Таїланд — 49, Гонконг — 48, Аргентина — 47, Бразилія — 34, Мексика — 29, Сінгапур — 27, Південна Корея — 21, Чилі — 15 %. У промислових країнах завищений обмінний курс мали: Швейцарія — 82 %, Данія — 66, Швеція — 49, Велика Британія — 20 %. Обмінний курс євро виявився завищеним на 25 %. Варто зауважити, що навіть бутерброд Big Mac не є ідеальним товаром для міжнародних порівнянь, оскільки для окремих країн відрізняються вартість робочої сили і ставки оподаткування [125, р. 602].

модифікації утруднюють міжнародні порівняння цін), великий асортимент окремих товарних позицій, преференції споживачів<sup>1</sup>, національні стандарти пакування тощо [199, р. 116]. Важливими є відмінності у ставках оподаткування (приміром, відповідні акцизи пояснюють дисперсію цін на бензин), сезонності, традиціях розпродажів та відстані між виробниками і торговельною мережею.

Попри істотні відмінності, дисперсія цін у Західній Європі не перевищує відповідних показників для американських міст, передусім для товарів зовнішньої торгівлі; так само не відрізняються відхилення від правила “однієї ціни” [304, р. 18—19]. Це означає, що різниця між цінами на окремі товари у країнах євросони збережеться на тривалий час. Нещодавні емпіричні дослідження показують, що ціни у США та Західній Європі виявляють значну інерційність [172, р. 171—192]. Водночас частота зміни цін у США є вищою, що пояснюється відчутнішою інфляційною передісторією та виразнішою нестабільністю інфляції, а також більшою автоматизацією роздрібною торгівлі, зосередженою у великих супермаркетах, та конкурентністю економічного середовища загалом. Відмінності між рівнями цін справді можуть бути однією з причин нестабільної інфляції, однак вагомість відповідного зв'язку істотно залежить від особливостей конкретних країн. Останнім часом панує думка, що розрахунки ПКС є непридатними для визначення рівноважного значення обмінного курсу, в тому числі з концепцією реального ефективного обмінного курсу на основі індексів споживчих цін [158, р. 8]. Точнішими вважаються порівняння індексів вартості робочої сили або цін промислових товарів експорту. З іншого боку, для відповідних розрахунків зазвичай бракує емпіричних даних.

## 4.5. Модель реального обмінного курсу в балансі заощаджень-інвестицій

Поведінку RER можна моделювати за допомогою відмінних теоретичних інструментів. Нижче проілюстровано використання розширеного балансу заощаджень-інвестицій для визначення чинників впливу на RER. Відповідні теоретичні аргументи проілюстровано емпірично. Моделювання RER становить важливу характеристику більшості моделей відкритої економіки. Залежність RER і відсоткової ставки від чинників балансу за-

<sup>1</sup> Приміром, у жителів Півдня Європи вужча стопа (це впливає на реалізацію взуття), іспанці віддають перевагу пральним машинам з нижчою швидкістю обертання, німці купують вмонтовані у меблі холодильники, але в інших країнах більш популярними є окремо стоячі моделі, у Франції краще продаються апарати з нижньою морозильною камерою, хоча більшість європейців купують моделі з верхньою камерою тощо.

ощаджень-інвестицій ілюструє подана нижче модель [242]. Приймається розподіл світової економіки на два сектори — внутрішній (певна країна) і зовнішній (решта світу).

Для певної країни внутрішній баланс заощаджень-інвестицій становить:

$$S(r_t) - I(r_t) - \phi(G - T) = CA_t(q), \quad (S_r - I_r) > 0, \quad CA_q > 0, \quad (4.10)$$

де  $\phi$  — частка дефіциту бюджету, що сприймається приватними економічними агентами як складова частина власного добробуту.

Відповідно зовнішній баланс заощаджень-інвестицій становить:

$$S^*(r_t) - I^*(r_t) - \phi^*(G^* - T^*) = CA_t^*(q), \quad (S_r^* - I_r^*) > 0, \quad CA_q^* < 0, \quad (4.11)$$

де  $*$  означає належність показника до зовнішнього сектора.

Для  $\phi = 0$  справджується теорема еквівалентності Рікардо або тотожність Рікардо (англ. *the Ricardian equivalence*)<sup>1</sup>. Зазначена тотожність означає, що міжчасовий графік оподаткування не впливає на приватне багатство: якщо виникає поточний дефіцит бюджету (приміром, унаслідок зниження ставок оподаткування), то необхідні урядові запозичення так чи інакше матеріалізуються у майбутньому підвищенні податків. Дещо інакше зменшення заощаджень у державному секторі веде до пропорційного збільшення приватних заощаджень. Якщо  $0 < \phi < 1$ , принаймні деяку частку державного боргу приватний сектор розглядає складовою частиною власного багатства.

Приймається, що відсоткова ставка  $r_t$  і реальний обмінний курс  $q$ , є спільними для обох секторів — внутрішнього і зовнішнього. Умова рівноваги балансу заощаджень-інвестицій передбачає

$$CA_t^* = -CA_t. \quad (4.12)$$

Після отримання повних диференціалів система рівнянь запишеться так:

$$\begin{bmatrix} S_r - I_r & -CA_q \\ S_r^* - I_r^* & CA_q \end{bmatrix} \begin{bmatrix} dr \\ dq \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} \phi d(G - T) \\ \phi^* d(G^* - T^*) \end{bmatrix}. \quad (4.13)$$

<sup>1</sup> Відомий економіст Р. Барро вважає, що вперше ідею сформулював англійський економіст Д. Рікардо (1772—1823 рр.). Дещо парадоксально, але Д. Рікардо якраз висловлював сумніви щодо нейтральності урядових видатків як чинника сукупного попиту, адже люди у своїй більшості не такі далекосяжні і передбачливі, щоб оцінити майбутні податкові зобов'язання [53, с. 444—445]. Для Р. Барро цей факт є ще одним свідченням на користь відомого “парадоксу Стіглера” — важливі відкриття ніколи не називають іменем першовідкривача. Г. Манків один з найбільших парадоксів вбачає якраз у тому, що Рікардо заперечував теорію, яка нині носить його ім'я.

## ТОТОЖНІСТЬ РІКАРДО

Тотожність Рікардо передбачає, що поточний дефіцит бюджету веде до майбутнього підвищення ставок оподаткування, так що немає підстав для збільшення добробуту внаслідок збільшення у портфелі активів урядових облігацій. Таким чином облігації є фінансовим активом, вартість якого нейтралізується майбутніми податками. Навколо дотримання тотожності Рікардо останнім часом виникла інтенсивна наукова дискусія, в якій не бракує аргументів “за” і “проти”. Припущення щодо нейтральності фіскальної політики заперечують відразу декілька аргументів [8, с. 83—89; 126, р. 216—227]:

1. *Обмеженість життєвого горизонту* (англ. *finite lifetime horizon*). Це означає, що економічні агенти реагують лише на ті зміни в оподаткуванні, що очікуються ними впродовж власного життя. Відповідно обслуговування державного боргу може не сприйматися повним еквівалентом поточного дефіциту бюджету тими індивідуумами, хто розглядає власний життєвий горизонт достатньо коротким. При цьому урядові облігації збільшують сукупний попит через ефект добробуту. Інакше кажучи, скорочення урядових заощаджень не повністю компенсується збільшенням приватних заощаджень. Цей аргумент слабше, якщо врахувати спадковість фінансових активів у тому чи іншому прояві (безпосередня передача майна, фінансування освіти, спільне користування банківськими рахунками тощо). При цьому майбутні фінансові зобов'язання переходять від покоління до покоління і підсумковий результат нічим не відрізняється від логіки необмеженого життєвого горизонту (англ. *infinite lifetime horizon*), якою початково обґрунтовувалася тотожність Рікардо.

2. *Відмінності у вартості урядових і приватних запозичень*. Зазвичай ставка державних запозичень є нижчою, що пояснюється меншою ризикованістю урядових облігацій. Якщо видатки бюджету знижують кошти запозичень для приватного сектора, то цим збільшується добробут економічних агентів.

3. *Подолання обмежень фінансового ринку*. Характерною рисою будь-якої ринкової системи є поділ приватних позичальників на першокласних (великі компанії, пенсійні фонди) та менш надійних (малий і середній бізнес, приватні особи). Зниження податків дозволяє збільшити інвестиції та споживання саме менш надійних позичальників. Це відбувається попри підвищення відсоткової ставки для урядових запозичень та першокласних приватних позичальників. Підсумковий результат залежить від сумарної дії обох тенденцій, але не викликає сумніву поліпшення розподілу ресурсів, адже віддача на інвестиції є вищою для менш надійних позичальників. Фактично уряд діє як ефективний фінансовий посередник. У такому розумінні дефіцит бюджету стає чинником технологічних інновацій у фінансовому секторі. Поліпшення функціонування економіки стає чинником поліпшення добробуту. Проте у випадку неефективного перерозподілу кредитних ресурсів очікуваного сприятливого впливу може і не бути.

4. *Ендогенність податків.* Зниження ставки оподаткування (= дефіцит бюджету) може стимулювати ділову активність і таким чином створити джерело майбутніх надходжень у бюджет. Показовими є наслідки зниження податків у США на початку 1980-х років. Політика “рейганоміки”, яку ініціював президент Р. Рейган, позначилася стрімким збільшенням дефіциту бюджету, який стимулював зростання ВВП, скорочення безробіття, гальмування інфляції, зниження номінальної відсоткової ставки (з деяким зниженням очікувань реальної ставки) і збільшення приватних інвестицій. Проте численні спроби реалізувати подібну експансійну політику в країнах, що розвиваються, були невдалими.

Із системи рівнянь (4.13) неважко визначити вплив інструментів фіскальної політики на відсоткову ставку, RER і поточний рахунок

$$\frac{dr}{d(G-T)} = \frac{\phi CA_q}{\Delta} > 0, \quad (4.14)$$

$$\frac{dq}{d(G-T)} = -\frac{\phi(S_r^* - I_r^*)}{\Delta r} < 0, \quad (4.15)$$

$$\frac{dCA}{d(G-T)} = \frac{\phi CA_q (S_r^* - I_r^*)}{\Delta} < 0, \quad (4.16)$$

де  $\Delta = CA_q (S_r - I_r + S_r^* - I_r^*) > 0$ .

Приймаючи збільшення урядових видатків (або зменшення податків) складовою частиною власного добробуту ( $f > 0$ ), дефіцит бюджету недвозначно підвищує відсоткову ставку, а також погіршує поточний рахунок — через підвищення RER ( $\downarrow q$ ). Це розширює розуміння проблеми “подвійного дефіциту” — бюджету і поточного рахунку<sup>1</sup>. Тотожність Рікардо ( $\phi = 0$ ) передбачає відсутність впливу сальдо бюджету на  $r$ , RER і CA. Емпіричне тестування відповідних залежностей привертає чималу увагу, як це можна зрозуміти з наведеної вище дискусії щодо проблем “подвійного дефіциту” (розділ 3), проте конкретні результати доволі суперечливі. Зрозуміло, що вплив сальдо бюджету на поточний рахунок заперечує логіку тотожності

<sup>1</sup> Точніше, у контексті міжчасового споживання сальдо бюджету є нейтральним стосовно поточного рахунку, якщо податки є нейтральними стосовно виробництва, так що приватне споживання залежить лише від перманентного доходу. Проте обмежене заміщення між податками і приватним споживанням все-таки веде до прямого зв'язку між сальдо бюджету і поточного рахунку.

Рікардо. Декілька сучасних досліджень для промислових країн, виникаючих ринків та США передбачають значення  $\phi$  у межах від 0,5 до 0,2 [149, р. 11], хоча вибірка даних для американської економіки (1959—1982 рр.) не виявляє помітної кореляції між сальдо бюджету і поточного рахунку [125, р. 579—580]. Результати для трансформаційних економік теж не заперечують тотожності Рікардо (розділ 3). Проте набагато менше свідчень щодо залежності відсоткової ставки і RER від сальдо бюджету; відсутність такого впливу, приміром для промислових країн і США [126, р. 227—228; 149, р. 11], об'єктивно підтримує логіку тотожності Рікардо.

На користь тотожності Рікардо свідчить досвід Ізраїлю в 1983—1987 рр., коли рішуче зменшення дефіциту бюджету супроводжувалося зменшенням приватних заощаджень. У підсумку сукупні заощадження ненабагато змінилися (рис. 4.9), що виглядає свідченням “майже пропорційного зв'язку між державними і приватними заощадженнями в дусі тотожності Рікардо” [126, р. 229], але “переконливим не повністю” [8, с. 89]. У 1988 р. профіцит бюджету збільшився до 2 % від ВВП, однак це не відбулося зменшення приватних заощаджень (рис. 4.9).

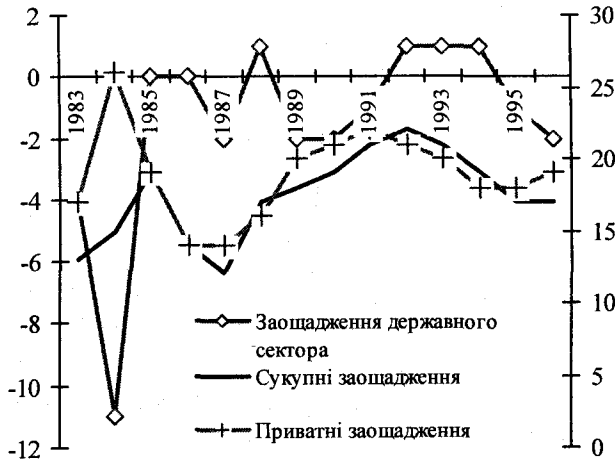


Рис. 4.9. Ізраїль: баланс заощаджень-інвестицій (% від ВВП), 1983—1996 рр.

*Джерело: Barro R. The Ricardian Approach to Budget Deficits // Macroeconomic Policy. — Cambridge, Mass; London: The Harvard University Press, 1990. — Р. 229 Knight M., Scacciavilliani F. Current Accounts: What Is Their Relevance for Economic Policymaking? Working Paper No. 71. — Washington: IMF, 1998. — Р. 32*

У 1989—1991 рр. чергове погіршення дефіциту бюджету супроводжувалося збільшенням приватних заощаджень, тоді як у наступні три роки

профіцит бюджету спостерігався на тлі зменшення приватних заощаджень; обидві часові ділянки загалом відповідають логіці тотожності Рікардо. У 1995 р. погіршення сальдо бюджету не позначилося відповідним збільшенням приватних заощаджень, але вже наступного року зміни обидвох показників були асиметричними.

Ймовірно, що на взаємодію сальдо бюджету і приватних заощаджень вплинули структурні зміни у зв'язку з імміграцією з країн колишнього Радянського Союзу [242, р. 30—33]. Упродовж 1989—1996 рр. на територію Ізраїлю прибули понад 800 тис. осіб, що позначилося вагомими змінами у демографії та економіці. Темп зростання приватного споживання збільшився з 5 % у 1980-х роках до 7 % упродовж 1989—1996 рр. Водночас інвестиції зростали зі щорічним темпом 16,2 % проти заледве 0,1 % в 1980-х роках. Збільшення інвестицій вимагалось для залучення додаткової робочої сили. Попри приплив іммігрантів, у 1996 р. безробіття зменшилося до 6,5 % проти 11 % у 1992 р. Хоча сукупні заощадження зменшилися не так відчутно, збільшення інвестицій мало позначитися погіршенням поточного рахунку. У дещо відмінному теоретичному контексті з початку 1990-х років деяке зменшення приватних заощаджень може пояснюватися “нетерплячкою” новоприбулих у придбанні товарів тривалого користування або змінами у перманентному доході (розділ 3). Зменшення сукупних заощаджень у 1994—1996 рр. цілком могло бути наслідком збільшення урядових видатків, яке збіглося у часі з неочікуваним зменшенням надходжень у бюджет. Підвищення заробітної плати у державному секторі могло збільшити дохід понад рівноважне значення і таким чином погіршити баланс заощаджень-інвестицій.

Емпіричні оцінки зв'язку між сальдо бюджету і приватним споживанням ускладнюються проблемами ідентифікації, адже немає підстав заперечувати взаємний коінтеграційний зв'язок між доходом, приватним споживанням і сальдо бюджету. Окрім того, зазначені показники можуть характеризуватися середньо- і довгостроковою циклічністю. Додаткові труднощі створює врахування ефекту добробуту. Навіть якщо урядові облігації збільшують номінальну вартість фінансових активів у приватному секторі, супутнє прискорення інфляції знижуватиме їх реальну вартість. У такому разі відбувається зменшення поточного споживання, а переваги від нижчих податків перерозподіляються на користь майбутніх поколінь, коли інфляція знижується до деякого рівноважного значення. В цьому випадку не можна стверджувати, що урядові облігації не розглядаються чинником збільшення приватного споживання внаслідок очікування вищих податків у майбутньому (тотожність Рікардо), але сумарний ефект стає таким, що інфляція перешкоджає збільшенню сукупного попиту [171, р. 9—10].



Об'єктивно більше передумов для дотримання тотожності Рікардо виникає в економіці з високою монетизацією ( $M/Y$ ), де ефект добробуту повинен відчутніше впливати на приватне споживання. Навпаки, в економіці з невисокою монетизацією дефіцит бюджету повинен відчутніше збільшувати сукупний попит, адже протилежно спрямований ефект добробуту повинен виявлятися слабше. Відповідна аргументація розглядається вагомим елементом дискусії навколо економічної доцільності західноєвропейського Пакту стабільності та зростання (англ. *the Stability and Growth Pact* — SGP), який визначає максимальне значення дефіциту бюджету країн — учасниць Європейського валютного союзу (англ. *European Monetary Union* — EMU) на рівні 3 % від ВВП [171]. Критики SGP стверджують, що брак можливостей збільшення дефіциту бюджету може призвести до зниження рівноважного значення доходу через втрату можливостей антициклічного регулювання економіки (функція автоматичного стабілізатора). Приміром, під час економічного спаду бракуватиме можливостей збільшення урядових видатків. З іншого боку, дотримання тотожності Рікардо робить зайвими будь-які обмеження на параметри фіскальної політики, оскільки зміни у сальдо бюджету нівелюються пропорційними змінами у приватному споживанні.

З урахуванням інфляції умови SGP виглядають набагато привабливіше. Обмеження дефіциту бюджету “пороговим” значенням на рівні 3 % від ВВП підвищує довіру до монетарної політики і таким чином знижує рівноважне значення інфляції, що веде до збільшення приватного споживання. Що більше, виникають технічні стимули для підтримання фіскальної дисципліни на набагато вищому рівні сальдо бюджету, ніж це передбачає SGP. За умови додатного сальдо бюджету виникає набагато більше підстав для використання фіскальної політики засобом антициклічного регулювання економіки, ніж це може відбуватися для високих значень дефіциту бюджету. Приймаючи значний поточний дефіцит бюджету, подальше збільшення урядових видатків практично негайно супроводжується очікуваннями майбутнього підвищення податків, що не дозволяє отримати бажане збільшення сукупного попиту.

## Навчальні завдання

1. Використовуючи квартальні дані про обмінний курс гривні до долара США та російського рубля [349], розрахуйте арифметичний і геометричний реальні ефективні обмінні курси гривні. За допомогою регресійного аналізу проведіть дослідження впливу RER на такі показники платіжного балансу України: а) експорт, б) імпорт, в) торговельний баланс. Наскільки отримані коефіцієнти відповідають теоретично передбачуваним залежностям?

2. У середині 1990-х років практикувалося прикріплення обмінного курсу угорського форинта до синтетичної європейської грошової одиниці ECU (англ. *European Currency Unit*) (ваговий коефіцієнт — 70 %) та долара США (30 %), а чеської крони — до німецької марки (65 %) та долара США (35 %). У вересні 1995 р. обмінний курс долара США до німецької марки та ECU становив 1:1,7 та 1:0,9 відповідно. Як вплине на чесько-угорську торгівлю зниження обмінного курсу долара до марки на 20 % та його підвищення відносно ECU на 20 %?

3. Напередодні грошової реформи (вересень 1996 р.) обмінний курс гривні на основі ПКС оцінювався на рівні 1,5 грн/дол. Яким є поточне значення цього показника? Яким є офіційний обмінний курс гривні — завищеним чи заниженим?

4. У країні А інфляція є вищою, ніж у країні В. Припускаючи фіксований обмінний курс, покажіть графічно динаміку RER на основі ПКС для країни А.

## Рекомендована література

- Бурда М., Виплош Ч.* Макроекономіка: європейський контекст. — К.: Основи, 1998. — С. 219—224, 227—235.
- Манків Г.* Макроекономіка: Підручник для України. — К.: Основи, 2000. — С. 439—445.
- Петрик О., Куріленко С.* Індикатори конкурентоспроможності // Вісник НБУ, 1998. — № 5. — С. 30—33.
- Стельмах В., Петрик О.* Обмінний курс, інфляція та конкурентоспроможність економіки // Вісник НБУ, 2001. — № 9. — С. 3—6.
- Шевчук В.* Платіжний баланс і макроекономічна рівновага: досвід України. — Л.: Каменяр, 2001. — С. 135—223.
- Юрчишин В.* Валютні кризи. — К.: УАДУ при Президентіві України, 2000. — С. 106—153.
- Barro R.* The Ricardian Approach to Budget Deficits // *Macroeconomic Policy*. — Cambridge, Mass.; London: The Harvard University Press, 1990. — P. 213—233.
- Dornbusch R.* Overvaluation and Trade Balance // *The Open Economy Tools for Policymakers in Developing Countries* / R. Dornbusch and F. Leslie C. H. Helmers. — N. Y.; Oxford: The Oxford University Press, 1998. — P. 80—107.
- Isard P.* Exchange Rate Economics // *Cambridge Surveys of Economic Literature*. — Cambridge: The Cambridge University Press, 1997. — P. 1—73.
- Koen V., De Masi P.* Prices in the Transition: Ten Stylized Facts. Working Paper No. 158. — Washington: IMF, 1997.
- McCallum B.* International Monetary Economics. — N. Y.; Oxford: The Oxford University Press, 1996. — P. 198—202.
- McDonald R., Ricci L.* PPP and the Balassa Samuelson Effect: The Role of the Distribution Sector. Working Paper No. 38. — Washington: IMF, 2001.
- Obstfeld M., Rogoff K.* Foundations of International Economics. — Cambridge, Mass.; London: The MIT Press, 1996. — P. 161—164.

---

## Розділ 5

# ВИРІВНЮВАННЯ ПЛАТІЖНОГО БАЛАНСУ: ЗАГАЛЬНІ ПИТАННЯ

*Подолання платіжних дисбалансів після різноманітних макроекономічних шоків може відбуватися автоматично (через зміни доходу, цін і відсоткової ставки) або досягатися засобами економічної політики: фіскальної, монетарної, торговельної чи обмінного курсу. Метою цього розділу є ознайомлення з поширеними макроекономічними шоками та вивчення загальних механізмів вирівнювання платіжного балансу для фіксованого і плаваючого обмінних курсів.*

*Структура розділу відбиває практичну послідовність та історичну перспективу вивчення проблем платіжного балансу. В підрозділі 5.1 подано докладну класифікацію макроекономічних шоків. У підрозділі 5.2 проаналізовано підходи до визначення природи макроекономічного шоку — це важливо для визначення належної стабілізаційної політики. Матеріал підрозділу 5.3 пояснює відмінності між класичною і кейнсіанською традиціями у вирівнюванні платіжного балансу. В підрозділі 5.4 окремо розглянуто загальні особливості автоматичної адаптації як саморегуляційного процесу вирівнювання платіжного балансу і стабілізації доходу. Загальні теоретичні міркування проілюстровано у підрозділі 5.5 результатами емпіричного оцінювання чинників експорту-імпорту країн Східної Європи і Латинської Америки.*

## ЗАСАДНИЧІ ПОНЯТТЯ

макроекономічні шоки  
класична традиція  
кейнсіанська традиція  
автоматична адаптація  
ціновий ефект  
ефект доходу  
ефект відсоткової ставки

система обмінного курсу  
“природний” рівень доходу  
“перегрів” економіки  
J-ефект  
політика адаптації  
політика акомодатції  
інструменти заміщення

## 5.1. Макроекономічні шоки

Попри відомі переваги (розділ 2), відкритість економіки передбачає вразливість до численних макроекономічних шоків. Події на кшталт погіршення умов торгівлі, припливу-відпливу капіталу чи спаду в країнах-торговельних партнерах порушують рівновагу платіжного балансу і впливають на реальний сектор. Урахування зовнішніх і внутрішніх макроекономічних шоків справедливо вважається чи не найголовнішим завданням для урядів країн, що розвиваються [245, р. 54—57].

### 5.1.1. Класифікація макроекономічних шоків

Класифікація макроекономічних шоків є різноплановою (рис. 5.1). У відкритій економіці розподіл на внутрішні та зовнішні шоки є цілком зрозумілим. Реальні шоки впливають на рівноважні значення доходу і RER. У багатьох теоретичних моделях їм протиставлено монетарні шоки, що мають щонайбільше короткочасний вплив. Такий поділ є достатньо умовним, адже зміни грошової маси можуть впливати на рівноважні значення “реальних” макроекономічних показників.

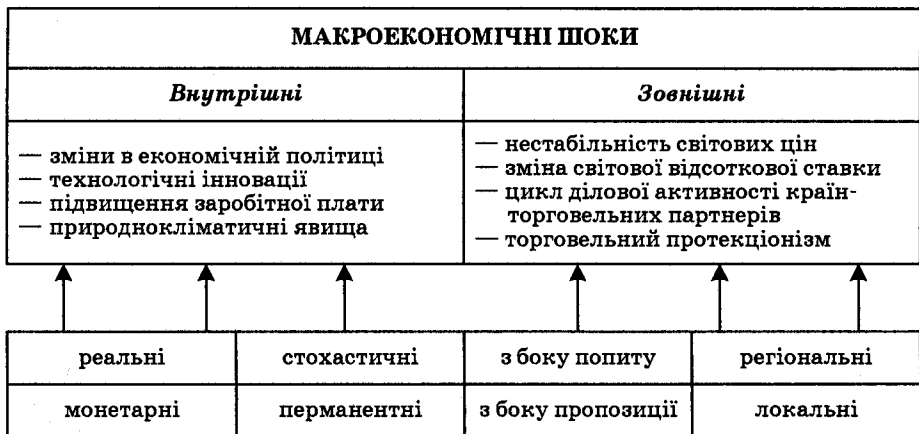


Рис. 5.1. Класифікація макроекономічних шоків

Найголовнішими з внутрішніх шоків є зміни в економічній політиці, що визначають сукупний попит і пропозицію. Так, з початку 1960-х років підвищення заробітної плати у Великій Британії (реальний шок) погіршило цінову конкурентоспроможність товарів експорту і зумовило погіршення платіжного балансу. В 1967 р. англійський фунт довелося девальвувати.

ти відразу на 14 %<sup>1</sup>. З подібних причин це сталося і з французьким франком у 1969 р. (попередня девальвація 1957—1958 рр. становила 40 %). Навпаки, відчутне поліпшення сальдо зовнішньої торгівлі позначилося ревальвацією німецької марки на 4 % у 1961 р. і 9 % — у 1969 р.

Для промислових країн (Північна Америка, Західна Європа і Японія) визначальними є шоки з боку сукупного попиту. Під час економічного підйому збільшення доходу споживачів має мультиплікативний вплив: розвивається туризм, зростає придбання автомобілів, житла, побутової техніки. Не буде перебільшенням, що у промислових країнах будь-яке збільшення сукупного попиту пошквалює виробництво в інших сегментах сучасного глобалізованого світу. Для країн, що розвиваються, зміни у сукупному попиті теж впливають на обсяги виробництва, однак набагато важливішими є шоки з боку сукупної пропозиції, включно із залежністю від RER.

Умовно зовнішні реальні шоки стосуються операцій поточного рахунку, а монетарні шоки — переважно операцій рахунку капіталу і фінансових операцій. До початку 1970-х років більшість макроекономічних шоків стосувалися поточного рахунку, але згодом значно більшої ваги набули макроекономічні шоки, пов'язані з рухом капіталу. Реальні шоки є переважно тривалими у часі (або перманентними) та стосуються сукупного попиту і пропозиції. Монетарні шоки зазвичай є стохастичними і з боку сукупного попиту. Типовим прикладом є зниження ставки рефінансування центрального банку або монетизація дефіциту бюджету. Для великої відкритої економіки монетарні шоки можуть мати міжнародне значення, як це сталося із збільшенням грошової маси у США в другій половині 1960-х років. Це змушувало уряди Німеччини, Франції, Японії послабити монетарну політику для підтримання паритетних обмінних курсів Бреттон-Вудської системи<sup>2</sup>. Виникли побоювання інфляції, передусім у Німеччині, що зрештою призвело до відмови від фіксованого обмінного курсу світових валют та змін у світовій монетарній системі.

Відкритість економіки сприяє поширенню макроекономічних шоків, що стосуються окремих регіонів (Західна Європа, Латинська Америка,

<sup>1</sup> Для плаваючого обмінного курсу прийнято стверджувати про зниження (зміцнення) обмінного курсу, а для фіксованого обмінного курсу — девальвацію (ревальвацію) грошової одиниці. Цю особливість збережено у цьому тексті, проте в окремих випадках обидва визначення використовуються як синоніми зі стилістичних міркувань.

<sup>2</sup> Основні риси Бреттон-Вудської системи фіксованих обмінних курсів, розробленої в 1944 р. на міжнародній конференції у Бреттон-Вудсі, штат Нью-Гемпшир (США), були такими: 1) підтримання фіксованого обмінного курсу до долара у межах вузького коридора  $\pm 1\%$  від паритетного значення, 2) обмін долара на золото за курсом 35 дол. за унцію, 3) доповнення традиційного механізму золотовалютного резервування квотами у МВФ, 3) заборона використання валютного контролю для операцій поточного рахунку (стаття VIII), 4) використання торговельного протекціонізму для випадків надмірного дефіциту платіжного балансу (англ. *the scarce-currency clause*).

Південно-Східна Азія) або групи країн. Як приклад: криза заборгованості 1980-х років, що безпосередньо зачепила практично всі країни Латинської Америки. Її каталізатором стали відразу декілька несприятливих зовнішніх шоків: зниження світових цін на сировину, підвищення реальної світової відсоткової ставки, зменшення попиту на імпорт промислових товарів у Західній Європі та Північній Америці [184, р. 10]. Дію зовнішніх чинників посилили внутрішні причини, головною з яких було підвищення RER (це стало наслідком надмірних зовнішніх запозичень та відповідного збільшення приватного споживання і урядових видатків). На зламі 2000—2001 рр. помітна синхронізація макроекономічних шоків у межах світової економіки пояснювалася залежністю від світової ціни на нафту, крахом “бульбашки” акцій технологічних компаній, зростаючою інтенсивністю зв’язків між окремими економіками [335, р. 3—4]. Підвищений ризик створює тривале погіршення сальдо поточного рахунку в США, ймовірно завищення обмінного курсу долара та переоцінка американського фондового ринку.

Прикладом інших несприятливих реальних зовнішніх макроекономічних шоків (англ. *adverse macroeconomic shocks*) для країн, що розвиваються, можуть бути:

— *спад виробництва у промислових країнах*<sup>1</sup>. Вдалим прикладом є “велика депресія” (1929—1933 рр.), коли спад виробництва у США ініціював економічну стагнацію у Великій Британії, Франції, Німеччині тощо. Упродовж післявоєнних десятиліть економіка США є важливим чинником світового економічного зростання. Якщо для промислових країн головною є залежність попиту на імпорт від доходу, то для країн, що розвиваються, підвищеної ваги набуває динаміка цін на сировину. Економічний підйом зазвичай супроводжується високим попитом на сировину та її подорожчанням, а спад виробництва — зниженням цін;

— *підвищення цін на нафту*. Під час першої нафтової кризи 1973—1974 рр. ціна нафти зросла майже вчетверо (рис. 5.2). Умови торгівлі погіршилися для більшості промислових країн і країн, що розвиваються (Бразилії, Індії, Колумбії, Південної Кореї та інших). Наслідком другої нафтової кризи 1979—1981 рр. стало підвищення світових цін на нафту з 18 до 34 дол. за барель, що каталізувало кризу заборгованості 1980-х років.

<sup>1</sup> Практичний інтерес становлять технічні деталі. В. Баласса наслідки зменшення зовнішнього попиту для періоду 1974—1975 рр. оцінює різницею між трендовим і розрахунковим значеннями експорту [121]. Трендове значення відповідало динаміці зростання експорту в 1963—1973 рр. та збереженню частки ринку на рівні 1972 р., а розрахункове — лише збереженню частки ринку (для нових цінових співвідношень).

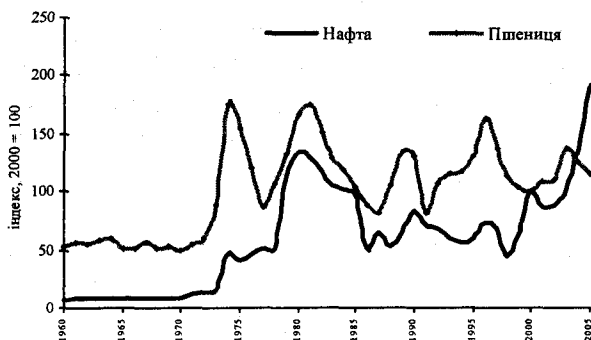


Рис. 5.2. Світова ціна на сиру нафту (U. K. Brent) та пшеницю, 1960—2005 рр.

Джерело: IMF *International Financial Statistics*

Влітку 2000 р. підвищення цін на нафту і бензин призвело до блокування доріг у Західній Європі та вимог державного регулювання ринку нафтопродуктів. Подорожчання нафти підвищує собівартість виробництва і зменшує прибутки промислових корпорацій. Наступне падіння курсу акцій фондового ринку знижує приватне споживання через ефект добробуту. Результуюче зменшення сукупного попиту лише посилюється наступним антиінфляційним підвищенням відсоткової ставки;

— *нестабільність інфляції у промислових країнах.* Частково нестабільність цін може пояснюватися світовими цінами на енергоносії. Ймовірно, що цінові шоки з боку сукупного попиту створюють значну нестабільність кон'юнктури світових цін на сировину. Враховуючи залежність від моноекспорту, нестабільність інфляції має руйнівний вплив передусім на економіки країн, що розвиваються;

— *природні катаклізми.* У 1998 р. країни Латинської Америки потерпіли від кліматичного феномену El Niño<sup>1</sup>. Емпірично встановлено, що El Niño визначає до 20 % нестабільності світових цін на сировину, а також 10—15 % динаміки світового доходу та інфляції [138, р. 3—4]. Січневий (1995 р.) землетрус в японському місті Кобе завдав збитків на 120 млрд дол. (або 2,5 % від ВВП). Влітку 2002 р. втрат від небувалої повені зазнали Чехія

<sup>1</sup> Кліматичне явище El Niño виникає з 3—7-міричною періодичністю внаслідок зміни напрямку пануючих вітрів у південній частині Тихого океану зі східних на західні, що зумовлює потепління водних течій біля західного побережжя Латинської Америки. Відповідно збільшується кількість опадів і виникають руйнівні буревії; зміна напрямку пануючих холодних течій веде до стрімкого зменшення рибних запасів. Водночас зменшується кількість опадів у Індонезії, Малайзії, країнах Індокитаю, на Філіппінах і островах Океанії, які зазвичай перебувають під впливом вологих океанічних мас з південно-східної частини Тихого океану. El Niño триває упродовж двох років. Винятково руйнівними були наслідки El Niño у 1982—1983 рр. [138].



(1,3 млрд дол.) і Німеччина (15 млрд дол.). Значної шкоди країнам Південно-Східної Азії завдало цунамі 26 грудня 2005 р., коли загинуло 155 тис. чол., а число поранених перевищило 500 тис. чол. Для потерпілих країн було зібрано понад 10 млрд дол. гуманітарної допомоги. Збитки від буревію Katrina (серпень 2005 р.), що пройшов територією США площею понад 235 тис. км<sup>2</sup>, оцінюються на рівні 125 млрд дол., з яких від 40 до 60 млрд дол. — виплати страхових компаній. Втрачено 400 тис. робочих місць. Для подолання наслідків буревію американський уряд виділив два пакети фінансової допомоги вартістю 10,5 і 51,8 млрд дол. До стихійних катаклізмів можна віднести терористичний акт у Нью-Йорку (11 вересня 2001 р.).

Щільний зв'язок країн, що розвиваються, з економіками промислових країн посилює ймовірність та дію зовнішніх шоків у світовій економіці. Приміром, з траєкторією економіки США співпадають до 40 % коротко- і довгострокових змін ВВП в Аргентині, Венесуелі, Чилі та Уругваї [259, р. 384]. Цикл ділової активності США позначається на короткочасній динаміці доходу в Бразилії, Еквадорі, Колумбії і Мексиці. Зрозуміло, що за таких умов події в економіці США не можуть не мати синхронного впливу на регіон Латинської Америки. Залежність від спільного зовнішнього чинника не обов'язково означає присутність спільного тренду в динаміці доходу. Зокрема, у згаданих країнах Латинської Америки впродовж 1986—1994 рр. появи такого тренду перешкоджали специфічні наслідки кризи заборгованості 1980-х у кожній з країн, відмінний вплив нафтових шоків у країнах-експортерах (Мексика і Аргентина) та країнах-імпортерах (Бразилія і Чилі), а також особливості стабілізаційної політики (попри спільні риси, простежувалася відчутна національна специфіка). Логічно припустити, що стабільне економічне зростання і регіональна інтеграція повинні сприяти виникненню регіональних (або навіть глобальних) макроекономічних шоків. З іншого боку, інтенсивне залучення технологій створює об'єктивні передумови для різноманітних локальних шоків, що стосуються окремих галузей промисловості.

Посиленої уваги заслуговує взаємодія фінансових ринків. Упродовж 1990-х переконливе зростання економіки США створило очікування високої привабливості цінних паперів американських компаній, передусім у секторі інформаційних технологій. Надходження мільярдів доларів на фондовий ринок США підвищувало курс акцій і зміцнювало долар. Ситуація несподівано змінилася на зламі 2001—2002 рр. Спочатку неприємний "сигнал" для інвесторів послав терористичний акт 11 вересня 2001 р. У січні 2002 р. стало відомо, що аудиторська компанія Arthur Andersen приховувала інформацію щодо фінансового стану енергетичного концерну

Enron. У червні 2002 р. виявилось, що спотворенням інформації про фінансові результати зловживали чимало інших відомих компаній: WorldCom (її прибутки було завищено на 4 млрд дол.), Xerox, Global Crossing, Tyco, Merck та Bristol-Myers Skribb. Влітку 2002 р. WorldCom з активами 107 млрд дол. таки збанкрутувала, а 9 липня 2002 р. президент Д. Буш на зустрічі з лідерами американського бізнесу запропонував жорсткі заходи для запобігання фінансовим махінаціям і поновленню довіри інвесторів до американських акцій<sup>1</sup>. Проте безпосереднім наслідком президентських ініціатив стало подальше падіння індексу фондового ринку Dow Jones<sup>2</sup>, що мало міжнародні наслідки. “Ефект доміно” на світових ринках цінних паперів зачепив Західну Європу, але найвідчутніше потерпіли Південна Корея, Сінгапур, Малайзія й Гонконг. Під загрозою опинилася довіра до американської економіки, обмінний курс долара і потоки капіталу в світовій економіці.

Поділ макроекономічних шоків на сприятливі та несприятливі є умовним. Класичним є приклад Єгипту 1860-х років [156, р. 1]. Громадянська війна у США зменшила пропозицію бавовни, що спричинило бум її виробництва в Єгипті та значне збільшення надходжень у бюджет. Проте тодішнім правителям Єгипту не вдалося обмежити власні видатки після припинення бавовняного буму, так що довелося продати Суецький канал у спільне франко-англійське володіння. Подібне трапилося з Нігерією у 1990-х роках, де не було зменшено урядові видатки відповідно до зниження цін на нафту. Наслідком стало знецінення грошової одиниці та прискорення інфляції. Досить несподівано трактує руйнування башт нью-йоркського Світового торговельного центру Нобелівський лауреат Р. Манделл: відновлювальні будівельні роботи, збільшення військових видатків та зростання впевненості споживачів стимулюватимуть промислове виробництво. Подібне спостерігалось у 1991 р., після завершення військової кампанії у Перській затоці; тоді на початку квітня індекс довіри споживачів зріс на 60 %, що стало поштовхом до наступного найдовшого періоду невинного економічного зростання в США.

<sup>1</sup> Через лічені тижні пропозиції Д. Буша було закріплено законодавчо: надання додаткових прав контролю Комісії з цінних паперів, створення спеціальної комісії для боротьби з корпоративними махінаціями та збільшення тюремного ув'язнення з 5 до 10 років за подання неправдивих фінансових звітів (шахрайство з використанням пошти і електронних засобів зв'язку карається ув'язненням до 20 років, а з цінними паперами — 25 років). Службовцям аудиторських фірм заборонено створювати фінансово-інформаційні системи, надавати адвокатські послуги і займатися інвестиціями. Наприкінці жовтня 2006 р. виконавчого директора Enron Д. Скілінга (Jeffrey Skilling) було засуджено до 24 років ув'язнення. Він також повинен виплатити 45 млн дол. відшкодування акціонерам компанії. Засновник компанії Enron К. Лей (Ken Lay) у липні 2006 р. помер від інфаркту під час відпустки у штаті Колорадо і таким чином “уникнув” суду та загрози 45-річного ув'язнення.

<sup>2</sup> Наприкінці липня 2002 р. індекс Dow Jones знизився на 25 % проти значень січня 2001 р., що перевершило на 1 % його падіння в 1928—1929 рр. — напередодні “великої депресії”.

## ТЕРОРИСТИЧНИЙ АКТ У НЬЮ-ЙОРКУ: ЕКОНОМІЧНІ НАСЛІДКИ

Економічні наслідки терористичного акту 11 вересня 2001 р. можна поділити на короточасні втрати, середньострокову втрату довіри та довгостроковий вплив на продуктивність праці. Безпосередні втрати від людських смертей, руйнування майна, надзвичайних заходів, відновлення інфраструктури, надання допомоги потерпілим тощо становили 27,2 млрд дол., або 0,25 % ВВП США (приватний сектор — 14 млрд дол.; місцева влада — 1,5 млрд дол.; федеральний уряд — 0,7 млрд дол.; рятувальні операції — 11 млрд дол.). Руйнування нерухомості (16 млрд дол.) виявилось трохи меншим, ніж після землетрусу в Північній Каліфорнії (1994 р.) та урагану Andrew (1992 р.). Працівники фінансового сектора становили 74 % жертв, значного руйнування зазнали комунікаційні системи Bank of New York, а також платіжні банківські системи. Збитки страхових компаній становили 50 млрд дол. Втрата довіри найперше позначилася значним падінням акцій на фондових ринках промислових країн. Упродовж 11—17 вересня 2001 р. індекс S&P 500 знизився на 11,6 %, а індекс NASDAQ — на 16,1 %; падіння європейських ринків становило 17,3 %. Ще більших втрат зазнали виникаючі ринки. “Втеча” до якісніших цінних паперів та зменшення попиту в промислових країнах погіршили економічний стан багатьох країн, що розвиваються, принаймні у короткочасному плані. Сировинні ринки практично не потерпіли. Ціна нафти спочатку зросла, однак згодом знизилася нижче значення станом на 10 вересня 2001 р. Долар незначно знецінився на світових ринках, але в Україні кількадедна паніка набула ознак лихоманки (у Чернівецькій області було зареєстровано продаж приватною особою 48 тис. дол. за обмінним курсом 4,6 грн/дол., тоді як офіційний обмінний курс становив 5,29 грн/дол.). Негативний вплив на продуктивність праці реалізувався через підвищення транзакційних коштів: вартість заходів безпеки, підвищення страхових премій (це частково компенсувало втрати страхових компаній), фінансові та антитерористичні регулятори.

Задля стабільності світової фінансової системи, підтримки виробництва та запобігання паніці на фондових ринках центральні банки США, країн Європи, Канади, Великої Британії, Японії і Швейцарії узгоджено збільшили пропозицію грошової маси. Упродовж декількох тижнів облікову ставку ФРС було знижено на 1,25 %. Європейський Центральний банк (ЄЦБ) надав комерційним банкам 63 млрд дол. Було знижено на 0,5 % облікові ставки у більшості промислових країн. Ставку рефінансування Банку Англії було знижено до найнижчого значення з 1964 р. — 4,75 %. Попереднє скоординоване зниження відсоткових ставок відбулося ще в 1990—1992 рр. Загалом у 2001 р. ФРС знижувала облікову ставку 11 разів, що понизило вартість кредитів до 40-карічного мінімуму.

У США пожвавленню сукупного попиту мав сприяти пакет фіскальних заходів: розбирання завалів, надання допомоги безпосереднім жертвам терак-

ту і відновлення інфраструктури району — 17,5 млрд дол., покриття збитків від зниження ділової активності в Нью-Йорку — 12 млрд дол., страхові виплати потерпілим громадянам і поліпшення транспортної інфраструктури — по 3 млрд дол. Стимулювання економіки передбачало значні податкові пільги, гранти й кредити для тих підприємців, які збережуть свій бізнес у постраждалому районі міста.

Терористичний акт у Нью-Йорку, що збігся зі зниженням ділової активності, не позначився настільки стрімким гальмуванням темпу економічного зростання у світовій економіці, як це початково прогнозувалося. Аналітична компанія DRIC WEFA оцінювала, що до кінця 2003 р. економіка США втратить близько 640 млрд дол. і 2 млн робочих місць. Масштаб збитків пояснювався тим, що вересневі події стали додатковим каталізатором кризових явищ, які вже спостерігалися з кінця 2000 р. Ще до терористичного акту — в серпні 2001 р. промислове виробництво у США скорочувалося 11 місяців поспіль, що виявилось найгіршим показником з 1960 р. У 2001 р. вільні потужності в американській економіці були найбільшими з 1983 р. Проте циклічний спад американської економіки виявився одним із найменших за всю повоєнну історію. Рецесії як такої і не було (спад виробництва обмежився III кварталом 2001 р.). У I кварталі 2002 р. американський ВВП вже збільшився на 6,1 %. Однак 5 вересня 2006 р. на зустрічі з членами Американської асоціації військових офіцерів президент США Д. Буш оцінив безпосередні та опосередковані втрати від терористичного акту 11 вересня 2001 р. щонайменше у 500 млрд дол.

*Джерело: Приходько О. Ще 54 мільярди — місту та штату! // Дзеркало тижня. — 2001. — 17 листоп.; Сколотяний Ю. Тридцять із половиною тижнів потому... // Дзеркало тижня. — 2002. — № 14; Johnston B., Nedelescu O. The Impact of Terrorism on Financial Markets. Working Paper No. 60. — Washington: IMF, 2005; The Global Economy After September 11 // World Economic Outlook. — Washington: IMF, 2001; The Information Technology Revolution // World Economic Outlook. — Washington: IMF, 2001*

Одразу після подій 11 вересня 2001 р. Конгрес затвердив пакет військових видатків вартістю 17,5 млрд дол. і запланував їх збільшення на наступні роки [80]. Загалом на 2002—2004 рр. планувалося збільшити дефіцит бюджету до 375 млрд дол. [333, р. 40]. Події 11 вересня лише частково пояснюють це, адже ще у червні 2001 р. планувалося знизити податки на 243 млрд дол. З метою “післякризового” стимулювання попиту компанія General Motors почала продавати автомобілі на виплату під майже нульовий відсоток. Конкуренти — Ford і Daymler Crysler — вимушено зробили те саме. У жовтні 2001 р. реалізація автомобілів зросла до 87,4 млрд дол. (або на 26,4 %), що стало головною передумовою рекордного зростання роздрібного товарообігу на 38,4 % за IV квартал 2001 р.

Глобалізація світової економіки надає непропорційно великої ваги країнам світової “периферії”. Вперше це виявила мексиканська фінансова

криза (грудень 1994 р.), коли після девальвації песо інвестори спішно покидали Латинську Америку. В Аргентині індекс фондового ринку зменшився майже вдвічі, банківські депозити — з 46 до 37 млрд дол., валютні резерви — на третину; відповідно скоротилися обсяги грошової маси. Ще показовішою стала російська фінансова криза (серпень 1998 р.). Хоча економіка Росії становить всього 2 % світового ВВП, опосередковані наслідки фінансової кризи — через сировинні ринки, довіру інвесторів, вартість капіталу — виявилися значно більшими. Портфельні інвестори поспішно забирали власні активи з країн Східної Європи і Латинської Америки. Попри надання 40 млрд дол. кредитів МВФ, так і не вдалося запобігти девальвації бразильського реала (січень 1999 р.). Найбільш несподіваним наслідком російської кризи було падіння курсу акцій на Нью-Йоркській фондовій біржі та фінансових ринках інших промислових країн. Як зауважив журнал *The Economist*, російська криза виявилася “соломиною, що зламала хребет верблюда”.

### 5.1.2. Реальні шоки

Реальні зовнішні макроекономічні шоки так чи інакше пов’язані з циклом ділової активності промислових країн. Від попиту на ринках США і Західної Європи безпосередньо залежать обсяги виробництва у “світових майстернях” (Південно-Східна Азія, Бразилія, Індія, Китай, Мексика, Туреччина), де розвиваються галузі “старої економіки” — машинобудування, фармацевтика, легка промисловість, та країнах — виробниках сировини. До цієї групи країн належать передусім країни, що експортують енергоносії (країни Перської затоки, Венесуела, Іран, Нігерія, Росія) або іншу мінеральну сировину (Замбія, Чилі).

### Умови торгівлі

На початку 1930-х років умови торгівлі для країн Латинської Америки погіршилися у середньому на 33 % (рис. 5.3). В 1940-х роках становище поліпшилось, але ненадовго — з початку 1950-х умови торгівлі далі погіршувалися. Популярна з кінця 1940-х років гіпотеза Рауля Пребіша (Raul Prebisch)<sup>1</sup> і Ганса Зінгера (Hans Singer) пояснювала погіршення умов торгівлі низькою залежністю попиту на сировинні товари від доходу, тех-

<sup>1</sup> Р. Пребіш був першим головою правління Центрального банку Аргентини. Після Другої світової війни він очолював Економічну комісію ООН для Латинської Америки, яка відома пропагандою переваг ISI та розробкою теоретичних положень так званої теорії залежності (ісп. *dependencia*). Прихильники теорії залежності критикували діяльність ТНК і виступали проти лібералізації руху капіталу.

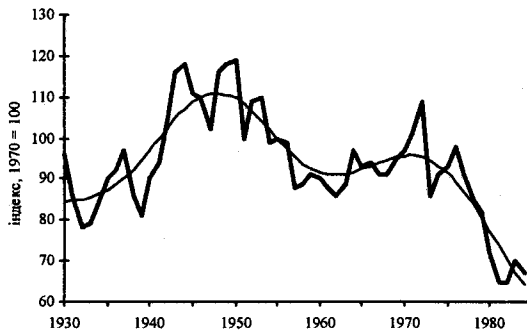


Рис. 5.3. Умови торгівлі країн Латинської Америки, 1930—1985 рр.

Примітка: без країн-експортерів нафти (Венесуела, Еквадор, Мексика)

Джерело: *Cardoso L., Helwege A. Latin America's Economy: Diversity, Trends, and Conflicts.* — Cambridge, Mass; London: The MIT Press, 1993

нологічними перевагами промислових країн і особливостями ринку робочої сили у країнах, що розвиваються (вища продуктивність праці знижує світові ціни на сировину, а відтак — зменшує надходження від експорту). За останні 140 років середньорічне зниження ціни сировинних товарів становить близько 1 %, але цей процес характеризується виразною нестабільністю — в окремі роки амплітуда коливань цінового індексу досягала 50 % [144, р. 175—199]. Якщо на початку ХХ ст. підвищена нестабільність цін на сировину пояснюється амплітудою коливань, то наприкінці ст. головним чинником стало скорочення тривалості цінового циклу для сировинних товарів. Загалом наслідки спадного тренду визнаються менш шкідливими порівняно з нестабільністю цін на сировину.

Для більшості цінових шоків стрімке зниження рівня цін сировинних товарів трапляється набагато рідше, ніж раптове підвищення. Загалом це помітно на рис. 5.2 для нафти. Коливання світових цін на пшеницю є більш згладженими, але простежується кореляція з цінами на нафту (за винятком 1991—1994 рр.). Хоча нині ціна нафти не вважається таким впливовим чинником, як у 1970-х роках, її можлива нестабільність здатна серйозно дестабілізувати світову економіку. Наприкінці 2001 р. з'явилися прогнози Інституту Брукінгса, що крах королівського дому в Саудівській Аравії може підвищити ціну бареля нафти до 161 дол. Упродовж 2004—2006 рр. нестабільність цін на нафту визначали безліч чинників: війна в Іраку, ядерна програма Іраку, буревій *Catrina* (серпень 2005 р.), захоплення місцевими повстанцями нафтових платформ у Нігерії тощо.

## Попит на експортних ринках

Під час “великої депресії” (1929—1933 рр.) у країнах Європи і Північної Америки зменшився попит на експорт з країн Латинської Америки. Зменшення доходів від експорту обмежило імпорт латиноамериканських країн на 40 % упродовж 1930—1934 рр. і ускладнило обслуговування зовнішнього боргу. В поміркованішому варіанті ситуація повторилася у 1974—1975 рр., коли спад виробництва у промислових країнах несприятливо позначився на економічному зростанні країн, що розвиваються. Тоді Єгипет втратив  $\frac{1}{3}$  експортних ринків ( $\frac{7}{10}$  — ринку рису,  $\frac{1}{2}$  — бавовни,  $\frac{1}{4}$  — цитрусових) [121, р. 12]. З початку 1980-х років антиінфляційна політика спричинила ще один глибокий спад виробництва у промислових країнах, який відчутно погіршив торговельний баланс багатьох країн зі значною зовнішньою заборгованістю. Що більше, зменшення попиту на експорт збіглося у часі з підвищенням світової відсоткової ставки та погіршенням умов торгівлі внаслідок зростання цін на нафту.

Попри зростання впливу країн, що розвиваються, визначальним залишається вплив американської і західноєвропейської економік, які становлять близько  $\frac{2}{3}$  світового ВВП. Водночас понад 40 % американського експорту спрямовано у країни, що розвиваються, і це засвідчує зростаючу взаємозалежність країн у глобалізованому середовищі. Наприкінці 1990-х років з'явилися серйозні побоювання щодо глобальних наслідків тривалого спаду виробництва в японській економіці. Проблеми створює брак реалістичних “рецептів” поновлення економічного зростання, значний державний борг і слабка фінансова інфраструктура японської економіки. Як вважав Р. Дорнбуш, фінансовий крах Японії мав би наслідки для світової економіки, які співрозмірні з історичним обвалом фондового ринку в Нью-Йорку (жовтень 1929 р.).

Упродовж 2000—2001 рр. значення зовнішнього чинника активно обговорювалося у дискусії щодо причин економічного зростання в Україні. Зокрема, наголошувалося на залежності української економіки від світових цін на метал і попиту на продукцію металургії, яка становить понад 40 % українського експорту. Високі ціни на сировину розглядалися головною причиною економічного зростання у країнах колишнього Радянського Союзу [91, с. 30—31]. Серед інших зовнішніх причин називалися: високі ціни на транзит російського газу в Західну Європу, поживлення промислового виробництва у Росії тощо.

## Зменшення товарної пропозиції

Покажемо є становище країн Латинської Америки під час Першої світової війни, коли в Аргентині, Мексиці та Чилі довелося терміново вирішувати проблему виробництва пива, сірників і скляних пляшок (було втрачено звичні морські шляхи постачання). У сучасному світі обмеження товарного виробництва практикують картельні утворення на зразок Організації країн-експортерів нафти (англ. *Organization of Petroleum Exporting Countries* — ОПЕК), як це відбувалося восени 1999 р. (див. рис. 5.2). Головною рисою таких шоків є часова невизначеність, адже заздалегідь невідомо, наскільки ефективною виявиться картельна схема. Наприклад, восени 2001 р. зусилля ОПЕК не запобігли стрімкому зниженню світової ціни на нафту. В 1980 р. компанія *De Beers* з метою стабілізації монополюючої високої ціни на діаманти тимчасово обмежила їх придбання, що створило як зменшення пропозиції цього товару на світових ринках, так і скорочення попиту на важливий експортний товар для країн на зразок Ботсвани.

## Торговельний протекціонізм

Наслідки “великої депресії” для Латинської Америки погіршив торговельний протекціонізм промислових країн. У червні 1930 р. США прийняли дискримінаційний закон Смута — Хоулі (англ. *the Smoot — Hawley tariff*), а в наступні два роки цей приклад наслідували Велика Британія та інші країни Співдружності. Після Другої світової війни було чимало зроблено для лібералізації міжнародної торгівлі, однак спалахи протекціонізму були непоодинокими. Упродовж 1950—1960-х років обмеження імпорту широко використовувалися країнами, що розвиваються, для проведення політики ISI [95, с. 12—26]. Під час першої нафтової кризи (1974—1975 рр.) промислові країни засобами торговельного протекціонізму намагалися поліпшити платіжний баланс і запобігти спаду виробництва, що перешкоджало зусиллям країн “третього світу” збільшити обсяги експорту (на той час більшість країн, що розвиваються, переходили від імпортозамінної до експортноорієнтованої моделі економічного розвитку).

## Зміна світової відсоткової ставки

Зазвичай під світовою відсотковою ставкою розуміють ставку лондонського міжбанківського ринку кредитних ресурсів (англ. *London Inter-Bank Offered Rate* — LIBOR), яка визначає потоки капіталу, передусім портфельних інвестицій, а також фінансовий стан країн зі значним зовнішнім боргом. Ставка LIBOR була високою на початку 1980-х років, потім поступово



## ГЛОБАЛЬНИЙ ВПЛИВ ЕКОНОМІКИ США

Наприкінці 1990-х років економіка США створювала більше половини зростання світового ВВП. Можна виокремити декілька механізмів її впливу на світову економіку: 1) зовнішня торгівля, 2) ціни на сировину, 3) обмінний курс, 4) потоки капіталу, 5) інвестиції. Динамічне зростання американської економіки створює значний попит на імпорт, проте під час спаду обсяги імпорту знижуються швидше, ніж обсяги ВВП. Найперше від цього залежить Канада (частка експорту до США — 33 % від ВВП) і Мексика (21 %), а також Малайзія, Філіппіни і Таїланд (10 % від ВВП). Південна Корея і Тайвань залежать від американських видатків на інформаційні технології. Не менш важливим є експорт до США для інших країн Південно-Східної Азії і Латинської Америки. Для Західної Європи та Японії заокеанський експорт не перевищує 3 % від ВВП, так що наслідки економічного спаду за океаном стають не такими відчутними. Сповільнення американської економіки передусім знижує світову ціну нафти та інших сировинних товарів. Це погіршує економічну ситуацію країн-експортерів сировини, але поліпшує умови для економічного зростання у Західній Європі та Японії. Для країн Латинської Америки ціни сировинних товарів знижуються на 0,77—2 %, але супутнє зниження відсоткової ставки полегшує обслуговування зовнішнього боргу. Під час економічного спаду в США супутнє знецінення долара посилює тенденцію до зменшення експорту з країн Західної Європи і Японії. З іншого боку, виграють країни із “жорстким” (Гонконг) чи “м’яким” (Китай) прикріпленням грошової одиниці до американської грошової одиниці.

Від економічного спаду та зниження курсу акцій на американських фондових біржах очікується супутня стагнація фондових ринків Західної Європи і Японії, а також виникаючих ринків. Зазвичай непевність у світовій економіці, яку створює економічний спад у США, позначається істотним подорожчанням боргових зобов’язань країн, що розвиваються. Так, наприкінці 2000 р. відповідна премія від ризику збільшилася до 8,1 % проти 6,3 % кварталом раніше. Для випадку стагнації фондового ринку стає позитивною рисою порівняно незначна частка технологічних компаній на фондових ринках Західної Європи та Азії. Якщо у США цей показник становить 25 %, то у Німеччині — лише 2, Японії — 7, Азії — 5 %. Відповідно зниження курсу акцій технологічних компаній за межами США не створюватиме такого потужного негативного ефекту добробуту.

Спад економіки США загрожує західноєвропейським і японським компаніям значною втратою прибутків. Наприклад, обсяги продажу американських філій німецьких компаній перевищують німецький експорт у США у п’ятеро. З іншого боку, від погіршення інвестиційного клімату в США очікується загальне зменшення інвестицій у країнах, що розвиваються: супутній відплив капіталу погіршує умови фінансування від’ємного сальдо поточного рахунку, насамперед у країнах Латинської Америки з хронічним дефіцитом платіжнього балансу. Хоча наслідки економічного спаду в США можуть нівелюватися

економічним підйомом у Західній Європі та Японії, на практиці нестабільність обмінного курсу та особливості потоків капіталу не дозволяють сподіватися на це.

*Джерело: America's economy: Slowing down, to what? // The Economist. — 2000. — December 9<sup>th</sup>. — P. 100*

знизилася до 6 % в 1988 р., проте згодом стрімко зросла до 9 % (рис. 5.4). З початку 1990-х років зниження ставки LIBOR позначилося потужним припливом капіталу, а контрастне підвищення у 1994 р. — його відпливом з країн, що розвиваються. З-поміж інших причин це сприяло виникненню фінансової кризи у Мексиці (1994 р.).

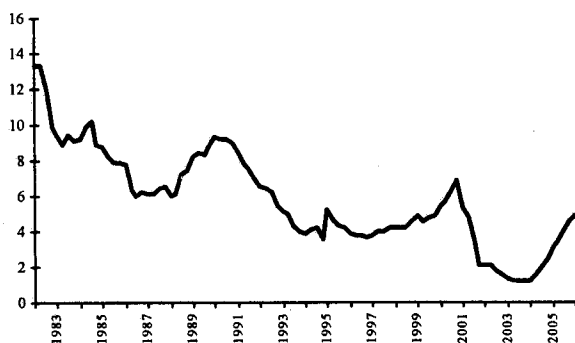


Рис. 5.4. Відсоткова ставка LIBOR (%), 1982—2006 рр.

*Джерело: IMF International Financial Statistics*

## Обмінний курс

Традицію “конкурентних” девальвацій грошової одиниці було започатковано у ті ж 1930-ті роки. Після Другої світової війни використання обмінного курсу регламентувалося Бреттон-Вудською системою фіксованих обмінних курсів. З початку 1970-х років більшість промислових країн перейшли до плаваючого обмінного курсу, проте багато економік далі підтримують фіксований обмінний курс. Зміцнення долара погіршує умови торгівлі для країн, що розвиваються, навіть тоді, коли погіршення цінних показників експорту нейтралізується здешевленням імпорту [248, р. 60]. Наприклад, у 1980—1984 рр. на тлі зміцнення долара на 44 % індекс цін експорту для Бразилії знизився на 13 %, тоді як поліпшення цінних показників імпорту не перевищило 2 %. Одним з пояснень цієї цінової асиметрії є набагато слабша залежність ціноутворення на промислові товари від обмінного курсу, тоді як більшість цін на сировинні товари встановлюються

у доларах. Зміцнення долара стосовно євро стало однією з причин економічних труднощів у Аргентині наприкінці 1990-х, адже прикріплення місцевого песо до долара погіршувало цінову конкурентоспроможність місцевого експорту на європейському ринку. Одним з рішень пропонувалося прикріплення аргентинського песо до “кошика” з двох валют — долара США і євро. З погляду економік Східної Європи, потенційні труднощі може створити зниження обмінного курсу євро, адже це зменшує надходження від експорту в доларовому еквіваленті, тоді як дорожчає імпорт енергоносіїв.

### 5.1.3. Монетарні шоки

Монетарні шоки можуть мати самостійне походження або стають побічним наслідком реальних макроекономічних шоків. Чи не найкращим прикладом є період 1979—1981 рр., коли підвищення світових цін на нафту зумовило перехід до антиінфляційної монетарної політики. Наступне гальмування інфляції та підвищення реальної відсоткової ставки спричинило глибокий спад виробництва і проблеми з обслуговуванням зовнішнього боргу в країнах, що розвиваються. Події 1979—1981 рр. виразно контрастували з попередньою макроекономічною політикою. На перший нафтовий шок (1974—1975 рр.) більшість промислових країн відреагували експансійною економічною політикою, в тому числі зі збільшенням пропозиції грошової маси. Наслідком стало прискорення інфляції. Підвищення цін знижує реальну відсоткову ставку і погіршує цінові співвідношення у зовнішній торгівлі. Від обох подій виграли країни, що розвиваються. Прискорення інфляції у промислових країнах наприкінці 1970-х років значною мірою послабило наслідки підвищення цін на нафту і знизило кошти обслуговування зовнішнього боргу для багатьох країн “третього світу”. Впродовж 1975—1979 рр. середня інфляція у промислових країнах становила 8,9 %, що знижувало ставку LIBOR до від’ємного значення у реальному вимірі. З показниками цінової і грошової стабільності зазвичай щільно пов’язані труднощі суб’єктивного характеру на зразок втрати довіри інвесторів. Проте окремі країни можуть потерпати від зміни настроїв на світових і регіональних фінансових ринках незалежно від власних макроекономічних показників. Це переконливо виявила азіатська криза 1997—1998 рр. “Втеча” капіталу з Південної Кореї чи Гонконгу не мала вагомих макроекономічних підстав, на відміну від Індонезії, де такі підстави справді були. Відплив капіталу може спостерігатися на тлі інших проблем (недостатні валютні резерви, несприятливі умови торгівлі тощо), що лише погіршує платіжний баланс.

## 5.2. Оцінка природи макроекономічного шоку

Визначення природи макроекономічного шоку є доволі складним і може зумовити помилки у виборі стабілізаційної політики. Наприклад, у багатьох країнах, що розвиваються, занадто оптимістичне сприйняття першого нафтового шоку (1973—1974 рр.) як тимчасової події, а супутнього підвищення цін на сировину (кава, какао, мідь, цинк, олово) — як тривалої тенденції, зумовило експансійну стабілізаційну політику, що врешті-решт призвело до кризи заборгованості 1980-х років. Наприкінці 1970-х років ціни на сировину знизилися до рівня 1970 р., а ціни на нафту, навпаки, ще раз подвоїлися упродовж 1979—1980 рр. Водночас до стрімкого підвищення реальної ставки LIBOR спричинилася рестрикційна монетарна політика у США та інших промислових країнах. Відповідно дефіцит поточного рахунку і зростання коштів обслуговування зовнішнього боргу створили кризу платіжного балансу.

Якщо нафтовий шок середини 1970-х років був перманентним, то другий нафтовий шок (1979—1981 рр.) — тимчасовим. У червні 1981 р. світова ціна сирої нафти несподівано знизилася, що створило істотні труднощі у тих нафтодобувних країнах, де висока ціна на нафту провокувала оптимістичні очікування і супроводжувалася збільшенням сукупного попиту. В Мексиці передбачалося, що ціна бареля нафти перевищить 50 дол., а насправді впала нижче 25 дол. Невідповідність експансійної політики новим реаліям призвела до значної “втечі” приватного капіталу. Хоча у другому півріччі 1981 р. вплив капіталу з країни становив 9 млрд дол., у спробах відвернути спад виробництва мексиканський уряд та приватні банки позичили понад 23 млрд дол. на світових фінансових ринках (більшість боргових зобов’язань мали короточасні трьох- і шестимісячні терміни погашення). З початку 1982 р. нереалізовані сподівання на сприятливе підвищення світової ціни на нафту зумовили девальвацію песо. Оскільки це не зупинило “втечу” капіталу, в серпні 1982 р. мексиканське песо девальвували вдруге, і знову — безуспішно. Після цього довелося перейти до плаваючого обмінного курсу песо і запровадити адміністративні обмеження валютних операцій.

З погляду ідентифікації макроекономічних шоків значні труднощі створює цінова нестабільність. По-перше, значні коливання цін, а відповідно — надходжень від експорту, мають дестабілізуючий вплив на динаміку доходу, рівня зайнятості та бюджетних надходжень. По-друге, нестабільність основних макроекономічних показників погіршує інвестиційний клімат через механізм очікувань і підвищення відсоткових ставок, спричиняючи зростання коштів формування капіталу.

Дискусія навколо пояснень української інфляції в 1993—1994 рр. чинниками попиту чи пропозиції теж пояснюється суперечливою оцінкою конкретного шоку — підвищення цін на енергоносії. Частина економістів вважає саме цей шок з боку пропозиції першопричиною інфляції (логіка школи платіжного балансу), нехтуючи монетарними чинниками. Інші економісти звертають увагу на невикордане зростання грошової маси під прикриттям розмов про необхідність відреагувати на зовнішній шок, що власне стало справжньою причиною інфляції (логіка монетарної школи). Також немає однастайності і щодо впливу російської кризи (серпень 1998 р.). З одного боку, це спричинило відплив капіталу (погіршення рахунку капіталу і фінансових операцій), а з іншого — збільшився попит на український експорт у Росії (поліпшення поточного рахунку). Зазначене збільшення експорту може пояснюватися конкурентним характером української і російської економік [110]. Спад виробництва у Росії створює можливості для заміщення українським експортом, тоді як поживавлення російської економіки обмежує потребу в українських товарах.

Чимало макроекономічних шоків створила азійська криза (1997—1998 рр.):

— *зниження світових цін на сировину*. Оскільки країни Південно-Східної Азії є великими імпортерами сировини, економічний спад у регіоні позначився стрімким падінням цін на нафту і метали (передусім мідь). Індекс цін на сировину журналу *The Economist* знизився на 30 % до найнижчої позначки з 1975 р.;

— *зниження цін на промислові товари*. У реальному вимірі вартість промислових товарів знизилася до найнижчого рівня з 1930-х років;

— *відплив капіталу з виникаючих ринків*. Інвестори позбувалися ризикованих інвестицій на користь таких безпечних активів як урядові облігації промислових країн. Дохідність цінних паперів “ненадійних” урядів істотно зросла за рахунок премії від ризику — з LIBOR + 3 % до LIBOR + 15 %. Це погіршило умови обслуговування державного боргу і отримання нових кредитів країнами, що розвиваються.

Окремі шоки виявилися тривалими (відплив капіталу з виникаючих ринків), а інші — короткочасними (незабаром нафта почала дорожчати). Стохастичні шоки не вимагають стабілізаційної політики (прикладом може бути контрастне підвищення ціни на нафту в 1991 р.), так що можна обмежитися короткочасним фінансуванням дефіциту платіжного балансу (політика акомодатії). У серйозніших випадках для нейтралізації очікувань цінової і грошової нестабільності використовуються зовнішні запозичення для поповнення валютних резервів (фіксований обмінний курс) або зміцнен-

ня грошової одиниці (плаваючий обмінний курс). Короткочасне погіршення умов торгівлі може сприйматися ознакою тривалих економічних проблем та позначитися “втечею” капіталу і поглибленням платіжного дисбалансу. В часи функціонування Бреттон-Вудської системи фіксованих обмінних курсів (1946—1973 рр.) саме для короткочасного фінансування платіжних дисбалансів було створено МВФ.

Помилкове сприйняття несприятливого стохастичного шоку як перманентної події може позначитися низкою заходів структурного характеру, які передбачають обмеження попиту та зниження життєвого рівня. Подібно короткочасне поліпшення платіжного балансу може сприйматися тривалою тенденцією. Відповідно уряд може форсувати підвищення заробітної плати або ініціювати амбіційні інвестиційні проекти. Згодом повернення до рівноважних умов може виявитися складним з політичних міркувань. Так само непродуктивним є тривале фінансування дефіциту платіжного балансу для перманентних макроекономічних шоків.

Перманентні макроекономічні шоки вимагають структурних перетворень та активного втручання засобами економічної політики (політика адаптації). Певну проблему створює вибір конкретних інструментів для такого втручання. Наприклад, у випадку погіршення умов торгівлі уряд може відповісти скороченням дефіциту бюджету, обмеженням пропозиції грошової маси, девальвацією грошової одиниці, посиленням торговельного протекціонізму або запровадженням валютного контролю. Оскільки політика адаптації вимагає часу, це може означати доцільність фінансування навіть перманентних шоків на початковій стадії погіршення сальдо платіжного балансу.

### **5.3. Класична і кейнсіанська традиції у вирівнюванні платіжного балансу**

Класична традиція визнає незалежність доходу від чинників сукупного попиту (припущення про “природний” рівень доходу) і домінування цінових механізмів (рис. 5.5). Навпаки, ефективність цінового чинника заперечується кейнсіанською традицією, де інструментальним чинником вирівнювання платіжного балансу стають зміни доходу.

#### **5.3.1. Класична традиція**

У дусі класичної теорії вирівнювання платіжного балансу пояснювалося рухом грошових активів (англ. *specie-flow mechanism*), який вперше у XIX ст. описав англійський економіст Д. Х'юм (David Hume). Вважалось,

що вільний рух золота і гнучкі ціни самостійно (і оперативно) відновлюють рівновагу доходу на “природному” рівні та вирівнюють платіжний баланс. Безперешкодна корекція рівнів цін і заробітної плати запобігала значним платіжним дисбалансам. Простір для державного втручання обмежувався чіткими правилами золотого стандарту: визначення золотого вмісту грошової одиниці, зобов’язання центрального банку або державної скарбниці купувати без обмежень золото згідно з визначеним паритетним курсом, скасування будь-яких обмежень на рух монетарного золота.

Досягнення рівноваги платіжного балансу передбачало узгоджене використання трьох засадничих припущень: 1) фінансування торговельних дисбалансів наявними грошовими активами, 2) щільний зв’язок між грошовою масою та рівнем цін, 3) залежність експорту-імпорту від умов торгівлі [327, р. 9]. Дефіцит платіжного балансу супроводжується втратою грошових активів і зменшенням грошової маси (рис. 5.5); протилежними є наслідки додатного сальдо платіжного балансу. Найповніше це виявлялося під час класичного золотого стандарту (1870—1914 рр.), коли пропозиція грошової маси повністю визначалася готівкою в обігу.

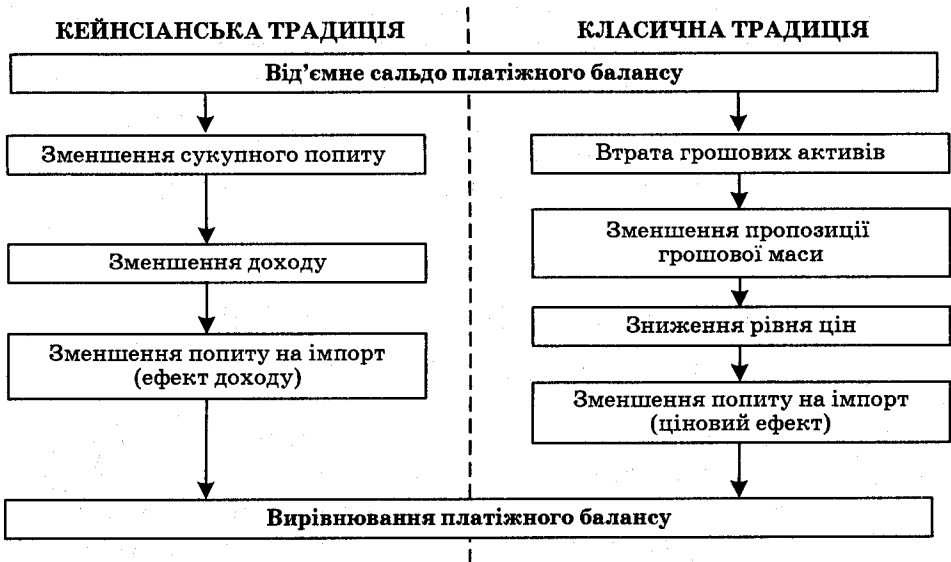


Рис. 5.5. Послідовність вирівнювання платіжного балансу

Подібно зміни грошової маси відбуваються за умов фіксованого обмінного курсу в економіках із сучасною банківською системою, хоча при цьому зв’язок між припливом-відпливом капіталу і грошовою масою стає складнішим [231, р. 106—109]. Зменшення грошової маси обумовлює знижен-

ня рівня цін (дефляцію), що поліпшує умови торгівлі, а відтак зменшує імпорт і збільшує експорт. Номінальний обмінний курс залишається незмінним. Поєднання руху грошових активів та зміни внутрішніх цін створює підстави для визначення цього механізму вирівнювання платіжного балансу як грошово-цінового (англ. *price-specie-flow mechanism*).

Необхідною передумовою функціонування такого механізму вирівнювання платіжного балансу є абсолютна впевненість економічних агентів у дотриманні визначених “правил гри”. Вартує уваги, що у 1870-х роках золотий стандарт виник цілком неформально, коли більшість країн самостійно визначили золотий вміст власних грошових одиниць і почали дотримуватися низки згаданих вище правил<sup>1</sup>. Золотий стандарт не передбачав міжнародних зобов’язань і не запроваджувався офіційними письмовими угодами [231, р. 125—170]. Незалежно від валютних резервів, будь-яке збільшення грошової маси нейтралізувалося втратою золотого запасу, що з необхідністю передбачало дефляцію для поліпшення платіжного балансу. У світовому масштабі пропозиція грошової маси визначалася видобутком золота. Ця риса найчастіше критикувалася опонентами золотого стандарту з позицій недостатньої пропозиції золота для забезпечення потреб динамічно зростаючої світової економіки.

Теоретичні аргументи класичної теорії заперечували логіку меркантилізму, який теж наголошував важливість монетарних ефектів платіжного балансу<sup>2</sup>. Меркантилісти вважали, що економічне зростання вирішальною мірою залежить від додатного торговельного балансу. Приплив грошових активів та супутнє підвищення рівня цін мали стимулювати виробництво. Збільшення імпорту було небажаним, адже зменшувало валютні резерви. Інтенсивне державне втручання мало на меті підтримання додатного сальдо торговельного балансу. Не враховувалося, що підвищення рівня цін внаслідок тривалої монетизації валютних резервів замість стимулювання виробництва може істотно погіршити цінову конкурентоспроможність

<sup>1</sup> Велика Британія підтримувала золотий стандарт з початку XVIII ст. і до 1914 р., за винятком 1787—1821 рр. У середині 1920-х років золотий стандарт було поновлено, але ненадовго — до 1931 р. США підтримували золотий стандарт упродовж 1879—1933 рр. Гарантії золотого стандарту було поновлено у квітні 1934 р., але після девальвації золотого вмісту долара майже вдвічі — з 20,67 до 35 дол. за унцію.

<sup>2</sup> Теоретичні праці А. Сміта і Д. Рікардо обґрунтовували доцільність ліберальних економічних ідей (оптимальність поведінки економічних агентів, переваги вільної торгівлі, неефективність державного втручання в економіку) на підставі заперечення вихідних постулатів меркантилізму: недоцільність експорту сировини (це не створює належної доданої вартості), максимальне обмеження імпорту товарами виробничого призначення (сировина, напівфабрикати, обладнання), заборона експорту золота і срібла, державне стимулювання експорту промислових товарів, заборона імпорту товарів-аналогів (тобто таких товарів, що виробляються в економіці певної країни).



і мати протилежні до очікуваних наслідки — погіршення торговельного балансу і спад виробництва.

З початку ХХ ст. модернізований варіант пояснення платіжних дисбалансів та механізмів їх подолання враховував декілька нових рис:

— *вплив відсоткової ставки на рух капіталу*. Це послаблює значення цінового ефекту як одноосібного чинника рівноваги платіжного балансу;

— *функціонування банківської системи з неповним резервуванням*. Це може модифікувати зв'язок між монетарними ефектами платіжного балансу і грошовою масою та послабити довіру до монетарної системи. Так, у 1920-х роках Франція не бажала тримати власні валютні резерви у фунтах — вимога їх конвертації у золото створила проблеми для Банку Англії;

— *подібність між рухом монетарного золота і змінами валютних резервів*. Це важливо для актуалізації монетарного механізму вирівнювання платіжного балансу, який може зазнавати змін внаслідок стабілізаційної монетарної політики. Зазначимо, що під час відпливу капіталу центральний банк може збільшити внутрішній кредит з метою підтримання сталої пропозиції грошової маси; навпаки, приплив капіталу може супроводжуватися заходами щодо обмеження пропозиції грошової маси (політика стерилізації монетарних ефектів платіжного балансу). Упродовж 1920-х років США і Франція заохочували приплив золота, однак стерилізували його, щоб попередити збільшення грошової маси і підвищення цін.

Попри модифікацію вихідних припущень класичної теорії, залишався незмінним принциповий характер вирівнювання платіжного балансу — через корекцію пропозиції грошової маси та рівня цін. Абсолютна довіра до “правил гри”, в тому числі з визначеним золотим вмістом грошової одиниці, розглядалася необхідним чинником оперативного вирівнювання платіжного балансу<sup>1</sup>. Недоліки такого підходу стали зрозумілими під час “великої депресії” (1929—1933 рр.), коли виявився брак належної гнучкості цін. Стрімке зменшення пропозиції грошової маси не створювало належного зниження цін, адже у 1920—1930-х роках цьому перешкождали по-

<sup>1</sup> Підтримання стабільного золотого вмісту грошової одиниці було найважливішою фундаментальною характеристикою золотого стандарту [273, р. 33]. У такому контексті відновлення довоєнного золотого вмісту англійського фунта було цілком обґрунтованим; довгострокові переваги такого кроку мали переважити ймовірні короточасні недоліки. Цього не враховували критики поновлення золотого вмісту фунта на довоєнному рівні, як Д. Кейнс чи тодішній міністр фінансів У. Черчіль (Winston Churchill). Їхні вислови підірвали довіру до грошової одиниці і порушували неписану етику золотого стандарту. Деструктивний потенціал невиважених заяв обох політичних “важковаговиків” вважається настільки серйозним, що міг прискорити передчасну відмову від золотого стандарту на початку 1930-х років [273, р. 80].

силення профспілкового руху, практика довгострокових контрактів, запровадження схем соціального страхування тощо. В економіках з грошовою стабільністю (чимало країн не поспішали з відмовою від золотого стандарту<sup>1</sup>) та недостатньо гнучким ціноутворенням відсутність цінових чинників вирівнювання платіжного балансу поглиблювало спад виробництва.

### 5.3.2. Кейнсіанська традиція

Під час “великої депресії” (1929—1933 рр.) тривалий спад виробництва та брак очікуваної гнучкості цін створював аргументи на користь кейнсіанського пояснення причин порушення зовнішньої і внутрішньої рівноваги, яке передбачало корекцію доходу (див. рис. 5.1). Погіршення сальдо платіжного балансу обмежує сукупний попит, що зменшує дохід і попит на імпорт, самостійно вирівнюючи платіжний баланс. Ціновий чинник не відіграє помітного значення у кейнсіанській традиції, оскільки заперечується можливість гнучкого ціноутворення. Також у перших кейнсіанських моделях не враховувалася грошова маса, а підвищену увагу отримали: а) вплив зовнішньої торгівлі на мультиплікатор доходу, б) умови реалізації плаваючого обмінного курсу, в) вплив умов торгівлі на приватне споживання [284, р. 4]. Акцентування ролі доходу краще пояснювало перебіг “великої депресії” (1929—1933 рр.), коли бракувало гнучкості цін. Іншими характеристиками міжвоєнного періоду були: запровадження грошових одиниць без золотого забезпечення (англ. *fiat money*), торговельний протекціонізм, валютний контроль, непоодинокі кризи платіжного балансу, які досить часто супроводжувалися відмовою від обслуговування зовнішніх зобов'язань — дефолтом. У пізніших кейнсіанських моделях механізм вирівнювання платіжного балансу визначався змінами доходу і грошової маси (англ. *income-specie-flow mechanism*). Кейнсіанська теорія передбачала активне державне втручання в економіку для досягнення рівноваги доходу і платіжного балансу, але пріоритетним вважалося забезпечення повної зайнятості. Обмеження платіжного балансу розглядалися щонайбільше перешкодою для збільшення доходу.

<sup>1</sup> Упродовж 1929—1930 рр. від золотого стандарту відмовилися лише Австралія, Аргентина, Бразилія, Венесуела, Парагвай, Уругвай. У вересні 1931 р. про це оголосив Банк Англії. До кінця 1931 р. ще 22 країни відмовилися від золотого стандарту (Австрія, Німеччина, Угорщина, Швеція, Японія тощо), проте Франція зробила це лише у червні 1937 р. (цьому передувала девальвація золотого вмісту франка у серпні 1936 р.).

## 5.4. Автоматична адаптація

Автоматична адаптація — це саморегуляційний процес вирівнювання платіжного балансу і стабілізації доходу на деякому рівноважному (або “природному”) рівні  $Y^N$ , що здійснюється через зміни у рівнях цін, заробітної плати, відсоткової ставки, а також грошової маси (фіксований обмінний курс) або номінального обмінного курсу (плаваючий обмінний курс). Автоматична адаптація поєднує елементи кейнсіанської і класичної традицій. Приклади автоматичної адаптації у “чистому” вигляді знайти досить важко. Навіть в Аргентині, де до 2002 р. практикувався радикальний варіант фіксованого обмінного курсу — грошова рада, вирівнювання платіжного балансу відбувалося не без цілеспрямованої економічної політики. Зокрема, під час фінансової кризи 1995—1996 рр. уряд посилив фіскальну дисципліну і вдався до зовнішніх запозичень для поповнення валютних резервів. Подібно в економіках з вільноплаваючим обмінним курсом використовуються валютні інтервенції задля попередження надмірного знецінення (переважно з антиінфляційних міркувань) або зміцнення грошової одиниці (з метою підтримання цінової конкурентоспроможності).

### 5.4.1. Фіксований обмінний курс

Найкращим ілюстративним прикладом може розглядатися золотий стандарт, коли рух золота або грошових активів самостійно вирівнював короточасні дисбаланси. Для подолання тривалих платіжних дисбалансів вимагалися зміни рівнів цін, заробітної плати і доходу. Пояснення економістів класичної школи передбачали, що згодом дохід повертається до “природного” рівня. Послідовність вирівнювання платіжного балансу для фіксованого обмінного курсу показано на рис. 5.6. Безпосереднім наслідком перевищення обсягів імпорту над експортом (поточний рахунок) або впливу капіталу (рахунок капіталу і фінансових операцій) стає збільшення попиту на іноземну валюту. Для підтримання фіксованого обмінного курсу центральний банк продає валютні резерви. Наступне стиснення грошової маси підвищує відсоткові ставки. Це стимулює залучення іноземного капіталу (ефект відсоткової ставки) і зменшує сукупний попит, що обмежує обсяги імпорту (ефект доходу). Водночас зниження цін і заробітної плати поліпшує цінові співвідношення у зовнішній торгівлі (ціновий ефект). Амплітуда зазначених змін залежить від структурних характеристик національної економіки та способу прикріплення грошової одиниці.

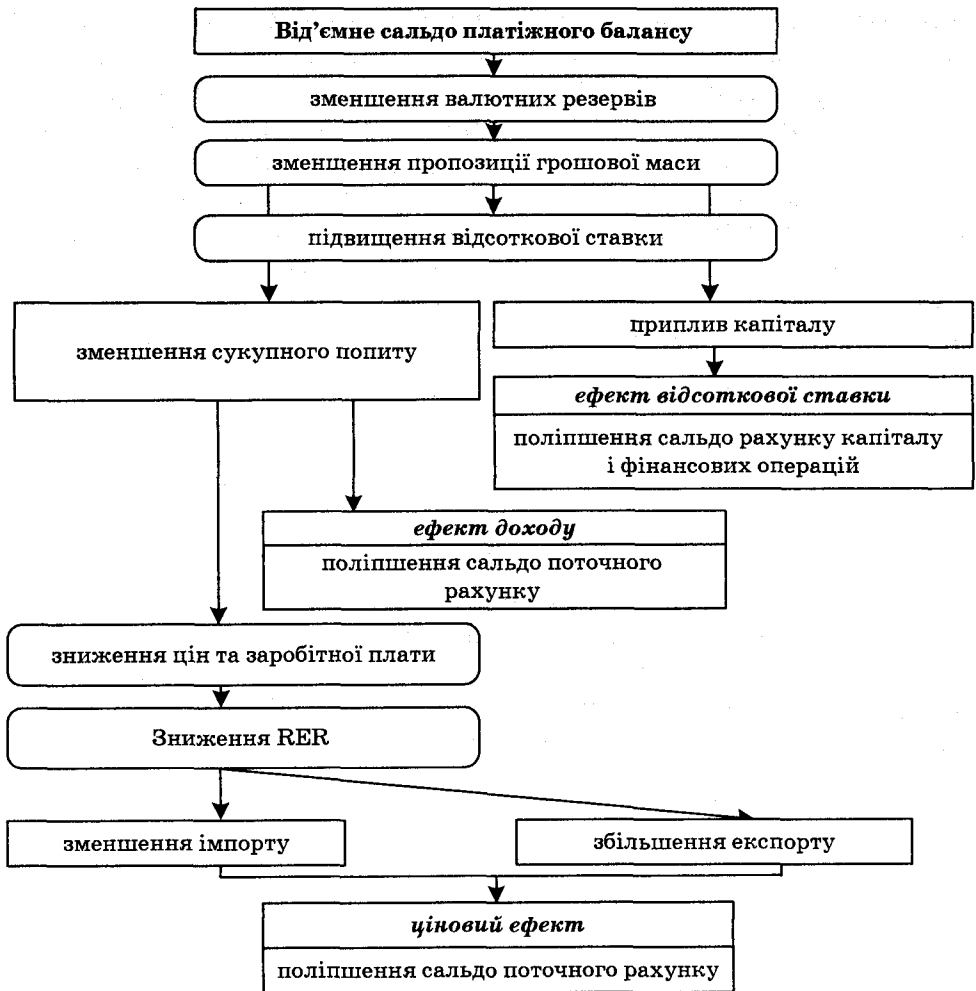


Рис. 5.6. Послідовність вирівнювання платіжного балансу для фіксованого обмінного курсу

Наведену схему легко поширити на випадок використання відсоткової ставки для підтримання фіксованого обмінного курсу та оптимальної пропозиції грошової маси, як це вперше помітили наприкінці XIX ст. у Великій Британії [232, р. 74—75]. Тенденція до знецінення грошової одиниці вимагала підвищення відсоткової ставки, тоді як її надмірне зміцнення — зниження відсоткової ставки. Зв'язок між обмінним курсом та ставкою посилювали механізми форвардного хеджування (англ. *hedging*) у банківській сфері. Різниця між поточним і форвардним обмінними курсами пояснювалася відмінностями у рівнях відсоткової ставки у певній країні

та за кордоном. Проте практичне використання цієї залежності набуло поширення лише після Першої світової війни, коли практично всі країни намагалися відновити золотий стандарт на довоєнному рівні золотого вмісту грошової одиниці. Прикладом використання відсоткової ставки для підтримання рівноваги платіжного балансу є Велика Британія. У жовтні 1924 р. розпочалося підвищення обмінного курсу фунта стерлінгів до золотого вмісту станом на 1914 р., що відразу підвищило RER на 10 %<sup>1</sup>. З метою обмеження сукупного попиту і створення стимулів для припливу іноземного золота Банк Англії підвищив відсоткову ставку і обмежив надання кредитів зарубіжним країнам.

Потенційні переваги автоматичної адаптації є такими:

1. *Підтримання грошової стабільності.* Це поліпшує інвестиційний клімат, краще забезпечує потреби експорту в економіці з високою залежністю від критичного імпорту мінеральної сировини, обладнання і напівфабрикатів, знижує кошти обслуговування зовнішнього боргу.

2. *Антиінфляційне спрямування.* Оскільки зазвичай дефіцит платіжного балансу пов'язується із знеціненням грошової одиниці та інфляцією, грошова стабільність і помірковане зниження цін попереджують “втечу” капіталу. В доларизованій економіці девальвація практично завжди “прискорює” інфляцію через зменшення попиту на гроші і погіршує цінову конкурентоспроможність товарів експорту.

3. *Нейтральність.* Зменшується загроза політично “коректних” експансійних рішень (встановлення “реалістичного” обмінного курсу, емісійне фінансування дефіциту бюджету), які вирівнюють платіжний баланс з точністю до навпаки.

Успіх автоматичної адаптації вирішальною мірою залежить від гнучкості цін. Приміром, під час Першої світової війни монетизація надходжень золота у США практично подвоїла рівень цін, але впродовж 1920—1921 рр. рівень цін знизився на 60 % і на цій позначці залишався до 1929 р. [280, р. 328].

Водночас автоматична адаптація має декілька обмежень:

1. *Недвозначність зменшення пропозиції грошової маси.* Це може поглибити короткочасний спад виробництва<sup>2</sup>, створити небезпечне напружен-

<sup>1</sup> Shatz M., Tarr D. Exchange Rate Overvaluation and Trade Protection: Lessons from Experience. Working Paper No. 1041. — Washington: The world Bank, 2000. — P. 7.

<sup>2</sup> У більшості країн Європи до 1870 р. (у США — до 1890-х років) поряд із золотом використовувалося срібло. Це мало збільшити пропозицію грошової маси і послабити деструктивний вплив дефляції для випадку погіршення сальдо платіжного балансу.

ня у банківській системі та спровокувати політичний тиск з боку опонентів рестрикційної політики.

2. *Невисока мобільність капіталу.* Єдиним наслідком підвищення відсоткової ставки може бути “витіснення” приватних інвестицій та збільшення тривалості вирівнювання платіжного балансу.

3. *Залежність від гнучкості цін.* Відсутність гнучкості у бік зниження, що притаманно країнам з інфляційною передісторією і протекціоністською торговельною політикою, значно знижує ефективність рестрикційної монетарної політики, так що сприятливий ціновий ефект не може реалізуватися.

4. *Очікування економічних агентів.* Якщо споживачі очікують ще нижчих цін, споживання товарів і послуг буде відкладено у часі, так що не відбуватиметься збільшення сукупного попиту. Вперше негативний вплив дефляції було помічено наприкінці 1920-х років. Надалі “велика депресія” (1929—1933 рр.) лише переконала у небезпеці дефляції<sup>1</sup>. У 1986—1994 рр. країни СФА потерпіли від спаду виробництва, який можна порівняти з “великою депресією”<sup>2</sup>. Спад виробництва у Камеруні становив 31,4 %, а у Кот-д’Івуарі — 29,1 %. Очікування дефляції стало важливим чинником недостатнього попиту в сучасній Японії [235, р. 104]. Так само зниження цін зумовлює відкладення у часі попиту на інвестиції.

5. *Невисока цінова еластичність зовнішньої торгівлі.* Це обмежує дію цінового ефекту для технологічно відсталих країн. Фактично потенційні інвестори не можуть скористатися зі зниження цін, оскільки немає можливостей оперативної цінової переорієнтації з внутрішнього на зовнішні ринки.

Ситуація ускладнюється поєднанням відразу декількох негативних чинників. У США зниження цін на 35 % в 1929—1933 рр. не збільшувало сукупний попит, оскільки ФРС намагалася захистити золотий стандарт обмеженням пропозиції грошової маси. Протекціоністський закон Смута — Холі спровокував дії у відповідь за кордоном, що зменшило американський експорт на 40 % (імпорт зменшився на 30 %). Підвищення ставок оподаткування мало збалансувати бюджет, проте лише погіршило ситуацію. Безробіття досягло 24,9 % в 1933 р., спад ВВП становив 57 % у номінальному і 22 % — у реальному вимірі. Банківська криза стала кульмінацією

<sup>1</sup> Упродовж жовтня 1929 р. — вересня 1931 р. оптові ціни в Японії знизилися на 40 %, Нідерландах — 38, Бельгії — 31, Італії — 38, Великій Британії і Канаді — 29, Франції — 28, Німеччині — 22 % [280, р. 329].

<sup>2</sup> *Schatz M., Tarr D. Exchange Rate Overvaluation and Trade Protection. — P.8.*

## СПРОБА АВТОМАТИЧНОЇ АДАПТАЦІЇ У ЧИЛІ (1973—1982 рр.)

Попри поживавлення виробництва, в 1978 р. інфляція залишалася високою (табл. 5.1). З антиінфляційних міркувань із січня 1979 р. використовувалося невисоке уніфіковане імпортне мито зі ставкою 10 %, а пізніше у червні обмінний курс було зафіксовано на рівні 39 песо/1 дол. Лібералізація потоків капіталу мала збільшити інвестиції. У 1979—1981 рр. ці сподівання загалом справджувалися (табл. 5.1).

Таблиця 5.1. Чилі: вибрані економічні показники, 1978—1982 рр.

Показники	Роки				
	1978	1979	1980	1981	1982
Сальдо бюджету (% від ВВП)	-0,8	1,7	3,1	1,6	2,4
Інфляція (%)	40,1	33,4	35,1	19,7	9,9
ВВП (%)	8,2	8,3	7,8	5,5	-14,1
Інвестиції (% від ВВП)	16,5	19,6	23,9	23,9	9,6
Споживання (% від ВВП)	72,4	71,1	70,5	76,2	76,1
Поточний рахунок (% від ВВП)	-7,7	-5,0	-7,2	-14,6	-9,4
RER (індекс, 1978 = 100)	100,0	100,6	90,7	76,9	76,1

У 1982 р. інфляція вперше знизилася нижче 10 %, проте всупереч логіці “подвійного” дефіциту — бюджету і поточного рахунку — стрімко збільшився імпорт, що можна пояснити підвищенням RER та очікуваннями майбутньої девальвації або посиленням торговельного протекціонізму. Жодна з двох можливостей не віталася з погляду можливої втрати довіри до економічної політики. Аргументів на користь автоматичної адаптації було декілька: 1) економіка Чилі виглядала “перегрітою” (чотири роки поспіль зростання ВВП перевищувало 5 % на рік), 2) зв’язок між доходом та імпортом вважався істотним, 3) переконливі показники економічного зростання і приплив капіталу переконали у високій залежності потоків капіталу від відсоткової ставки. Початково підвищення відсоткових ставок свідчило на користь автоматичної адаптації, але у 1983 р. очікуваної дефляції не відбулося; навпаки, інфляція підвищилася до 20 %. Приплив капіталу теж не виправдав очікувань. Дефіцит поточного рахунку в 1982 р. зменшився, але незначно; падіння ВВП становило 14,1 %. Підвищення світової відсоткової ставки та погіршення умов торгівлі після чергового зниження цін на мідь прискорили повноцінну кризу платіжного балансу. В серпні 1982 р. довелося перейти до плаваючого обмінного курсу песо та підвищити уніфіковану ставку імпортного мита з 10 до 20 %.

*Джерело: Шевчук В.* Економічні реформи у Латинській Америці: від фінансової стабілізації до стійкого економічного зростання. — Л.: Каменяр, 1999. — С. 64—66

## АРГЕНТИНА: ДОСВІД АВТОМАТИЧНОЇ АДАПТАЦІЇ 1995—1997 І 2001—2002 рр.

Після початку мексиканської кризи валютні резерви зменшилися майже на третину; відповідно скоротилась пропозиція грошової маси (рис. 5.7). У I кварталі 1995 р. відсоткові ставки зросли понад вдвічі (табл. 5.2), що відразу ж зменшило сукупний попит. За інерцією ВВП зростав у I кварталі 1995 р., однак наступного кварталу розпочався спад виробництва. Інфляція підвищилася до 1,2 % у січні 1995 р., проте вже у лютому ціни не зростали, а у березні — знизилися на 0,4 %. Спад виробництва у поєднанні зі зниженням RER істотно зменшили імпорт та збільшили експорт у I—II кварталах 1995 р. (рис. 5.8). Поліпшення торговельного балансу і високі відсоткові ставки поліпшили монетарну ситуацію з квітня 1995 р. (рис. 5.7). Вже влітку 1995 р. ставки знизилися майже вдвічі (табл. 5.2), але спад виробництва продовжився у III і IV кварталах 1995 р., що мало антиінфляційний вплив. У другому півріччі 1995 р. ціни зросли заледве на 0,2 %, а у II кварталі 1996 р. — знизилися на 0,5 %. Це підвищило цінову конкурентоспроможність експорту і зменшило імпорт. У II і III кварталах 1996 р. експорт перевищив 12,5 млрд дол. (стільки Аргентина експортувала продовж усього 1993 р.). У 1996 р. експорт став головним чинником поновлення економічного зростання.



Рис. 5.7. Аргентина: валютні резерви і грошова база (млрд дол.), 1993—2006 рр.

Джерело: IMF *International Financial Statistics*

Поза тим у 2000—2001 рр. інша спроба автоматичної адаптації завершилася девальвацією песо у січні 2002 р. Оскільки це трапилося всупереч значному поліпшенню торговельного балансу (рис. 5.8), першопричиною труднощів платіжного балансу не виглядає завищення обмінного курсу песо.



Таблиця 5.2. Аргентина: вибрані макроекономічні показники, 1994—1996 рр.

Показники	Роки											
	1994				1995				1996			
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV
Інфляція (%)	0,3	0,5	1,8	1,0	1,3	0,2	0,0	0,2	-0,5	0,0	0,4	-0,3
ВВП (%)	—	—	—	—	3,1	-4,6	-8,1	-7,7	-3,2	2,6	6,6	9,3
Відсоткові ставки* (%)	9,0	10,0	10,0	9,0	23,0	21,0	13,0	12,0	11,0	10,0	11,0	10,0

Примітка: \* за кредитами

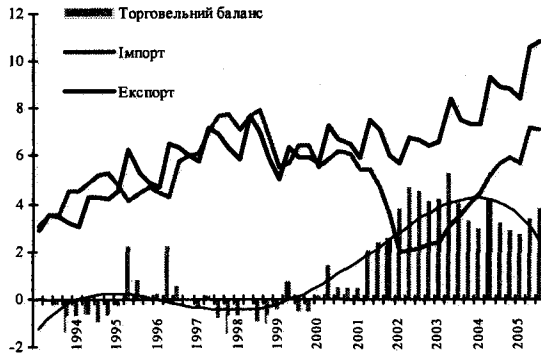


Рис. 5.8. Аргентина: торговельний баланс (млрд дол.), 1993—2005 рр.

Джерело: IMF *International Financial Statistics*

Обсяги експорту справді зменшувалися з початку 1998 р., однак це супроводжувалося пропорційним зменшенням імпорту. Девальвація бразильського реала (січень 1999 р.) теж не мала очікуваних катастрофічних наслідків. Набагато вагомішою причиною кризи платіжного балансу стало надмірне збільшення державного боргу (розділ 8).

Джерело: Шевчук В. Економічні реформи у Латинській Америці: від фінансової стабілізації до стійкого економічного зростання. — Л.: Каменяр, 1999. — С. 64—66

подій. Оскільки рівні цін 1914 і 1933 р. не відрізнялися, можна припустити, що “велика депресія” була дзеркальним відображенням інфляції часів Першої світової війни [280, р. 331].

## 5.4.2. Плаваючий обмінний курс

Безпосереднім наслідком від’ємного сальдо платіжного балансу є зниження обмінного курсу внаслідок перевищення попиту над пропозицією іноземної валюти (рис. 5.9). Зміни RER зменшують імпорт і збільшують

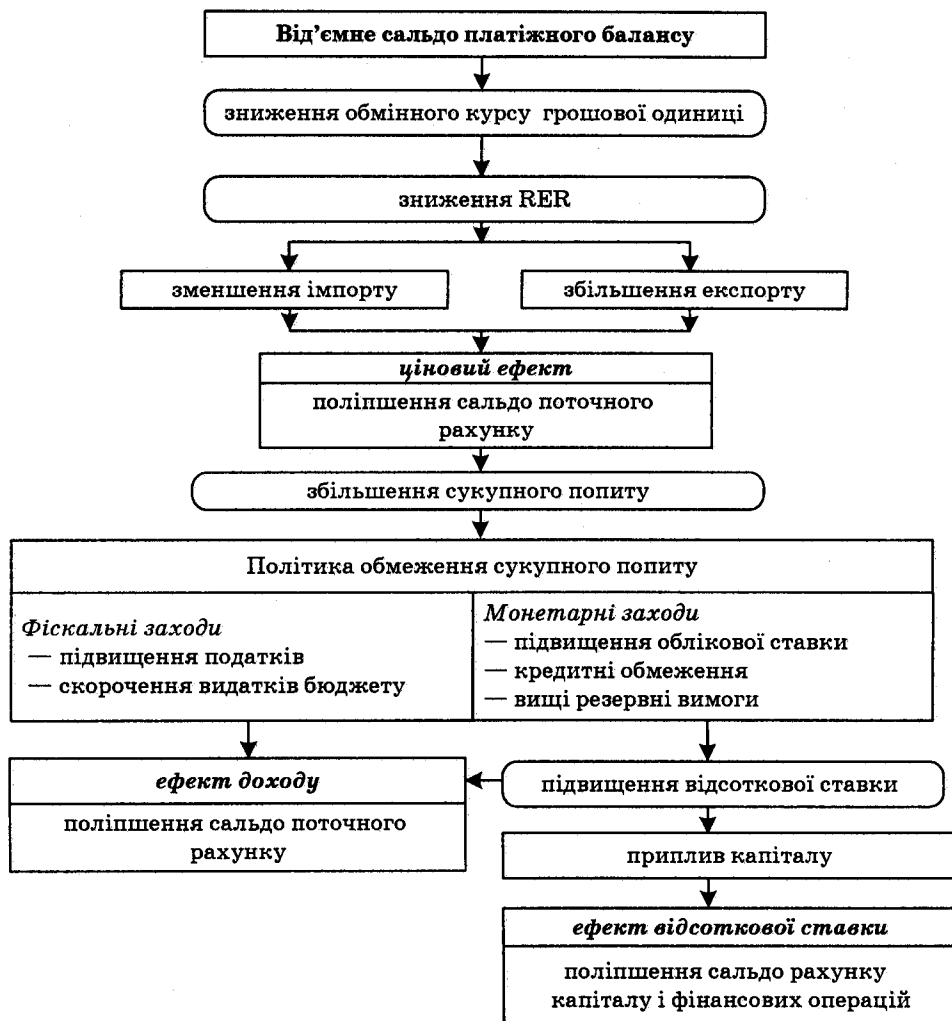


Рис. 5.9. Послідовність вирівнювання від'ємного сальдо платіжного балансу для плаваючого обмінного курсу

експорт (ціновий ефект). Оскільки знецінення грошової одиниці збільшує сукупний попит, задля попередження “перегріву” економіки використовуються рестрикційні заходи. У кейнсіанському дусі фіскальна політика — підвищення податків або скорочення видатків бюджету — є найбільш ефективною для підтримання рівноважного рівня доходу. Рестрикційний ефект доходу обмежує попит на імпорт, що поліпшує поточний рахунок. Обмеження пропозиції грошової маси зменшує дохід як безпосередньо, так

і через підвищення відсоткової ставки. З іншого боку, підвищення відсоткової ставки поліпшує рахунок капіталу і фінансових операцій (ефект ставки). Вартує уваги, що фіскальні заходи щодо обмеження сукупного попиту ймовірно знизять відсоткову ставку. Поєднання трьох ефектів — цінового, доходу і ставки — для плаваючого обмінного курсу не відрізняється від фіксованого обмінного курсу (рис. 5.6), проте відмінною є їх послідовність під час вирівнювання платіжного балансу. Якщо для плаваючого обмінного курсу автоматична адаптація розпочинається ціновим ефектом, то фіксованого обмінного курсу — ним завершується.

Потенційних переваг вирівнювання платіжного балансу за допомогою плаваючого обмінного курсу декілька:

— *оперативність*. Порівнюючи з іншим варіантом зниження RER — через рівень цін, немає часового лагу, який відкладає у часі вирівнювання платіжного балансу (навіть в економіці з гнучкими цінами коригування рівня цін відбувається повільніше, ніж зміна RER за допомогою номінального обмінного курсу);

— *незалежність від валютних резервів*. За умов фіксованого обмінного курсу валютні резерви можуть вичерпатися задовго до вирівнювання платіжного балансу. З іншого боку, тривале збільшення валютних резервів може супроводжуватися підтриманням високої відсоткової ставки і втратами центрального банку від стерилізації монетарних ефектів платіжного балансу (розділ 8);

— *мінімізація втрат доходу*. В ідеальному випадку немає підстав для зниження доходу нижче “природного” значення  $Y^N$ , адже погіршення платіжного балансу коригується зниженням обмінного курсу.

Проте для автоматичного вирівнювання платіжного балансу за допомогою плаваючого обмінного курсу не бракує вагомих недоліків:

— *J-ефект*. Відразу ж після знецінення грошової одиниці сальдо поточного рахунку (торговельного балансу) може не поліпшитися (т. В на рис. 5.10) внаслідок невисокої короткочасної цінової еластичності попиту на імпорт і експорт. Очікуване вирівнювання торговельного балансу відбувається лише з часом (т. С). Емпіричні дослідження засвідчують, що довгострокові коефіцієнти майже вдвічі перевищують короткочасні значення цінової еластичності; приблизно 50 % адаптації до зміни цінових співвідношень відбувається упродовж одного року [147, р. 344—345]. Докладніше J-ефект пояснюють декілька причин: а) часовий лаг у виконанні раніше підписаних контрактів (зазвичай використовується валюта експортера), б) інерція споживачів, що неохоче змінюють власні смаки, в) запізнення із

зміною постачальників, аж доки не виявиться тривалий характер зміни цінових співвідношень;

— *інфляційна “віддача” знецінення грошової одиниці.* Поширено вважати, що обмінний курс є одним із самостійних джерел інфляційної інерції

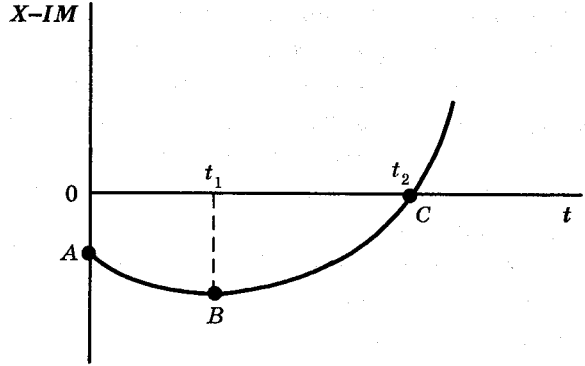


Рис. 5.10. J-ефект

$$\dot{\pi} = (1 - \alpha)(w - \pi) + \alpha(e - \pi), \quad (5.1)$$

де  $\pi$  — інфляція,  $w$  і  $e$  — темпи підвищення заробітної плати і знецінення грошової одиниці. Якщо ваговий коефіцієнт  $\alpha$  є достатньо високим, від знецінення грошової одиниці варто очікувати прискорення інфляції. У такому випадку початкове зниження RER буде нівелюватися наступним підвищенням цін, передусім у доларизованій економіці (цьому сприяє практика встановлення цін у доларовому еквіваленті та можливості для легкої “втечі” від долара або іншої твердої валюти);

— *фактор ризику.* Це може перешкодити очікуваному припливу капіталу, попри значне підвищення відсоткової ставки. Джерелом ризику можуть стати J-ефект, прискорення інфляції, нестабільність RER тощо;

— *залежність сукупної пропозиції від критичного імпорту.* Якщо виробництво залежить від імпортних компонентів (обладнання, сировина, матеріали і комплектуючі) і немає можливостей заміщення імпорту власним виробництвом, знецінення грошової одиниці позначиться глибоким спадом у реальному секторі.

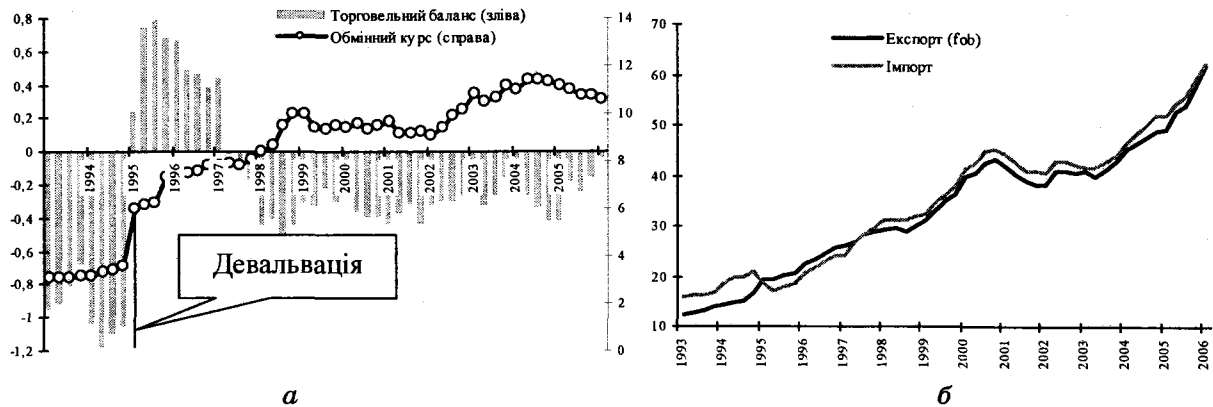
Одним з перших успішних прикладів використання девальвації грошової одиниці є відмова від золотого стандарту в 1930-х роках. Певними особливостями характеризувалася девальвація золотого вмісту американського долара [280, р. 331]. У квітні 1933 р. США перейшли до плаваючого обмінного курсу, але через рік поновили золотий стандарт на нижчому рівні. Передбачалося, що зниження золотого вмісту долара підвищить рівень цін і таким чином стимулюватиме виробництво (кореляція між вартістю золота і рівнем цін вважалася високою). Вища ціна золота дозволяла збільшити пропозицію грошової маси через реалізацію частини золотого запасу. Також зміна обмінного курсу мала на меті цінове стимулювання експорту. Від початку недоліком девальвації золотого вмісту долара

розглядалося зменшення вартості американських позик, що надавалися європейським країнам. На поверхні девальвація була проявом політики дискримінації країн-торговельних партнерів (англ. *a beggar thy-neighbor policy*), проте це можна розглядати засобом конкурентного стимулювання виробництва. В історичному контексті “великої депресії” (1929—1933 рр.) підвищення цін не лякало, оскільки це допомагало подоланню дефляції.

Попри певні застереження щодо графічного аналізу<sup>1</sup>, декілька ситуацій увиразнюють відмінності використання обмінного курсу для вирівнювання платіжного балансу. В Мексиці девальвація песо (грудень 1994 р.) практично відразу позначилася відчутним зменшенням імпорту та поступовим збільшенням експорту (рис. 5.11). Надалі збільшення імпорту поновилося, але до середини 1997 р. торговельний баланс залишався додатним. Знецінення песо впродовж 1998 р. виглядає невдалою спробою поліпшити торговельний баланс, що заперечує (принаймні візуально) попередню сприятливу залежність обсягів експорту-імпорту від знецінення грошової одиниці. З початку 1999 р. песо зміцніло, але це не перешкодило подальшому збільшенню експорту. Водночас збереглася тенденція до прискореного збільшення імпорту, що віддалено нагадує ситуацію з 1993—1994 рр. Знову виникло старе запитання: наскільки доцільно девальвувати мексиканське песо? У 2002—2004 рр. песо знецінювалося, що супроводжувалося незначним поліпшенням торговельного балансу, однак у 2005 р. зміцнення грошової одиниці так само не перешкодило поліпшенню цього показника.

Девальвація бразильського реала на 58 % у січні 1999 р. теж виглядає вдалою (рис. 5.12), створюючи вирівнювання сальдо зовнішньої торгівлі за рахунок одночасного збільшення обсягів експорту й імпорту. Оскільки напередодні девальвації реала однаково зменшувалися як експорт, так й імпорт, це відрізняло від мексиканської ситуації (1993—1994 рр.), коли зростали обидва показники. Проте з початку 2001 р. бразильський реал знову знецінився на 32 %, що засвідчило недостатність обмінного курсу для стійкого поліпшення торговельного балансу. Водночас обсяги зовнішньої торгівлі так і не перевищили рівня 1997 р. Упродовж 2003—2005 рр. контрастне поліпшення торговельного балансу спостерігається на тлі зміцнення грошової одиниці до значень на кінець 2001 р.

<sup>1</sup> Візуальна чи навіть статистична кореляція не обов’язково означає відповідну причинність [53, с. 132]. Якщо з графіка випливає, що обмінний курс поліпшує торговельний баланс, то це не виключає інших пояснень. Кореляція двох змінних може бути випадковою (англ. *spurious correlation*) і не передбачати жодних причинно-наслідкових зв’язків.



**Рис. 5.11. Мексика: вибрані економічні показники, 1993—2006 рр.: а — обмінний курс (песо/дол.) і торговельний баланс (% від ВВП); б — обсяги експорту-імпорту (млрд дол.)**

**Примітка:** тут і далі дані експорту-імпорту очищено від сезонності

**Джерело:** IMF International Financial Statistics

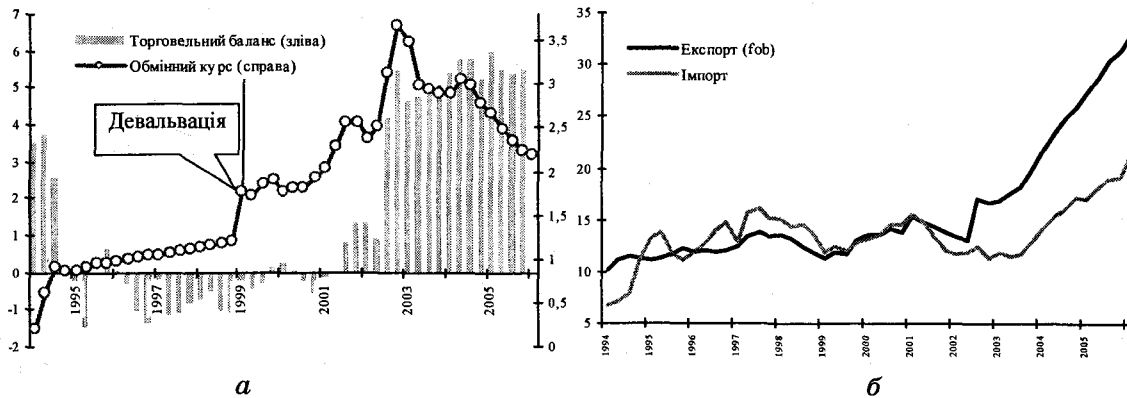


Рис. 5.12. Бразилія: вибрані економічні показники, 1994—2006 рр.: а — обмінний курс (реал/дол.) і торговельний баланс (% від ВВП); б — обсяги експорту-імпорту (млрд дол.)

Джерело: IMF International Financial Statistics

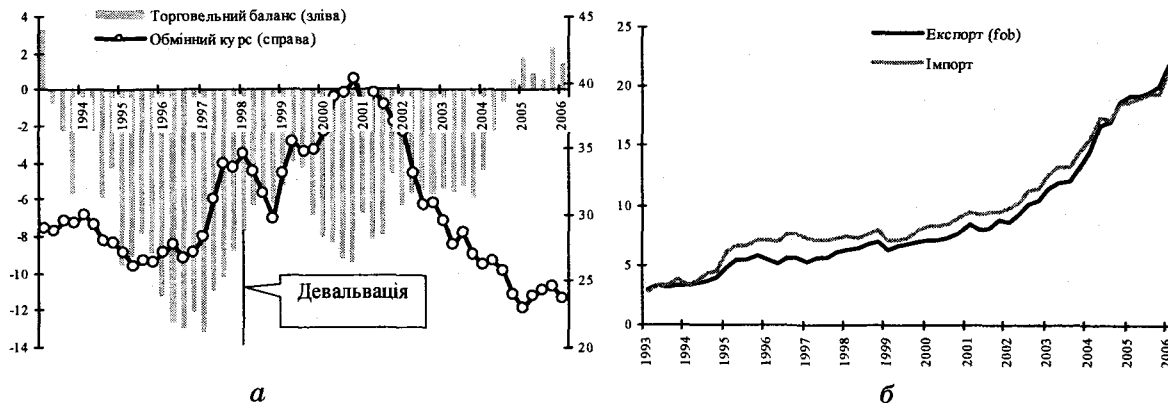


Рис. 5.13. Чехія: вибрані економічні показники, 1993—2006 рр.: а — обмінний курс (крона/дол.) і торговельний баланс (% від ВВП); б — обсяги експорту-імпорту (млрд дол.)

Джерело: IMF International Financial Statistics

Девальвація чеської крони у травні 1997 р. відбулася в результаті прогресуючого погіршення торговельного балансу (рис. 5.13). Відразу ж після переходу до плаваючого обмінного курсу крони обсяги експорту збільшилися, проте бажаного зменшення імпорту так і не відбулося. Знецінення крони не створило переходу до додатного сальдо торговельного балансу, що виразно контрастує з мексиканським досвідом 1995—1996 рр. Упродовж 1999 р. деяке зниження обмінного курсу дозволило поліпшити торговельний баланс, проте з початку 2000 р. відбувалося погіршення цього показника. У наступні роки відчутне зміцнення крони не перешкодило ані збільшенню експорту, ані поліпшенню сальдо зовнішньої торгівлі. Загалом динаміка експорту-імпорту в Чехії виглядає асиметричною, що ставить під сумнів ефективність політики “слабкої” грошової одиниці як засобу вирівнювання платіжного балансу.

### 5.4.3. Політика адаптації і акомодатії

*Політика адаптації* передбачає зміни засадничих макроекономічних показників (дохід, відсоткова ставка, грошова маса, обмінний курс) з метою вирівнювання платіжного балансу в режимі автоматичної адаптації або за допомогою цілеспрямованої економічної політики. Реакція на порушення рівноваги платіжного балансу може обмежитися змінами у фінансовій і монетарній політиці або містити структурні заходи. В дусі класичної традиції автоматична адаптація має переваги, оскільки стабілізаційна політика розглядається здебільшого дестабілізуючим чинником, що перешкоджає поверненню до рівноважного значення доходу. Навпаки, у кейнсіанській традиції державне втручання засобами стабілізаційної економічної політики вважається дієвим чинником запобігання зниженню доходу. *Політика акомодатії* передбачає внутрішнє (валютні резерви) або зовнішнє фінансування платіжних дисбалансів (зрозуміло, що йдеться про від’ємне сальдо поточного рахунку) — без радикальних змін в економічній політиці. Такий вибір є обґрунтованим для випадків, коли відхилення від рівноваги платіжного балансу є тимчасовими і важливо забезпечити стабільність доходу.

При погіршенні сальдо поточного рахунку вибір між політикою адаптації і акомодатії передбачає аналіз характеру макроекономічного шоку (тимчасовий чи перманентний) та самодостатності від’ємного сальдо поточного рахунку. Тимчасові макроекономічні шоки дозволяють обмежитися політикою акомодатії, адже головним завданням економічної політики стає запобігання зниженню доходу. Під час перманентних шоків фінансування платіжного дисбалансу послаблює нестабільність доходу, але цього недостатньо для вирівнювання платіжного балансу. Зрозуміло, що



ідентифікація причин погіршення платіжного балансу та можливостей його вирівнювання залежить від оцінки самодостатності від'ємного сальдо поточного рахунку в розумінні безперешкодного обслуговування зовнішнього боргу, що виникає внаслідок зовнішніх запозичень для фінансування платіжного дисбалансу.

Різноманіття можливих відповідей на несприятливий макроекономічний шок ілюструють особливості економічної політики у промислових країнах після підвищення цін на нафту (1979—1980 рр.). У США, Великій Британії та Німеччині головним стало обмеження пропозиції грошової маси. Вирівнювання платіжного балансу супроводжувалося спадом виробництва і зниженням заробітної плати, передусім у США. У Німеччині попереднє оголошення планів Бундесбанку щодо обмеження пропозиції грошової маси дозволило зменшити амплітуду спаду виробництва. У Франції до рестрикційних змін у пропозиції грошової маси не вдавалися, проте для обмеження заробітної плати довелося використовувати адміністративні заходи. У Південній Кореї робітники добровільно погодилися на зниження заробітної плати на 6 % (менеджери підприємств — на 10 %).

Вибір між політикою адаптації і акомодатції може бути достатньо складним, передусім для економік з полегшеними можливостями зовнішніх запозичень. У такому контексті дуже показовою є дискусія стосовно самодостатності значного від'ємного сальдо торговельного балансу в США [264]. На перший погляд, значне погіршення сальдо експорту-імпорту і поточного рахунку (див. рис. 2.4) є загрозливим. Для зменшення від'ємного сальдо торговельного балансу до безпечного рівня упродовж 2001—2003 рр. експорт має зростати з вдвічі вищим темпом, а збільшення імпорту — сповільнитися з 11 до 5,5 %. Об'єктивно поліпшенню торговельного балансу сприяє циклічний спад в американській економіці: як через зменшення попиту на імпорт, так і за допомогою зниження відсоткової ставки. З іншого боку, привабливість американської економіки для іноземних інвесторів дозволяє не перейматися проблемою від'ємного торговельного балансу, адже зовнішній борг США деноміновано у доларах, а його абсолютне значення на рівні 1,5 трлн дол. не є надто обтяжливим (всього 16,5 % від ВВП, з коштами обслуговування 25 млрд дол. щорічно).

Обидва чинники — приплив капіталу і сповільнення темпу економічного зростання — потенційно дозволяють обійтися без змін в економічній політиці, але така можливість видається малоімовірною. Економіка США потребує відчутного збільшення заощаджень і подальшого підвищення продуктивності праці, попри досягнуте перевищення відповідних показників інших промислових країн (Велика Британія, Німеччина, Франція, Японія) у багатьох важливих галузях: авіаперевезення — на 30 %,

## МЕКСИКА: ОСОБЛИВОСТІ ПЕРЕХОДУ ДО ПЛАВАЮЧОГО ОБМІННОГО КУРСУ, 1994—2001 рр.

Напередодні президентських виборів (серпень 1994 р.) для стимулювання економіки емітувалися валютні облігації внутрішньої позики (уже згадані *tesobonos*). Більшість *tesobonos* були короткочасними, що мало зменшити кошти обслуговування зовнішнього боргу. До осені 1994 р. видавалося, що все спрацювало як заплановано: у першому півріччі ВВП збільшився на 4,3 %, а інфляції практично не було. Проте відразу ж після президентських виборів необхідність погашення *tesobonos* та експансійна монетарна політика підірвали довіру до системи фіксованого обмінного курсу песо. У другій декаді грудня 1994 р. валютні резерви Мексики зменшилися до 5 млрд дол., що не залишало вибору окрім переходу до плаваючого обмінного курсу. З початку 1995 р. США, МВФ та інші офіційні кредитори надали понад 40 млрд дол. для фінансової стабілізації. Мексиканський уряд зобов'язався зменшити видатки бюджету на 11 % та збільшити надходження від приватизації на 12—14 млрд дол. упродовж 1995—1997 рр. На початку березня 1995 р. було оприлюднено антикризові заходи: підвищення ставки ПДВ з 10 до 15 %, подорожчання бензину на 45 % і електроенергії — на 29 %, індексація вкладів у комерційних банках.

Стрімка девальвація песо відразу ж поліпшила цінові співвідношення (наприкінці березня 1995 р. зниження RER перевищило 60 %) і торговельний баланс (див. рис. 5.11). Проте збільшення експорту не перешкодило значному зниженню ВВП. Відсоткова ставка підвищилася майже вчетверо. Такий перебіг подій не виключався теоретично: знецінення грошової одиниці вирівнює сальдо поточного рахунку, але коштом прискорення інфляції і спаду виробництва. “Переліт” значень обмінного курсу песо помітно у I кварталі 1995 р. (див. рис. 5.11). Наступне зміцнення грошової одиниці дозволило дещо загальмувати інфляцію, але наприкінці 1996 р. знецінення песо знову прискорило інфляцію. З початком фінансової кризи пропозиція грошової маси істотно зменшилася (рис. 5.14). Упродовж 1995—1996 рр. підтримання сталої грошової бази, а з травня 1995 р. — її повне забезпечення валютними резервами, додало впевненості. Початково “плавання” песо мало тривати не довше 60 днів, проте діє донині. На початку 1996 р. президент Ернесто Седільйо (Ernesto Zedillo) офіційно проголосив завершення мексиканської кризи. І не помилився. Наприкінці 1996 р. Мексика сплатила 12,5 млрд дол. раніше отриманих позик уряду США. Песимістичні прогнози про тривале економічне безладдя у Мексиці не справдилися.



Рис. 5.14. Мексика: валютні резерви і грошова база (млрд дол.), 1992—2006 рр.

Джерело: IMF *International Financial Statistics*; Шевчук В. Економічні реформи у Латинській Америці: від фінансової стабілізації до стійкого економічного зростання. — Л.: Каменяр, 1999

банківські операції — на 30—40, телекомунікації — на 20—50, роздрібна торгівля — на 10—50 %. Потенційно девальвація долара на 35—40 % має поліпшити торговельний баланс до рівноважного стану, однак така можливість не видається надто оптимістичною. Стрімке знецінення долара обмежить імпорт, однак відчутне заміщення імпорту власним виробництвом безумовно стимулюватиме сукупний попит. Наступна профілактика “перегріву” економіки вимагатиме підвищення облікової ставки ФРС, однак це посилить приплив капіталу та погіршить поточний рахунок, як це передбачає напрям причинності у платіжному балансі (див. табл. 2.14). Окрім того, може мати несприятливі наслідки нестабільність фінансових ринків, якою ймовірно позначиться значне знецінення долара.

Емпіричні дослідження показують, що у промислових країнах вирівнювання платіжного балансу розпочинається після перевищення від’ємним сальдо поточного рахунку значення на рівні 5 % від ВВП і триває 3—4 роки [203, р. 3]. При цьому спостерігаються як сповільнення темпу зростання доходу, так і зниження RER. Зміни сальдо поточного рахунку значною мірою повторюють цикл ділової активності. Погіршення сальдо поточного рахунку супроводжується зменшенням чистої інвестиційної позиції. Якщо монетарна політика згладжує процес вирівнювання платіжного балансу, то зміни у сальдо бюджету діють у протилежному напрямі. Вирівнювання платіжного балансу позначається деяким прискоренням інфляції.

Для країн, що розвиваються, загрозовим є перевищення від'ємним сальдо поточного рахунку 2—3 % від ВВП [205, р. 362]. Різноманітні особливості платіжних дисбалансів можна підсумувати таким чином [203, р. 4—5]: 1) ймовірність критичного погіршення платіжного балансу підвищують тривале підтримання від'ємного сальдо поточного рахунку, незначні валютні резерви та несприятливі умови торгівлі (менш ризиковними є країни зі значною зовнішньою допомогою та переважно приватним зовнішнім боргом), 2) поновлення економічного зростання відбувається швидше у відкритіших економіках та країнах з меншим початковим завищенням RER, 3) погіршення платіжного балансу не завжди супроводжується виникненням валютної кризи (це відбувається лише у третині випадків), тобто девальвація грошової одиниці та платіжний дисбаланс є порівняно самостійними явищами, 4) у країнах, що розвиваються, не простежується зв'язку між сальдо поточного рахунку і доходом. Рівновага платіжного балансу відчутніше залежить від потоків капіталу та інших зовнішніх чинників, як умови торгівлі, чи настрої іноземних інвесторів.

Повертаючись до інструментів політики адаптації, у випадку погіршення сальдо платіжного балансу варіанти реакції національних урядів передбачають: а) заміщення імпорту, б) стимулювання експорту, в) рестрикційні зміни у фіскальній і монетарній політиці, г) зовнішнє фінансування. Заміщення імпорту виглядає привабливо для країн з порівняно розвиненою промисловістю, однак його можливості не варто перебільшувати, адже виробництво в імпортозамінних галузях може бути коштовним і спотворювати розподіл ресурсів. Навіть без залежності від імпорту сировини та матеріалів, у довгостроковій перспективі чималі труднощі створюватиме залежність від імпорту обладнання і технологій. Недоліки заміщення імпорту переконливо ілюструє досвід ISI у країнах Латинської Америки (1950—1960-ті роки). Проте сучасні прихильники структуралізму далі пропонують інструменти заміщення імпорту: торговельний протекціонізм і промислову політику [249, р. 36]. Зростання доходу з надлишком компенсує можливі втрати від торговельного протекціонізму. Ефективне використання обмежень зовнішньої торгівлі сприяє розвитку технологій, створенню порівняльних переваг та підвищенню заробітної платні.

Окрім зміни порівняльних цін, збільшення експорту може бути наслідком цілеспрямованих структурних заходів (політика адаптації). Сучасні прихильники структуралізму не заперечують субсидування технологічних галузей і маркетингову підтримку експортерів як елементів промислової політики. Нафтова криза (1974—1975 рр.) зумовила енергійніше стимулювання експорту в країнах Південно-Східної Азії. Так, на Тайвані з 1974 р. було спрощено процедуру отримання кредитів для експортерів.

Подібним чином підтримали експортну діяльність у Південній Кореї. Дрібніші приклади можна знайти в інших країнах. У Чилі з другої половини 1980-х років уряд від безпосередніх субсидій перейшов до опосередкованих форм підтримки експортної діяльності: спрощення документації і прискорене повернення ПДВ на імпорт для експортерів, збір кон'юнктурної інформації, організація реклами, маркетингу, виставок за кордоном тощо. У Мексиці збільшенню експорту сприяла дерегуляція ринку транспортних послуг, що скасувала один із реліктів часів ISI — вимогу здійснення всіх операцій лише мексиканськими транспортними компаніями. З початку 1990-х років уряд Мексики почав відшкодовувати експортерам частину непрямих податків. У Аргентині продовж 1995—1996 рр. активно обговорювалася фіскальна девальвація: скасування окремих податків для експортерів.

Використання фіскальної і монетарної політики відбиває здебільшого логіку політики адаптації, коли головним стає створення передумов для довгострокової рівноваги рахунків платіжного балансу і доходу. У типовому випадку промислової країни відсоткова ставка зростає на 2 пункти упродовж трьох років, коли відбувається погіршення поточного рахунку, а потім знижується на 3 пункти у перші три роки після початку вирівнювання платіжного балансу [203, р. 11]. Хоча бракує переконливих свідчень, що дефіцит бюджету погіршує поточний рахунок, наступне вирівнювання цього показника супроводжується поліпшенням сальдо бюджету. Вплив економічної політики на платіжний баланс буде докладніше розглядатися у подальшому викладі.

Зовнішні запозичення уособлюють політику акомодатії. Так діяли країни Латинської Америки у 1974—1975 рр., коли підвищення світових цін на сиру нафту збільшило вартість імпорту. Надалі іноземні позики розглядалися важливим чинником економічного зростання. Подібні міркування неважко простежити у стратегії зовнішніх запозичень України (1992—1998 рр.). Спочатку зовнішні запозичення мали на меті обмежене у часі фінансування від'ємного сальдо зовнішньої торгівлі, проте поступово почали вважатися елементом переходу до стійкого економічного зростання. Надії не справдилися — у цьому аспекті Україна нічим не відрізняється від країн Латинської Америки. У ширшому контексті зовнішні запозичення можуть компенсувати брак внутрішніх заощаджень, але з часом обслуговування зовнішнього боргу істотно погіршує економічну ситуацію. У “пастку запозичень” потрапляють не лише країни з хронічним торговельним дефіцитом, але й ті, що зазнали істотного поліпшення умов торгівлі. У Гані та Нігерії (1979—1981 рр.) сприятливі умови торгівлі зумовили збільшення зовнішніх запозичень, оскільки економіка виглядала надійнішою. Відповідно приплив капіталу перетворив поліпшення умов торгівлі у не-

бажане зменшення заощаджень<sup>1</sup>. Наслідком ставав довгостроковий платіжний дисбаланс.

Практично політика акомодатії передбачає не лише ідентифікацію макроекономічного шоку як тимчасової події, але й врахування можливостей ефективного використання зовнішніх запозичень. Якщо приплив капіталу використовується неефективно (надмірне споживання у приватному і державному секторах, збиткові інвестиції), доцільніше відмовитися від політики акомодатії. Варто зауважити, що зазвичай зовнішні запозичення підтримують експансійну економічну політику. Для випадку фінансування від'ємного сальдо поточного рахунку це може поглибити платіжний дисбаланс.

---

<sup>1</sup> У більшості країн поліпшення умов торгівлі супроводжується все-таки збільшенням заощаджень: Нігерія (1974—1976 рр.), Ботсвана, Кенія, Колумбія, Нігер, Малаві, Сенегал, Маврикій [156, р. 9].

## Навчальні завдання

1. Проаналізуйте вплив можливого взаємного зв'язку між сальдо бюджету і поточного рахунку на вирівнювання платіжного балансу. Як пояснити збільшення амплітуди платіжного дисбалансу фіскальною політикою? Чому для промислових країн монетарна політика має протилежне спрямування?

2. Порівняйте перебіг автоматичної адаптації у Чилі (1979—1982 рр.) та Аргентині (1995—1999 рр.). Якими є відмінності та подібні риси? Чому автоматична адаптація спрацювала в Аргентині і, навпаки, не спрацювала в Чилі? Чому в Чилі “перегрів” економіки та високий зв'язок між обсягами імпорту та доходом вважалися аргументами на користь автоматичної адаптації? Яким чином висока мобільність капіталу впливає на перебіг автоматичної адаптації?

3. Порівняйте економічні параметри вирівнювання платіжного балансу в Аргентині і Мексиці (1995—1996 рр.): а) кумулятивна втрата ВВП, б) амплітуда спаду виробництва, в) динаміка відсоткової ставки.

4. Вирівнювання платіжного балансу в Аргентині (1999—2001 рр.) супроводжувалося помітними труднощами. Який з механізмів вирівнювання платіжного балансу перестав “працювати”? Чому?

5. Економіка є доларизованою (економічні агенти використовують іноземну валюту для розрахунків та заощаджень). Як це вплине на вирівнювання платіжного балансу для окремих систем обмінного курсу — фіксованого і плаваючого?

6. Під час золотого стандарту практично не відбувалося переміщення значної кількості золота, хоча спостерігалися помітні платіжні дисбаланси. Як це пояснити?

7. У серпні 1971 р. президент США Р. Ніксон девальвував золотий вміст долара. Чим це пояснювалося? Якими були б ймовірні наслідки для американської економіки у випадку дотримання паритетного співвідношення Бреттон-Вудської системи?

8. Проаналізуйте принципові відмінності між критичним погіршенням платіжного балансу та валютною кризою.

## Рекомендована література

- Бурда М., Виплош Ч.* Макроекономіка: європейський контекст. — К.: Основи, 1998. — С. 105—107.
- Василенко Ю.* Роль зовнішньої торгівлі у платіжному балансі України // Вісник НБУ, 1999. — № 9. — С. 9—15.
- Василенко Ю.* Фактори розвитку українського експорту в країни “далекого зарубіжжя” // Вісник НБУ, 2000. — № 7. — С. 36—43.
- Кульпінський С.* Зовнішні чинники впливу на експорт в Україні // Вісник НБУ, 2002. — № 5. — С. 59—63.
- Ingram J.* International Economics. — N. Y.; Toronto; Singapore: John Wiley & Sons, 1986. — P. 83—124.
- Isard P.* Exchange Rate Economics. Cambridge Surveys of Economic Literature. — Cambridge: The Cambridge University Press, 1997. — P. 57—73.
- Johnston B., Nedelescu O.* The Impact of Terrorism on Financial Markets. Working Paper No. 60. — Washington: IMF.
- Shatz M., Tarr D.* Exchange Rate Overvaluation and Trade Protection: Lessons from Experience. Working Paper No. 1041. — Washington: The world Bank, 2000.



---

---

## Розділ 6

# МОДЕЛЬ САЛТЕРА — СВОНА

*Модель Салтера — Свона формалізує причинно-наслідкові зв'язки для економіки із “залежною” структурою сукупного попиту і пропозиції. Це відповідає структурним характеристикам багатьох країн, що розвиваються. У підрозділі 6.1 аналізуються теоретичні аргументи щодо макроекономічної рівноваги у відкритій економіці як несуперечливого поєднання рівноваги доходу і платіжного балансу. Власне структура моделі Салтера — Свона розглядається у підрозділі 6.2. У підрозділі 6.3 на прикладі даних української економіки протестовано емпірично статистичну модель RER, що використовує логіку моделі Салтера — Свона.*

### ЗАСАДНИЧІ ПОНЯТТЯ

макроекономічна рівновага  
модель Салтера — Свона  
“природний” рівень доходу  
NAIRU  
внутрішня рівновага

зовнішня рівновага  
правило Тінбергена  
інструменти заміщення  
інструменти управління попитом

---

## 6.1. Проблема досягнення макроекономічної рівноваги

*Макроекономічна рівновага у відкритій економіці поєднує внутрішню і зовнішню рівновагу. Обидва поняття відрізняються трактуванням у різноманітних моделях відкритої економіки, однак їхній засадничий зміст практично не змінюється, а саме: внутрішня рівновага стосується доходу, а зовнішня — платіжного балансу.*

### 6.1.1. Теоретичні аргументи

Як показано у розділі 2, зовнішня рівновага означає рівновагу рахунків платіжного балансу, коли сальдо поточного рахунку врівноважується потоками капіталу (розширене трактування) або дорівнює нулю (вузьке розуміння). На практиці безпечним вважається від'ємне сальдо поточного рахунку на рівні 2—3 % від ВВП. У ширшому теоретичному контексті зовнішня рівновага враховує зовнішню заборгованість, міжчасову рівновагу заощаджень-інвестицій та рівновагу портфеля фінансових активів [141, р. 2—5].

Внутрішню рівновагу визначають рівноважним значенням доходу. В дусі класичної школи це відповідає перебуванню на деякому “природному” рівні доходу ( $Y^N$ ), що відбиває наявні ресурси капіталу і робочої сили. Приймається, що за цих умов показник безробіття є мінімальним (або “природним”). У кейнсіанському контексті неінфляційне безробіття (англ. *nonaccelerating inflation rate of unemployment* — NAIRU) вважається найбільш практичною характеристикою внутрішньої рівноваги для промислових країн<sup>1</sup>. Зазвичай “природний” рівень доходу ототожнюється із безробіттям на рівні 3—4 %. Значення NAIRU змінюється у часі і залежить від демографічних чинників, продуктивності праці, державного регулювання економіки тощо. Наприклад, складна процедура звільнення працюючих у країнах Західної Європи вважається найімовірнішою причиною стійкого підвищення безробіття — так званого “евросклерозу” [247, р. 32]. Якщо в 1960-х роках неінфляційне безробіття у США оцінювалося на рівні 2,5 %, то з початку 1990-х років — у межах 5,5—6,5 % [119, р. 511]<sup>2</sup>. Дещо по-іншому припущення про “природний” рівень доходу означає підтримання стійкого у довгостроковій перспективі “природного” темпу зростання доходу. Для сучасної світової економіки таким вважається щорічне збільшення сумарного ВВП з темпом 3,5—4 %. Для промислових країн цей показник є дещо нижчим — 2,5—3 %. Залежно від умов конкретної країни, оцінений “природний” темп зростання доходу може бути ще нижчим. Так, на початку 2001 р. експерти журналу *The Economist* потенціал “природного” зростання економіки Японії оцінювали на рівні лише 1,5 % щорічно.

Для трансформаційних економік вважається, що рівень безробіття не слугує адекватною характеристикою внутрішньої рівноваги. Найчастіше

<sup>1</sup> Використання NAIRU пояснюється незадоволенням багатьох економістів концепцією “природного” рівня безробіття, яка фактично передбачала неминучість безробіття у ринковій економіці; окрім того, з переходом до NAIRU визнавалася можливість стимулювання доходу засобами державного втручання в економіку [247, р. 3].

<sup>2</sup> Спрощений приклад визначення NAIRU запропоновано П. Кругманом [247, р. 33].

“природним” приймається щорічне зростання ВВП у межах 3—7 %. Так, для Польщі у 1998 р. “природним” вважалося щорічне зростання ВВП на 5—5,5 % [308, р. 26]. У 1985—1995 рр. понад 6 % щорічного економічного зростання зареєстровано лише у семи країнах: Індонезії — 6 %; Чилі — 6,1; Сінгапурі — 6,2; Південній Кореї — 7,7; Таїланді — 8,4; Китаї — 9,3 %. З-поміж трансформаційних економік у другій половині 1990-х років найвищі середні темпи зростання ВВП становили: Словенія — 4,3 %; Словаччина — 4,6; Естонія — 4,8; Польща — 5,5 %. Часом для країн, що розвиваються, внутрішню рівновагу визначають “найвищим рівнем ділової активності, сумісним з контролем інфляції” [344, р. 397—398]. Це відображає можливості прискореного економічного зростання, які пояснюються значними природними ресурсами, надлишком робочої сили та підвищеною віддачею на капітал (розділ 14). У такому випадку прискорення інфляції понад рівноважне значення є критерієм досягнення “природного” рівня доходу.

Під макроекономічною рівновагою розглядається таке поєднання внутрішньої і зовнішньої рівноваги, коли: а) внутрішня рівновага визначається “природним” рівнем доходу; б) зовнішня рівновага є самодостатньою з погляду відповідності сальдо поточного рахунку довгостроковим потокам капіталу. Хоча у кейнсіанських моделях стабілізаційна політика стає необхідною для переходу до макроекономічної рівноваги, досягненню внутрішньої рівноваги на вищому рівні доходу можуть перешкодити обмеження платіжного балансу [200, р. 680]. Найчастіше це стається внаслідок прискорення інфляції та погіршення цінових співвідношень у зовнішній торгівлі. З іншого боку, дотримання зовнішньої рівноваги може погіршити внутрішню рівновагу через втрату валютних резервів або знецінення грошової одиниці. Підтримання макроекономічної рівноваги вважається конфліктним<sup>1</sup>, що передбачає спільне використання фіскальної і монетарної політики (внутрішня рівновага) та політики обмінних курсів (зовнішня рівновага). У 1962 р. Р. Манделл показав, що для фіксованого обмінного курсу засобів фіскальної і монетарної політики цілком достатньо для досягнення як внутрішньої, так і зовнішньої рівноваги (розділ 8).

<sup>1</sup> Відповідну традицію започаткувало формулювання у 1951 р. англійським економістом Дж. Мідом (James Meade) умови використання інструментів економічної політики у відкритій економіці.

## 6.1.2. Правило Тінбергена

Визначене голландським економістом Я. Тінбергеном (Jan Tinbergen) правило стосується інструментальних чинників макроекономічної рівноваги: для досягнення  $N$  цілей економічної політики потрібно використати  $N$  незалежних інструментів. Таким чином, вибір подвійного набору цілей макроекономічної рівноваги (дохід і платіжний баланс) передбачає використання двох незалежних інструментів економічної політики. Наприклад, це може бути поєднання девальвації грошової одиниці та засобів управління попитом. Якщо додатково ставиться за мету дотримання збалансованого бюджету, це передбачає використання ще одного — третього — інструмента економічної політики. В окремих моделях відкритої економіки рівновага доходу і платіжного балансу не залежить від обмінного курсу, але у більшості випадків визнається корисність знецінення (зміцнення) грошової одиниці для підвищення ефективності економічної політики. Саме такою є макроекономічна модель, яку наприкінці 1950-х років запропонували У. Салтер і Т. Свон.

## 6.2. Теоретичні конструкції моделі Салтера — Свона

У моделі Салтера — Свона вперше отримав належне теоретичне трактування зв'язок між внутрішньою і зовнішньою рівновагою. Вихідні припущення моделі є такими: а) в економіці виробляються і споживаються два товари — внутрішньої і зовнішньої торгівлі,  $Q^N$  і  $Q^T$  відповідно; б) товари внутрішньої торгівлі не становлять предмет міжнародної торгівлі (або мають непереміщуваний характер); в) економіка є малою відкритою і не впливає на рівень світової ціни товарів  $Q^T$ ; г) товари  $Q^N$  і  $Q^T$  приймаються ідеальними заміниками у сукупному попиті та звичайними заміниками — у виробництві. Сектор  $Q^T$  включає переважну більшість промислових товарів і сільськогосподарської сировини. До сектора  $Q^N$  відносять товари і сировину, вироблену в “захищених” торговельним протекціонізмом галузях економіки, а також більшість послуг (транспорт, будівництво, енергетика, охорона здоров'я). Окремі послуги, як фінансові та туризм, можуть мати переміщуваний характер.

### 6.2.1. Структура моделі

Внутрішній попит і пропозиція обох товарів —  $Q^N$  і  $Q^T$  — характеризуються такими функціональними залежностями:

$$D_i = D_i(q, Y), \quad i = N, T, \quad (6.1)$$

$$S_i = S_i(q), \quad i = N, T, \quad (6.2)$$

де  $D_i$  і  $S_i$  — відповідно попит і пропозиція;  $q$  — реальний обмінний курс ( $q = EP^T/P^N$ );  $Y$  — дохід (в реальному вимірі).

Попит на товари внутрішньої і зовнішньої торгівлі залежить від рівня доходу і RER, визначеного порівняльною ціною товарів  $Q^N$  і  $Q^T$  (рівняння (6.1)). Пропозиція обох товарів теж залежить від цінового чинника (рівняння (6.2)). Зниження RER збільшує попит на товари  $Q^N$ , тоді як попит на товари  $Q^T$  зменшується (йдеться про товари зовнішньої торгівлі всередині країни). Залежності є протилежними для пропозиції товарів внутрішньої і зовнішньої торгівлі: зниження RER збільшує виробництво товарів  $Q^T$  і зменшує — товарів  $Q^N$ . Збільшення доходу пропорційно збільшує попит на обидва товари.

Сектор  $Q^N$  визначає внутрішню рівновагу для всієї економіки:

$$D^N(q, Y) = S^N(q), \quad (6.3)$$

де  $D^N$  і  $S^N$  — відповідно попит і пропозиція товарів внутрішньої торгівлі.

Збільшення доходу стимулює попит на товари  $Q^N$ , що передбачає наступне підвищення рівня цін  $P^N$  (= підвищення RER) з метою дотримання внутрішньої рівноваги. Результируюча зміна цінових співвідношень на користь товарів внутрішньої торгівлі зменшує попит і збільшує пропозицію у секторі  $Q^N$ . Внаслідок девальвації грошової одиниці або незалежних від доходу коливань рівнів цін може спостерігатися зворотний зв'язок, коли зміна цінових співвідношень тягне за собою зміну як величини, так і структури сукупного попиту і пропозиції.

Торговельний баланс *TRADE* визначено попитом і пропозицією товарів зовнішньої торгівлі (у цінах експорту)

$$\begin{aligned} \text{TRADE} &= X - (P^M / P^X)M = (S^X - D^X) - (P^M / P^X)(D^M - S^M) = \\ &= (S^X + (P^M / P^X)S^M) - (D^X + (P^M / P^X)D^M) = \\ &= S^T - D^T, \end{aligned} \quad (6.4)$$

де  $X$  і  $M$ ,  $P^X$  і  $P^M$  — відповідно обсяги і рівні цін експорту та імпорту.

Приймаючи  $TRADE = 0$ , отримуємо для зовнішньої рівноваги

$$D^T(q, Y) = S^T(q), \quad D_q^T < 0, \quad D_Y^T > 0, \quad S_q^T > 0. \quad (6.5)$$

Зовнішня рівновага залежить від доходу і RER. Збільшення доходу підвищує попит на товари  $Q^T$ , що вимагає наступного зниження RER задля збільшення пропозиції зазначених товарів. Важливо зауважити, що рівень цін  $P^T$  визначено світовим ринком. Для малої відкритої економіки це означає неможливість впливати на світову ціну товарів зовнішньої торгівлі.

### 6.2.2. Аналітична інтерпретація

Логіку моделі Салтера — Свона легко проілюструвати графічно (рис. 6.1).

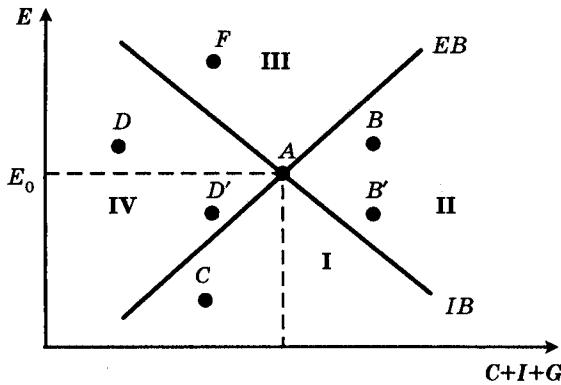


Рис. 6.1. Діаграма Салтера — Свона

Лінія  $IB$  показує такі співвідношення між внутрішнім попитом (абсорбцією)  $C + I + G$  та номінальним обмінним курсом  $E$ , що забезпечують внутрішню рівновагу. Інакше кажучи, будь-яка з точок на лінії  $IB$  відповідає найнижчому рівню безробіття або “природному” рівню доходу. Збільшення сукупного попиту понад рівноважне значення призводить до перевищення “природного” рівня доходу та прискорення інфляції (т.  $B$ ). Повернення до внутрішньої рівноваги на новому рівні доходу вимагає підвищення обмінного курсу. Проте зміцнення грошової одиниці погіршує торговельний баланс, що становить відчутну проблему для економічної політики. Одним з можливих рішень може бути запровадження валютного контролю або посилення торговельного протекціонізму, однак обидва варіанти мають власні обмеження. У цьому переконує досвід  $ISI$  у країнах Латинської Америки (1950—1960-ті роки), коли штучно завищений обмінний курс

грошової одиниці використовувався для стимулювання доходу, а можливе погіршення платіжного балансу передбачалося нейтралізувати саме валютним контролем і торговельним протекціонізмом. Проте слабкий адміністративний ресурс не дозволив скористатися перевагами (до речі, достатньо суперечливими у теоретичному плані) обох інструментів державного втручання в економіку. Натомість виникли передумови для корупції, спотворення структури виробництва (з помітною ціновою дискримінацією експортного сектора) та економічної нестабільності.

Лінія *EB* уособлює зовнішню рівновагу. Збільшення будь-якого з компонентів сукупного попиту погіршує сальдо поточного рахунку і повинно доповнюватися зниженням обмінного курсу. Так, для вищого рівня доходу (т. *B*) зовнішню рівновагу забезпечує значно нижчий обмінний курс, ніж  $E_0$ . У т. *F* обмінний курс є заниженим, оскільки спостерігається додатне сальдо платіжного балансу. Зауважимо, що досягнення внутрішньої і зовнішньої рівноваги вимагає протилежно орієнтованих змін обмінного курсу. Поєднання внутрішньої і зовнішньої рівноваги (= макроекономічна рівновага) досягається у т. *A*. Будь-які інші комбінації обмінного курсу та сукупного попиту характеризуються відхиленнями від макроекономічної рівноваги.

Загалом існують чотири принципово відмінних ситуації: I) нижчий від “природного” рівень доходу (безробіття) та від’ємне сальдо поточного рахунку, II) вищий від “природного” рівень доходу (інфляція) та від’ємне сальдо поточного рахунку, III) вищий від “природного” рівень доходу (інфляція) та додатне сальдо поточного рахунку, IV) нижчий від “природного” рівень доходу (безробіття) та додатне сальдо поточного рахунку. Використання інструментів економічної політики для квадрантів II і IV є прозорішим, адже зміни сукупного попиту симетрично впливають на обидва елементи макроекономічної рівноваги — дохід і поточний рахунок. Інфляційний “перегрів” економіки та від’ємне сальдо поточного рахунку (т. *B*) однаково вимагають рестрикційної політики. Зменшення приватного споживання та/або видатків бюджету одночасно поліпшує сальдо поточного рахунку і зменшує рівень доходу до рівноважного “природного” значення. Навпаки, в економіці з високим безробіттям і додатним сальдо поточного рахунку (т. *D*) доцільно стимулювати сукупний попит. Це збільшить дохід та вирівняє платіжний баланс.

Прикладом перебування у квадранті II може бути економіка Польщі наприкінці 1990-х років<sup>1</sup>. Високі темпи зростання ВВП поєднувалися

<sup>1</sup> Подібним чином — від’ємне сальдо зовнішньої торгівлі та (слабкий) інфляційний тиск — охарактеризовано ситуацію у Польщі станом на 1998 р. [308, р. 29–30]. Припускалося, що лише скорочення дефіциту бюджету могло подолати фатальний взаємозв’язок між надлишковим попитом і дефіцитом поточного рахунку.

## ЛАТИНСЬКА АМЕРИКА: ВИКОРИСТАННЯ ЗАВИЩЕНОГО ОБМІННОГО КУРСУ ДЛЯ СТИМУЛЮВАННЯ ЕКОНОМІКИ

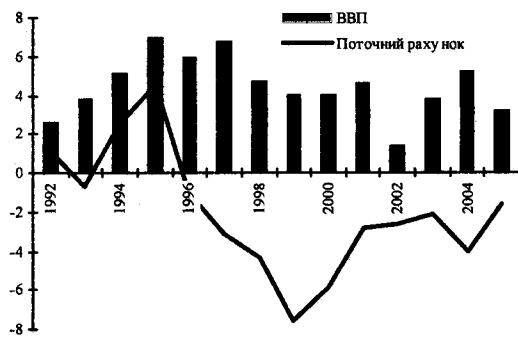
Завищений обмінний курс мав два завдання: 1) сприяти інвестиціям через здешевлення імпорту обладнання, сировини, комплектуючих частин і технологій, а також продовольчих товарів; 2) підвищувати купівельну спроможність населення, передусім міського пролетаріату. На практиці використовувалася система множинних курсів. Післявоєнна система обмінного курсу в Аргентині передбачала три окремих курси: 1) вільноплаваючий — для товарів нетрадиційного експорту; 2) фіксований (занижений) — для товарів традиційного експорту (м'ясо, пшениця, шкіри); 3) фіксований (завищений) — для критичного імпорту продовольства, промислового обладнання і сировини. В окремі роки існувало до 16 обмінних курсів. У 1955 р. обмінний курс аргентинського песо було уніфіковано, але оподаткування експортно-імпорتنих операцій та імпортні субсидії фактично зберегли *status quo*. Справжня уніфікація песо відбулася лише у 1959 р., хоча систему множинних обмінних курсів у Аргентині використовували ще не раз (1971, 1981 та 1982 рр.). У Бразилії система множинних обмінних курсів діяла впродовж 1953—1961 рр. Фіксований занижений курс застосовувався для критичного імпорту (пшениця, нафта і нафтопродукти, папір, обладнання, отрутохімікати тощо). Для оплати імпорту товарів загальної (сировина, обладнання, окремі споживчі товари) та спеціальної (обладнання, що виробляється у країні, предмети розкоші) категорій імпортер купував валюту на аукціонах, сплачуючи так зване “ажіо” (надбавка до офіційного обмінного курсу).

Валютний контроль обмежував доступ до іноземної валюти і перешкоджав переказу валютних коштів за кордон. Аргентина першою запровадила обмеження валютних операцій ще у грудні 1929 р. Відтоді валютний контроль використовувався аж до 1991 р. (виняток становили лише 1959—1964 рр. та 1976—1979 рр.). Якщо з початку 1930-х років торговельний протекціонізм застосовувався переважно для вирівнювання платіжного балансу, то у післявоєнні роки основним став захист національних виробників, що мало полегшити проведення ISI. З початку 1950-х років ширше використовувалися нетарифні інструменти: прямі заборони імпорту, попередні імпортні депозити, офіційна оцінка митної вартості, ліцензії тощо. Протекціонізм посилювали численні обмеження експорту. На середину 1960-х років у країнах Латинської Америки сформувалися торговельні режими з високим імпортним митом і засиллям засобів нетарифного регулювання. Так, у 1966 р. середня ставка імпортного мита в Аргентині становила 181 %, а у Бразилії — 98 %.

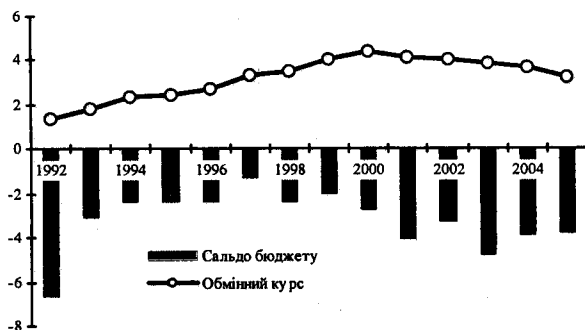
*Джерело: Шевчук В. Економічні реформи у Латинській Америці: від фінансової стабілізації до стійкого економічного зростання. — Л.: Каменярь, 1999. — С. 18—22*



з відчутним погіршенням поточного рахунку (рис. 6.2, а). З урахуванням порівняльної амплітуди обох відхилень від макроекономічної рівноваги реалістичніше припустити переважання платіжного дисбалансу (т. В'). За таких умов відновлення макроекономічної рівноваги передбачало зменшення сукупного попиту і помірковану девальвацію грошової одиниці — це мало запобігти “перегріву” економіки та поліпшити сальдо поточного рахунку. Обмінний курс злота справді знижувався (рис. 6.2, б), проте дефіцит бюджету засвідчив відсутність очікуваного зменшення попиту.



а



б

Рис. 6.2. Польща: вибрані економічні показники, 1992—2001 рр.: а — ВВП (%) і поточний рахунок (% від ВВП); б — обмінний курс (злотий/дол.) і сальдо бюджету (% від ВВП)

Джерело: [www.bcemag.com](http://www.bcemag.com), IMF International Financial Statistics, Trade and Finance // World Economic Outlook. — Washington: IMF, 2002

Ознакою тривалого “перегріву” можна вважати повільне зниження інфляції. Упродовж 1992—1999 рр. цей показник знизився зі 43 до 7 % річних, однак у 2000 р. інфляція знову перевищила 10 %, попри перехід до таргетування інфляції та оголошення довгострокового орієнтира щорічного зростання цін на рівні 4 % (його досягнення планувалося на 2003 р.).

Випадки I і III є суперечливими, оскільки зміни сукупного попиту асиметрично впливають на дохід і поточний рахунок. Прикладом несприятливого поєднання спаду виробництва і від’ємного сальдо поточного рахунку (квадрант I) може бути економіка України (рис. 6.3).

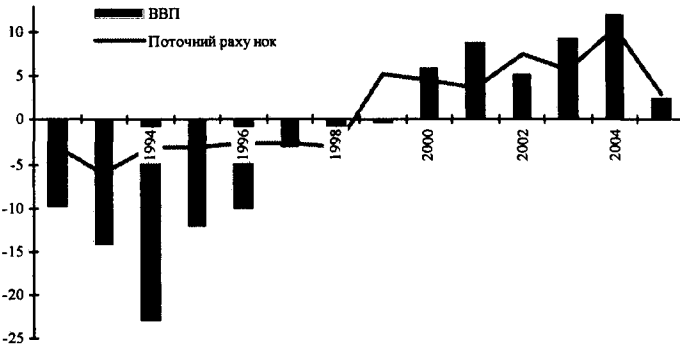


Рис. 6.3. Україна: ВВП (%) і поточний рахунок (% від ВВП), 1992—2005 рр.

Джерело: Згідно з матеріалами Державного комітету України, *Trade and Finance // World Economic Outlook*. — Washington: IMF, 2002

Упродовж 1992—1998 рр. від’ємне сальдо поточного рахунку поєднувалося з глибоким спадом виробництва. В економіці з від’ємним сальдо поточного рахунку і високим безробіттям (т. С) експансійна політика допомагає збільшенню доходу, але водночас погіршує поточний рахунок. Досягнення макроекономічної рівноваги (т. А) вимагає доповнення девальвацією грошової одиниці. Принципово інша ситуація виникла у 2000 р., коли додатне сальдо поточного рахунку поєдналося зі збільшенням виробництва. Цілком можливо, що це засвідчило перехід у квадрант IV. Опосередковано таке припущення стверджується наступного 2001 р. рекордним зниженням інфляції в Україні — до 6 % річних. Упродовж січня—липня 2002 р. навіть спостерігалось зниження рівня цін на 3,6 % (дефляція в українській економіці видавалася чимось неймовірним наприкінці 1990-х років).

Відсутність інфляції є досить переконливою ознакою перебування на нижньому від рівноважного рівні доходу. Така ідентифікація макроекономічного

стану надає більшої привабливості експансійній економічній політиці. Доцільність знецінення грошової одиниці не заперечується, якщо прийняти значне відставання поточного рівня доходу від “природного” значення (т. *D'*). Проте не виключено, що для досягнення макроекономічної рівноваги (т. *A*) можна обійтися без знецінення грошової одиниці (т. *D*). У випадку “перегрітої” економіки з додатним сальдо поточного рахунку (квадрант III) скорочення сукупного попиту повертає економіку до “природного” рівня, але при цьому збільшується додатне сальдо поточного рахунку. Проте підвищення обмінного курсу (ревальвація) грошової одиниці допомагає поєднати досягнення внутрішньої рівноваги з вирівнюванням платіжного балансу.

Модель Салтера — Свона визнає необхідність поєднання інструментів управління попитом (англ. *expenditure-reducing*) та заміщення (англ. *expenditure-switching*) для досягнення рівноваги доходу під час вирівнювання платіжного балансу. Метою управління попитом є підтримання “природного” рівня доходу за допомогою скорочення приватного і державного споживання та інвестицій, але таким чином, щоб відповідні втрати доходу було компенсовано поліпшенням поточного рахунку [223, р. 16—17]. З багатьох міркувань (політична доцільність, оперативність тощо) найлегше скоротити видатки бюджету за допомогою скасування різноманітних субсидій і дотацій, реструктуризації підприємств, скорочення адміністративного апарату та перегляду соціальних програм. Важливо, щоб загальне зменшення видатків бюджету супроводжувалося зростанням видатків на економічне обслуговування (транспорт, зв'язок, інфраструктура) та соціальні потреби (освіта і охорона здоров'я).

Теоретично обмежити приватне споживання можна за допомогою зниження реальної заробітної плати, проте цей крок важко реалізувати у більшості країн. Наслідком стають масові протести трудящих, відставки президентів і прем'єрів, дострокові вибори, політична нестабільність (достатньо подивитися на події в Аргентині впродовж 2001—2002 рр.). В Україні якраз навпаки — реальна заробітна плата виявляє неабияку гнучкість у дусі класичної традиції. З іншого боку, важко реалізувати оподаткування нерухомості чи прогресивний податок на успадкування майна, які обмежують споживання найбагатших прошарків населення. Окрім засобів фіскальної політики, обмеженню попиту допомагає зменшення споживчого кредиту. Проте в економіках з невисокою залежністю приватного споживання від відсоткової ставки єдиним наслідком рестрикційної монетарної політики може стати зменшення приватних інвестицій, що становитиме загрозу майбутньому економічному зростанню. Іншим потенційним недоліком політики обмеження попиту стає тривалість процесу перерозподілу ресурсів на користь експортного сектора та вже згаданий вище брак

гнучкості цін і заробітної плати. Відповідно зростає ймовірність підвищення безробіття та зниження доходу нижче “природного” рівня. Поліпшення сальдо поточного рахунку супроводжується глибоким спадом виробництва.

Інструменти заміщення (девальвація грошової одиниці, торговельний протекціонізм, валютний контроль) прискорюють зміни у структурі сукупного попиту і пропозиції. Їх вплив по-різному простежується в окремих секторах національної економіки [223, р. 16—19]:

1. *Імпортозаміщуючі галузі* (англ. *the import-competing industries*). Вироблені ними товари конкурують з продукцією іноземних товаровиробників. Об’єктивно девальвація грошової одиниці та/або торговельний протекціонізм створюють передумови для збільшення виробництва товарів-замінників імпорту (неважко показати, що підвищення вартості імпорту підвищує граничні кошти виробництва (англ. *marginal resource cost*) в імпортозаміщуючих галузях).

2. *Експортні галузі* (англ. *the exportables industries*). Поліпшення цінових співвідношень у зовнішній торгівлі підвищує попит на товари експорту за кордоном. Водночас їх подорожчання на внутрішньому ринку обмежує їх внутрішнє споживання, що посилює переорієнтацію попиту з внутрішнього на зовнішній ринок. Експортний потенціал країни може зрости унаслідок загального збільшення виробництва в експортному секторі, адже зниження RER підвищує граничні кошти виробництва.

3. *Внутрішньо-орієнтовані галузі* (англ. *the nontradables industries*). Приймається, що зазначені галузі виробляють товари головним чином для внутрішнього ринку. Проте стрімке поліпшення цінових співвідношень у зовнішній торгівлі може сприяти експорту частини виробленої продукції.

4. *Внутрішні галузі* (англ. *“pure” nontradables industries*). Такими є транспорт, будівництво, електроенергетика, банки, страхування тощо. Вироблені у внутрішніх галузях товари і послуги не можуть експортуватися і не мають імпортозамінного характеру (незалежно від цінових співвідношень).

Таким чином інструменти заміщення покликані зменшити попит на товари імпорту і навпаки — збільшити експорт. Супутнім наслідком є збільшення попиту на продукцію внутрішньо-орієнтованих галузей. Порівнюючи девальвацію грошової одиниці та засоби торговельної політики (імпортні та експортні квоти, імпортне мито, експортні субсидії тощо) як альтернативні інструменти заміщення, простежуються декілька особливостей. Девальвація грошової одиниці пропорційно (асиметрично) впливає

на показники експорту-імпорту, тоді як засоби торговельної політики характеризуються вибірковою дією. Вибірковість торговельної політики теоретично дозволяє обмежити лише “некритичний” імпорт і стимулювати експорт товарів із мінімальною імпортоємністю, хоча загалом скептично оцінюється здатність реалізувати ці переваги на практиці [223, р. 71]. Девальвацію грошової одиниці досить легко ініціювати, адже для цього немає потреби у законодавчих змінах. Відповідно недоліком торговельної політики стає тривалий процес законодавчого оформлення або прийняття належних урядових рішень, а також залежність від адміністративного ресурсу. Для країн з поширенням корупції і низькою виконавською дисципліною у державному апараті важко отримати помітні вигоди від торговельного протекціонізму. Так само це стосується валютного контролю.

Звичайно, наведені міркування є надзвичайно спрощеним викладом логіки інструментів заміщення сукупного попиту. Низка обмежень може істотно послабити сприятливий ефект або навіть мати несприятливі наслідки. Найперше девальвація грошової одиниці стає недвозначно інфляційною в економіці, що перебуває на “природному” рівні доходу. Для “проблемного” квадранта II (див. рис. 6.1) інфляційне знецінення грошової одиниці може не забезпечити бажаного зниження RER. Приміром, так відбувалося у Бразилії на початку 1980-х років [223, р. 72]. Навіть якщо рівень доходу є нижчим від “природного” значення, девальвація грошової одиниці ймовірно прискорить інфляцію в економіках зі залежністю виробництва від імпортних компонентів. Зрозуміло, що привабливість девальвації додатково слабне для економік з індексацією заробітної плати.

Окрім зв'язку з індексацією заробітної плати, девальвація грошової одиниці може зменшити сукупний попит (через ефект добробуту) або скоротити сукупну пропозицію. Ще одним недоліком девальвації є перерозподіл доходу на користь сировинних секторів економіки. Передусім це стосується країн, що практикували політику ISI, і не створили конкурентоспроможного виробництва промислових товарів. Девальвація перешкоджає функціонуванню промислового сектора економіки, залежного від імпорту сировини та матеріалів, хоча й стимулює експорт продукції сільського господарства, сировинних галузей тощо. Водночас зростають кошти залучення робочої сили у промисловість, що додатково пригнічує її розвиток.

Потенційні обмеження моделі Салтера — Свона є такими:

1) *унікальність рівноважного значення номінального обмінного курсу*. На рис. 6.1 лише обмінний курс  $E_0$  відповідає одночасній рівновазі доходу і поточного рахунку. Будь-яке інше значення обмінного курсу створює відхилення від рівноваги в одному з аспектів — доходу або

## МАКРОЕКОНОМІЧНИЙ БАЛАНС: МЕКСИКА, 1980—1996 рр.

На рис. 6.4 проілюстровано застосування моделі Салтера — Свона для пояснення динаміки доходу і поточного рахунку в економіці Мексики. Лінії  $EB-IB$  накладено на діаграму показників ВВП (відхилення поточних значень від лінійного тренду) та сальдо рахунку капіталу і фінансових операцій (далі — рахунку капіталу). Лінію  $EB_0$  проведено через показник 1990 р., коли сальдо рахунку капіталу перебувало у рівновазі ( $K = 0$ ). Відповідно лінії  $EB_1$  і  $EB_2$  проведено через точки, в яких спостерігалось відповідно від'ємне і додатне сальдо рахунку капіталу.

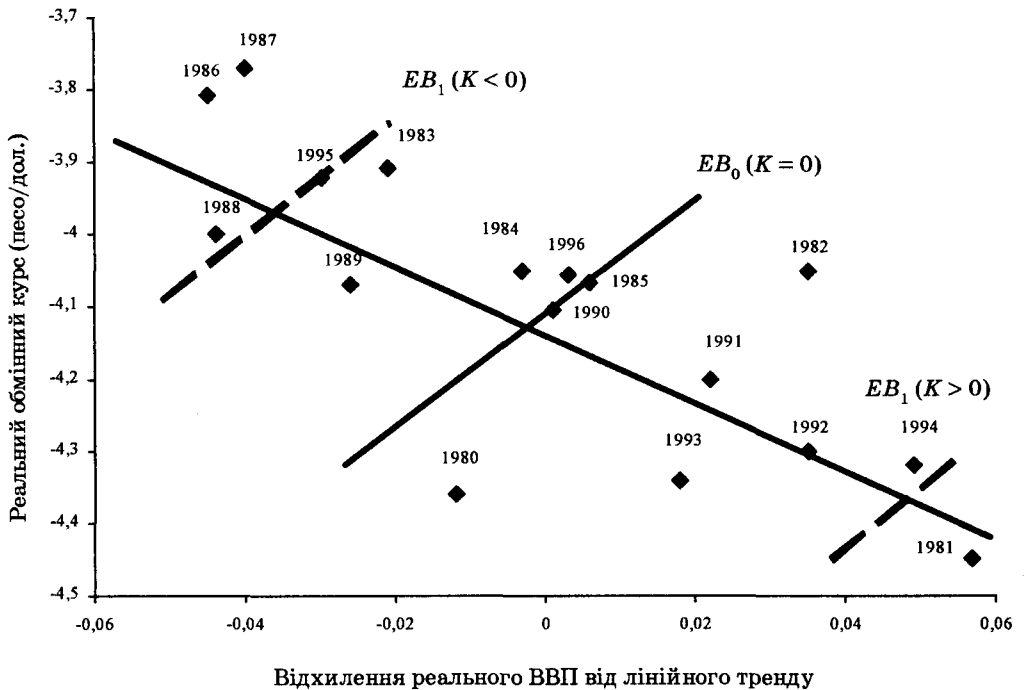


Рис. 6.4. Мексика: реальний обмінний курс та ВВП, 1980—1996 рр.

Якщо у 1981 р. Мексика мала високий рівень доходу, завищений RER і значний приплив капіталу, то криза заборгованості 1982 р. позначилася впливом капіталу, девальвацією песо і глибоким спадом виробництва наступного 1983 р. У 1984—1985 рр. RER підвищувався, що збіглося з поживленням виробництва. Проте руйнівний землетрус у столиці країни — Мехіко (вересень 1985 р.) та зниження світової ціни на нафту в лютому 1986 р. (втраги становили 6,5 % від ВВП) зумовили поєднання значного зниження RER

і економічного спаду (1986—1987 рр.). Становище погіршила економічна політика попередніх років. Середнє значення дефіциту бюджету в 1983—1985 рр. понад вдвічі перевищувало показник 1980 р. У 1985 р. кількісні обмеження далі стосувалися 30 % імпорту (100 % — у 1983 р.), а середньозважена ставка імпортного мита перевищувала 25 %. Внутрішній ринок залишався монополізованим. З початком стабілізаційної програми (1988 р.) було задекларовано наміри зменшення зовнішнього боргу і коштів його обслуговування (наприкінці 1988 р. цей показник перевищив 5 % від ВВП). Мексиканський уряд висловив побажання перерахувати зовнішній борг за його вартістю на вторинному ринку — менш ніж 50 центів за 1 дол. боргу. Сприятливе поєднання внутрішніх (скорочення дефіциту бюджету) та зовнішніх чинників (згідно з планом Брейді в 1989—1990 рр. зовнішній борг було зменшено на 15 млрд дол.)<sup>1</sup> зупинило зростання боргу на позначці 100 млрд дол. і здешевило його щорічне обслуговування на 1,5 млрд дол. або 0,2—0,3 % від ВВП). Успішне приєднання до плану Брейді та поновлення доступу до світових ринків капіталу створило сприятливі передумови для економічного зростання.

*Джерело: Kamin S., Rogers G. Output and the RER in development countries: an application to Mexico // Journal of Development Economics. — 2000. — P. 85—109; Шевчук В. Економічні реформи у Латинській Америці: від фінансової стабілізації до стійкого економічного зростання. — Л.: Каменярь, 1999. — С. 234—242*

платіжного балансу. Приміром, для заниженого обмінного курсу ( $E > E_0$ ) додатне сальдо поточного рахунку є рівнозначним спаду виробництва нижче оптимального значення. Навпаки, завищений обмінний курс ( $E < E_0$ ) означає стимулювання доходу понад рівноважне значення, що супроводжується погіршенням платіжного балансу;

2) *нехтування потоками капіталу*. Модель Салтера — Свона не пропонує функціонального пояснення причин припливу-відпливу капіталу, що обмежує її пояснювальну силу для економік з високою мобільністю капіталу та визначенням поточного рахунку потоками капіталу ( $K \Rightarrow CA$ );

3) *не враховано залежності балансу заощаджень-інвестицій*.

Хоча канонічна модель Салтера — Свона визнає зовнішню рівновагу залежностями сальдо поточного рахунку, не бракує прикладів, коли використовується сальдо рахунку капіталу і фінансових операцій [238, р. 85—109].

<sup>1</sup> У 1989 р. тодішній міністр фінансів США Н. Брейді (Nicholas Brady) запропонував план реструктуризації зовнішнього боргу країн, що розвиваються, що передбачав часткове списання боргів та використання нових інструментів, як викуп боргів з дисконтом на вторинному ринку боргових зобов'язань або їх обмін на акції підприємств і урядові облигації.

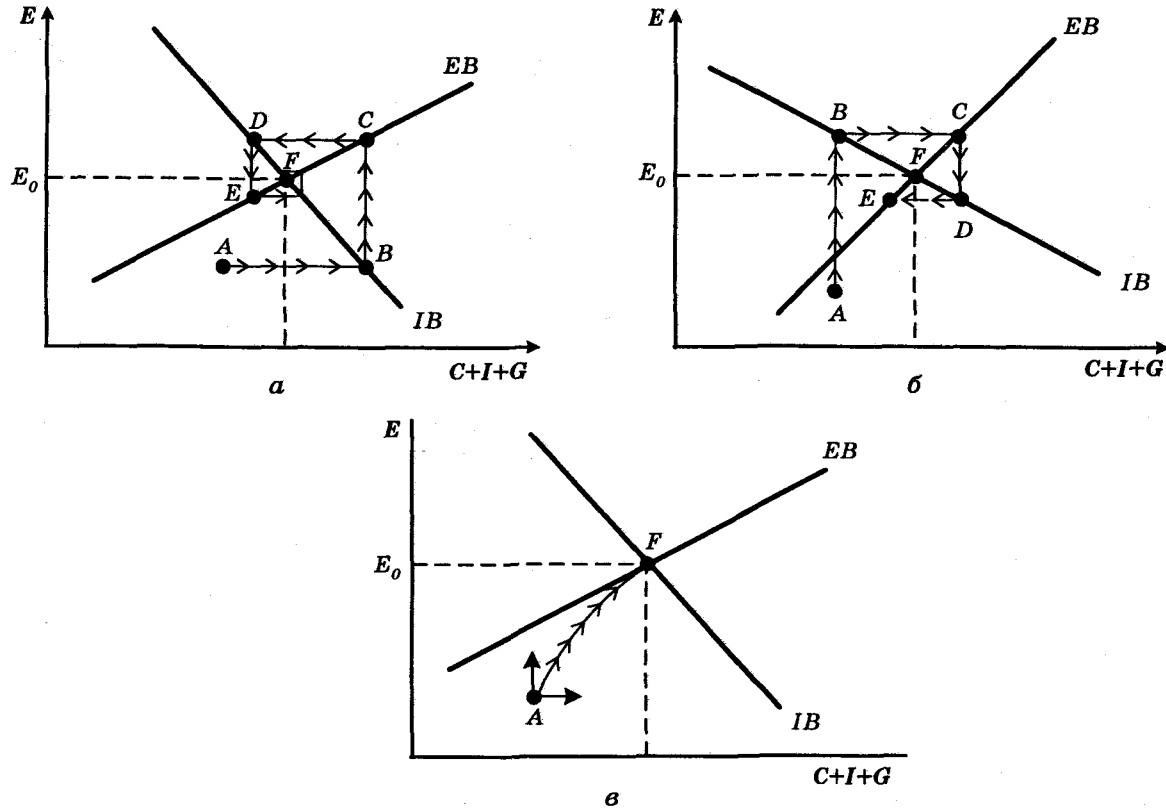
### 6.2.3. Послідовність прийняття економічних рішень

Модель Салтера — Свона ілюструє не лише вибір, але й використання окремих інструментів економічної політики для досягнення рівноваги доходу і платіжного балансу. Припустімо, що економіка знаходиться у стані спаду виробництва і дефляції (т. А на рис. 6.5, а). Приймаючи пріоритет рівноваги доходу, збільшення абсорбції дозволяє подолати безробіття, але поглиблює дефіцит платіжного балансу (т. В). Інтуїтивні підстави для такого використання інструментів економічної політики зазвичай створювало переконання, що збільшення виробництва є запорукою поліпшення сальдо платіжного балансу. Наступна девальвація грошової одиниці вирівнює платіжний баланс, але створює “перегрів” економіки (т. С). Відповідно вимагається скорочення абсорбції. У поєднанні зі заниженим обмінним курсом це призводить до появи додатного сальдо поточного рахунку (т. D). Вирівнювання платіжного балансу передбачає ревальвацію обмінного курсу (т. E). Неважко побачити, що “павутина” процесу узгодження параметрів економічної політики зрештою забезпечує рівновагу доходу і платіжного балансу (т. F). Недоліком запропонованої схеми є тривалість процесу досягнення макроекономічної рівноваги та часті зміни в економічній політиці (збільшення абсорбції змінюється її зменшенням і навпаки; з іншого боку, девальвація грошової одиниці поєднується з її ревальвацією).

Неважко показати, що використання інструментів управління попитом для досягнення рівноваги доходу, а обмінного курсу — для вирівнювання платіжного балансу — стає неефективним за умови невисокої залежності платіжного балансу від  $REER$ , що поєднується з високою оберненою залежністю доходу від цього показника. За таких умов доцільно використати обмінний курс для отримання рівноваги доходу, а засобами абсорбції регулювати стан платіжного балансу. Відповідну послідовність подій проілюстровано на рис. 6.5, б. Наведений приклад привертає увагу до труднощів ідентифікації характеру залежностей доходу і платіжного балансу від обмінного курсу та абсорбції. Тим більше, лінія  $IB$  може мати додатний нахил, якщо виявиться прямий зв'язок між обмінним курсом і доходом. Це додатково ускладнює вибір інструментів економічної політики, адже окремі квадранти пропонуватимуть теоретично обґрунтоване поєднання засобів управління доходу і заміщення у достатньо широкому діапазоні (у цьому легко переконатися самостійно).

Проблему вибору інструментів економічної політики полегшує послідовність “проб і помилок” (рис. 6.5, в). Це передбачає одночасне використання обмінного курсу та абсорбції для досягнення рівноваги доходу і платіжного балансу. В т. А так само спостерігається спад виробництва





**Рис. 6.5. Подолання спаду виробництва в економіці з від'ємним сальдо платіжного балансу: *a* — використання інструментів попиту; *b* — використання обмінного курсу; *v* — ідеальне використання інструментів економічної політики**

і від’ємне сальдо платіжного балансу. Проте цього разу одночасно використовуються девальвація грошової одиниці для вирівнювання платіжного балансу, а збільшення абсорбції — для досягнення рівноваги доходу. Перевагою такого підходу є відсутність “перельоту” значень доходу і платіжного балансу понад рівноважне значення, що дозволяє уникнути відчутної нестабільності макроекономічних показників. Зрозуміло, що стратегія поступового досягнення макроекономічної рівноваги за допомогою спільного використання якісно відмінних інструментів економічної політики передбачає гнучкість обмінного курсу. В такому розумінні модель Салтера — Свона свідчить на користь плаваючого обмінного курсу.

### 6.3. Модель реального обмінного курсу

Нижче подано результати емпіричної оцінки чинників RER, що ґрунтується на теоретичній моделі з комбінованою структурою сукупного попиту і пропозиції. Наведений приклад ілюструє використання теоретичних передбачень для прикладного економічного аналізу.

#### 6.3.1. Функціональні залежності

У “залежній” економіці, яку описує модель Салтера — Свона, рівноважним є таке значення RER, що відповідає одночасній зовнішній і внутрішній рівновазі (т. А на рис. 6.1). Для повнішого пояснення чинників RER у “залежній” економіці зручно використати додаткові теоретичні аргументи [120]. Оскільки внутрішня рівновага залежить від обсягів виробництва товарів внутрішньої торгівлі, отримуємо

$$S^{N*}(q) = C^N + G^N = (1 - \theta)q \cdot C + G^N, \quad (S^N)_q < 0, \quad (6.6)$$

де  $S^{N*}$  — виробництво товарів  $Q^N$  для випадку перебування на “природному” рівні доходу;  $C$  — сукупне приватне споживання;  $C^N$  — приватне споживання товарів  $Q^N$ ;  $q$  — частка товарів  $Q^T$  у приватному споживанні;  $G^N$  — видатки бюджету на товари  $Q^N$ .

У рівнянні (6.6) використовується RER на основі порівняльної вартості товарів зовнішньої і внутрішньої торгівлі:  $q = P^T / P^N$ . Зниження RER веде до зменшення обсягів виробництва товарів  $Q^N$ ; водночас збільшується приватне споживання, адже ці товари стають дешевшими. Зрозуміло, що залежність обсягів виробництва і приватного споживання від RER для товарів  $Q^N$  є асиметричною.

Зовнішню рівновагу (або рівновагу платіжного балансу) визначають динамічні зміни у портфелі іноземних активів, які формалізовано таким чином

$$\begin{aligned} \dot{F} = \text{TRADE} + Z + r^* F = S^T(q) - G^T - (\theta + \delta)C + Z + r^* F, \\ (S^T)_q > 0, \end{aligned} \quad (6.7)$$

де  $Z$  — іноземна допомога;  $F$  — вартість портфеля іноземних активів;  $r^*$  — світова відсоткова ставка;  $S^T$  — обсяги виробництва товарів  $Q^T$ ;  $G^T$  — видатки бюджету на товари  $Q^T$ ;  $\delta$  — транзакційні кошти.

Відбувається накопичення (або акумуляція) іноземних активів ( $\dot{F} > 0$ ), якщо поліпшується торговельний баланс, надходить іноземна допомога або збільшується дохід на іноземні активи  $r^*F$ . Таким чином підвищення світової відсоткової ставки веде до акумуляції іноземних активів і поліпшує платіжний баланс<sup>1</sup>. У широкому розумінні торговельний баланс становить різницю між обсягами виробництва товарів  $Q^T$  та урядовими видатками і приватним споживанням у частині даних товарів. Зниження RER збільшує виробництво товарів  $Q^T$ , як це зауважувалося вище. Головною економічною мотивацією показника  $\delta$  слугує попит на гроші, який ототожнюється зі збільшенням приватного споживання.

У стані зовнішньої рівноваги вартість портфеля активів не змінюється ( $\dot{F} = 0$ ). З рівнянь (6.6) і (6.7) отримуємо такий вираз для рівноважного RER

$$\bar{q} = q(G^N, G^T, Z, r^*, \pi^T), \quad \bar{q}_{G^N}, \bar{q}_Z, \bar{q}_{r^*} < 0, \quad \bar{q}_{G^T}, \bar{q}_{\pi^T} > 0, \quad (6.8)$$

де  $p^T$  — інфляція у секторі  $Q^T$ .

Рівноважне значення  $\bar{q}$  не спостерігається безпосередньо у статистичних спостереженнях, але є важливим і залежить від фундаментальних чинників. Збільшення урядових видатків на товари  $Q^N$  підвищує RER, тоді як збільшення частки товарів  $Q^T$  в урядових видатках має протилежний вплив. Приплив капіталу підвищує RER, а прискорення інфляції у секторі  $Q^T$  — знижує цей показник. У рівнянні (6.8) залежність рівноважного значення RER від фундаментальних чинників відрізняється від консервативнішої концепції ПКС. Якщо врахувати залежності рівняння (6.8), ПКС дотримується лише за умови незмінних фундаментальних чинників.

У випадку обмеженого доступу до світових фінансових ринків торговельний баланс стає самостійним чинником рівноважного RER:

<sup>1</sup> У цьому аспекті зазначена модель відрізняється від моделі Манделла — Флемінга, де підвищення світової відсоткової ставки погіршує платіжний баланс (розділ 8). Водночас сприятлива залежність дохідності іноземних активів від світової відсоткової ставки використовується у портфельних моделях платіжного балансу (розділ 11).

$$\bar{q} = q(G^N, G^T, TRADE, r^*). \quad \bar{q}_{G^N}, \bar{q}_{r^*}, \bar{q}_{TRADE} < 0, \quad \bar{q}_{G^T} > 0. \quad (6.9)$$

Поліпшення торговельного балансу веде до підвищення рівноважного RER, оскільки отриманий дохід буде використовуватися для збільшення попиту на товари  $Q^N$ . Додаткові можливості створює врахування умов торгівлі та торговельного протекціонізму. Нові чинники впливають на співвідношення між рівнями внутрішніх цін експорту й імпорту,  $P^X$  і  $P^M$ , таким чином:

$$\frac{P^X}{P^M} = \frac{\omega}{\tau}, \quad (6.10)$$

де  $\omega$  — умови торгівлі;  $\tau$  — торговельний протекціонізм.

Зі свого боку, умови торгівлі становлять

$$\omega = \frac{P^{X*}}{P^{M*}}, \quad (6.11)$$

де  $P^{X*}$  і  $P^{M*}$  — рівні світових цін на товари експорту й імпорту відповідно.

Вплив торговельного протекціонізму враховує відповідні обмеження

$$\tau = \frac{1 + \tau_M}{1 - \tau_X}, \quad (6.12)$$

де  $\tau_M$  і  $\tau_X$  — імпортне мито і експортний податок відповідно.

Помітно, що імпортне мито і експортний податок симетрично впливають на комбінований показник  $t$ . Обидва інструменти торговельної політики знижують співвідношення між цінами товарів експорту й імпорту.

Врахування торговельного протекціонізму і умов торгівлі розширює перелік функціональних залежностей рівноважного RER:

$$\bar{q} = q(G^N, G^T, TRADE, \omega, \tau, r^*). \quad \bar{q}_{G^N}, \bar{q}_{TRADE}, \bar{q}_\tau, \bar{q}_{r^*} < 0, \quad \bar{q}_{G^T} > 0, \quad \bar{q}_\omega < 0. \quad (6.13)$$

Посилення торговельного протекціонізму недвозначно підвищує RER. Вплив умов торгівлі залежить від співвідношення між ефектами доходу і заміщення. Поліпшення умов торгівлі ймовірно збільшить дохід, що повинно стимулювати попит на товари  $Q^N$ , а відповідно — підвищити рівень цін зазначених товарів та рівноважне значення RER. Ефект заміщення веде до зниження RER через зменшення попиту та збільшення пропозиції товарів. У більшості емпіричних досліджень домінує ефект доходу; тобто поліпшення умов торгівлі супроводжується підвищенням RER.

### 6.3.2. Чинники реального обмінного курсу в Україні

На рис. 6.6 показано розраховані індекси цін експорту-імпорту та умов торгівлі. Індекс цін експорту враховує світову ціну на метал (ваговий коефіцієнт — 0,65), аграрну продукцію (0,25) та продукти харчування (0,10). Відповідно індекс цін імпорту враховує зміни світової ціни на нафту (0,60), каучук (0,25) та вовну (0,15). Упродовж 1990—1993 рр. рівень цін експорту знизився на 10 %, тоді як зі середини 1993 р. і до кінця 1995 р. ціни для експортерів поліпшилися майже на третину. Впродовж 1995—1998 рр. рівень цін експорту неухильно знижувався, але у 1999 р. відбувалося протилежне. Всупереч поширеним твердженням про сприятливу кон'юнктуру зовнішніх ринків, за 2000—2001 рр. рівень цін експорту знижувався, тоді як рівень цін імпорту стрімко підвищився майже вдвічі проти значення на початок 1999 р.



Рис. 6.6. Україна: умови торгівлі (індекс, січень 1990 = 100), 1990—2006 рр.

Джерело: розраховано за даними IMF *International Financial Statistics*

Умови торгівлі стрімко погіршилися з осені 1998 р., головним чином за рахунок подорожчання нафти. Локальне поліпшення умов торгівлі у I кварталі 2001 р. навряд чи змінює загальну характеристику цінових співвідношень цих як вкрай несприятливих. Досить необачно пов'язувати економічне зростання 2000—2001 рр. з поліпшенням цінових співвідношень зовнішньої торгівлі, як це зроблено у низці праць [5, с. 5; 24, с. 5—6; 62, с. 15; 91, с. 30]<sup>1</sup>. Аргумент про “сприятливу кон'юнктуру цін” можна ви-

користати, але таким чином, що сприятливим (без лапок) стало погіршення умов торгівлі (зрештою, це відповідає поданим нижче емпіричним оцінкам).

Для визначення напряму причинності використано тест Гренджера (табл. 6.1).

Таблиця 6.1. Тест Гренджера для  $RERIMF_t$ ,  $INDUKR_t$ ,  $TRADE_t$  і  $\Omega_t$  (квартальні дані)

Гіпотеза	Лаги			
	1	2	3	4
$\Omega_t$ не впливає на $RERIMF_t$	0,251 (0,618)	4,075 (0,024 <sup>**</sup> )	3,979 (0,014 <sup>**</sup> )	3,412 (0,018 <sup>**</sup> )
$RERIMF_t$ не впливає на $\Omega_t$	4,914 (0,031 <sup>**</sup> )	2,447 (0,099 <sup>***</sup> )	2,483 (0,075 <sup>***</sup> )	2,270 (0,081 <sup>***</sup> )
$\Omega_t$ не впливає на $INDUKR_t$	12,298 (0,001 <sup>*</sup> )	6,656 (0,003 <sup>*</sup> )	5,284 (0,004 <sup>*</sup> )	5,719 (0,001 <sup>*</sup> )
$INDUKR_t$ не впливає на $\Omega_t$	2,875 (0,095 <sup>***</sup> )	1,922 (0,158)	0,858 (0,470)	1,396 (0,204)
$\Omega_t$ не впливає на $TRADE_t$	0,427 (0,516)	0,529 (0,593)	0,859 (0,470)	1,927 (0,127)
$TRADE_t$ не впливає на $\Omega_t$	5,399 (0,024 <sup>**</sup> )	2,744 (0,076 <sup>**</sup> )	2,576 (0,068 <sup>**</sup> )	2,770 (0,042 <sup>**</sup> )

Умови торгівлі  $\Omega_t$  не впливають на  $TRADE_t$ , тоді як гіпотезу про брак зв'язку між  $\Omega_t$  і  $INDUKR_t$  можна відкинути на рівні статистичної значущості 1 %, а між  $\Omega_t$  і  $RERIMF_t$  — на рівні статистичної значущості 5 %. Існують слабкі свідчення, що торговельний баланс впливає на умови торгівлі. Враховуючи можливі обмеження тесту Гренджера, який не завжди точно ідентифікує причинно-наслідкові зв'язки, більш інформативним є тест Джохансена (табл. 6.2). Певним недоліком цього тесту є відсутність ідентифікації напряму причинності. Тест Джохансена виявляє,

<sup>1</sup> Провідна ідея полягає у тому, що подорожчання сировини внаслідок економічного зростання у промислових країнах, передусім у США, стало головною причиною поновлення економічного зростання в Україні та Росії. Наголошується важливість сприятливої динаміки світових цін на металопродукцію та продукти хімії для економічного зростання в Україні. Власний стимулюючий вплив нібито мало економічне пожвавлення у Росії та країнах Південно-Східної Азії. Зовнішнє походження феномену економічного зростання заперечується Г. Вишлінським [17] та В. Шевчуком [97].

Таблиця 6.2. Тест Джохансена для  $RERIMF_t$ ,  $INDUKR_t$ ,  $TRADE_t$  і  $\Omega_t$  (квартальні дані)

Кількість рівнянь	Лаги				Критичні значення	
	1	2	3	4	5 %	1 %
1	104,85*	75,6*	98,41*	83,06*	62,99	70,05
2	48,15**	41,02	43,33**	43,21**	42,44	48,45
3	22,38	17,08	24,27	19,87*	25,32	30,45
4	10,12	7,70	10,05	8,26	12,25	16,26

*Примітка:* \* гіпотеза про коінтеграцію стверджується на рівні 1 % (\*\* – 5 %); тестове припущення: лінійний тренд (4)

що з лагом у 3 квартали коінтеграційний зв'язок виявляється найсильніше. З ймовірністю 99 % можна стверджувати про наявність трьох, а з ймовірністю 95 % — чотирьох коінтеграційних рівнянь. Це означає, що між  $\Omega_t$  і  $RERIMF_t$  теж може існувати довгострокова залежність, яку не ідентифікує тест Гренджера.

Оскільки спостерігається коінтеграційна залежність, використано модель з коригуванням помилки. Оцінки довгострокових коефіцієнтів виявилися такими

$$\begin{aligned}
 RERIMF = & 1,362 + 1,218RERIMF_{t-1} - 0,516RERIMF_{t-2} - 0,147\Omega_t, \\
 & (3,712^*) \quad (9,571^*) \quad (-4,543^*) \quad (-3,067^*) \\
 R^2 = & 0,91, \quad DW = 2,15, \quad ADF = -3,445^{**}, \quad PP = -6,604^*,
 \end{aligned} \quad (6.14)$$

$$\begin{aligned}
 INDUKR = & 1,000 + 0,859INDUKR_{t-1} + 0,002TRADE_{t-1} - 0,112\Omega_t, \\
 & (2,166^{**}) \quad (13,432^*) \quad (-4,543^*) \quad (-1,785^{***}) \\
 R^2 = & 0,94, \quad DW = 1,97, \quad ADF = -3,536^{**}, \quad PP = -10,367^*,
 \end{aligned} \quad (6.15)$$

$$\begin{aligned}
 TRADE = & 0,500TRADE_{t-1} + 0,609BD_t - 0,177\Omega_t, \\
 & (3,843^{**}) \quad (2,614^{**}) \quad (-1,302) \\
 R^2 = & 0,67, \quad DW = 1,78, \quad ADF = -3,877^*, \quad PP = -5,391^*,
 \end{aligned} \quad (6.16)$$

Поліпшення умов торгівлі ( $\uparrow \Omega_t$ ) недвозначно підвищує RER, що означає переважання ефекту доходу і загалом відповідає емпіричним результатам для інших економік [120]. Проте безпосереднім наслідком поліпшення умов торгівлі стає скорочення промислового виробництва (коефіцієнт є значущим на рівні 10 %), що заперечує логіку збільшення доходу. Цілком

можливо, що підвищення RER створюється одночасним прискоренням інфляції та спадом виробництва. Поліпшення умов торгівлі не впливає на торговельний баланс, однак від'ємний коефіцієнт виглядає незвично. Порівнюючи з оцінками для вибірки 1994—2001 рр., вплив  $\Omega_t$  на RER і промислове виробництво не відрізняється, але втрачено статистичну значущість від'ємного коефіцієнта в оцінках для торговельного балансу. Обернена залежність між  $\Omega_t$  і  $TRADE_t$  може означати, що після поліпшення умов торгівлі наступне підвищення RER веде до скорочення пропозиції та збільшення внутрішнього попиту на  $Q^T$ , так що у підсумку торговельний баланс погіршується (рівняння (6.5)). Реальний обмінний курс є інерційним і не має довгострокового впливу на промислове виробництво і торговельний баланс. Виразно простежується пряма залежність між сальдо бюджету і торговельним балансом, що підтверджує оцінки для зв'язку між сальдо бюджету і поточним рахунком (рівняння (3.13)). Близьким до статистично значущого на рівні 10 % є додатний коефіцієнт при  $TRADE_{t-1}$  у рівнянні для промислового виробництва.

Залишки відповідних довгострокових регресійних рівнянь використано для оцінок короткочасних коефіцієнтів. Окрім переконливого значення тесту PP та браку автокореляції, практично всі значення  $z_t$  перебувають у межах 5 % довірчого інтервалу (рис. 6.7), що є ще одним свідченням стаціонарності (результати тестування на стаціонарність виявилися дещо гіршими для тесту ADF).

Оцінки короткочасних коефіцієнтів виявилися такими:

$$\begin{aligned}
 rerimf = & 1,256rerimf_{t-1} - 0,478rerimf_{t-2} - 0,152\omega t_t - 1,223z1_{t-1}, \\
 & (5,184^*) \quad (2,954^*) \quad (-2,026^{**}) \quad (-4,275^*) \quad (6.17) \\
 R^2 = & 0,29, \quad DW = 1,76, \quad ADF = -3,334^{**}, \quad PP = -5,267^*,
 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned}
 indukr = & 0,907indukr_{t-1} + 0,001trade_{t-1} - 1,288z2_{t-1}, \\
 & (4,334^*) \quad (1,323) \quad (-5,504^*) \quad (6.18) \\
 R^2 = & 0,27, \quad DW = 1,60, \quad ADF = -3,536^{**}, \quad PP = -5,182^*,
 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned}
 trade = & 0,704trade_{t-1} - 20,650rerimf_{t-1} - 1,113z3_{t-1}. \\
 & (2,786^*) \quad (-1,536) \quad (-1,302) \quad (6.19) \\
 R^2 = & 0,22, \quad DW = 1,62, \quad ADF = -2,994^{**}, \quad PP = -6,044^*.
 \end{aligned}$$



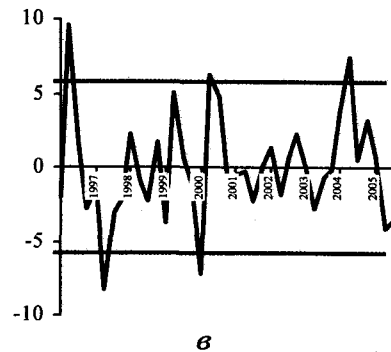
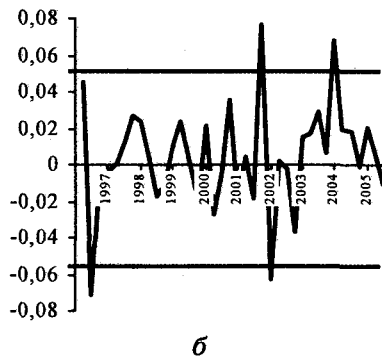
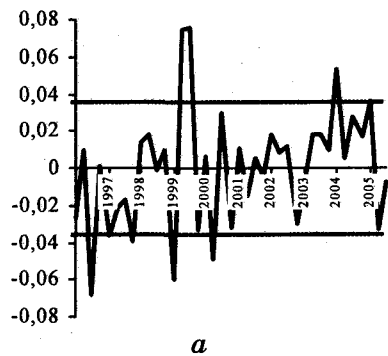


Рис. 6.7. Помилки прогнозу для довгострокових коефіцієнтів: а — помилка  $RERIMF_t$ ; б — помилка  $INDUKR_t$ ; в — помилка  $TRADE_t$ .

У всіх випадках коефіцієнти при  $z_{t-1}$  мають високу статистичну значущість (окрім  $z_{t-1}$ , що засвідчує вагомий вплив довгострокових залежностей на короткочасну динаміку. Зберігається обернений зв'язок між поліпшенням умов торгівлі та RER, проте втрачається вплив порівняльних цін на промислове виробництво і торговельний баланс. Це означає, що умови торгівлі мають переважно довгостроковий вплив на економічні показники. Для RER дещо слабше авторегресивна залежність і зв'язок з торговельним балансом. У короткочасному плані з'являються слабкі свідчення, що зниження  $rerimf_t$  може перешкоджати поліпшенню торговельного балансу.

## Навчальні завдання

1. Доповніть діаграму моделі Салтера — Свона для Мексики (рис. 6.4) даними 1997—2006 рр. Це посилює чи послаблює висновок про придатність зазначеної моделі для пояснення процесів у мексиканській економіці?
2. Використовуючи представлення моделі Салтера — Свона для Мексики (рис. 6.4), побудуйте аналогічну схему для України. Наскільки реальні дані відповідають теоретичним передбаченням? Як це протестувати емпірично?
3. В економіці спостерігається додатне сальдо поточного рахунку і “перегрів” економіки. За допомогою моделі Салтера — Свона проаналізуйте різноманітні варіанти досягнення макроекономічної рівноваги.
4. Допустимо, що в економіці з від’ємним сальдо поточного рахунку для гальмування інфляції використовується лише зміцнення грошової одиниці. Якими є очікувані макроекономічні наслідки?
5. Візьмемо до уваги, що промислове виробництво стимулюється зниженням RER. Як це вплине на досягнення макроекономічної рівноваги?

## Рекомендована література

*Baffes J., Elbadawi I., O'Connel S.* Single-Equation Estimation of the Equilibrium Exchange Rate. Working Paper No. 647. — Washington: The World Bank, 1997.

*Dernburg T.* Global Macroeconomics. — N. Y.: Harper Collins Publishers, 1989. — P. 320—340.

*Johnston B., Nedelescu O.* The Impact of Terrorizm on Finantial Markets. Working Paper No. 60. — Washington: IMF, 2005.

*Shatz M., Tarr D.* Exchange Rate Overvaluation and Trade Protection: Lessons from Experience. Working Paper No. 1041. — Washington: The World Bank, 2000.

---

---

## Розділ 7

# ЦІНОВИЙ І АБСОРБЦІЙНИЙ ПІДХОДИ ДО ВИРІВНЮВАННЯ ПЛАТІЖНОГО БАЛАНСУ

*Метою цього розділу є докладне вивчення двох підходів до вирівнювання платіжного балансу — цінового і абсорбційного. Це формалізує зроблені у попередньому розділі зауваження стосовно впливу порівняльних цін та сукупного попиту на платіжний баланс. У підрозділі 7.1 проаналізовано ціновий підхід до вирівнювання платіжного балансу (модель Бікердайка — Робінсон — Метцлера). Логіку абсорбційного підходу викладено у підрозділі 7.2 в тому числі зі складнішим випадком взаємодії двох економік. Мікроекономічні аспекти девальвації грошової одиниці охарактеризовано у підрозділі 7.3. Своєрідним аналітичним підсумком розділів 5—7 стає розгляд проблеми вибору обмінного курсу в підрозділі 7.4.*

## ЗАСАДНИЧІ ПОНЯТТЯ

ціновий підхід  
правило “однієї ціни”  
умова Маршалла — Лернера  
теорія корпоративної конкуренції  
абсорбційний підхід  
модель Бікердайка — Робінсон — Метцлера

цінова еластичність експорту-імпорту  
ціновий “песимізм”  
ефект гістерезису  
політика таргетування інфляції

## 7.1. Ціновий підхід

Прихильники цінового підходу головним чинником вирівнювання платіжного балансу визнають обмінний курс. Хоча знецінення грошової одиниці підвищує вартість імпорту, дотримання умови Маршалла — Лернера є достатнім для поліпшення сальдо поточного рахунку. Логіку цінового підходу ілюструє відома модель Бікердайка — Робінсон — Метцлера.

### 7.1.1. Модель Бікердайка — Робінсон — Метцлера

Модель складають функціональні залежності торговельного балансу<sup>1</sup>:

$$M(P^M) = X^*(P^{M*}), \quad (7.1)$$

$$X(P^X) = M^*(P^{X*}), \quad (7.2)$$

$$TRADE = P^X X - P^M M, \quad (7.3)$$

$$P^M = EP^{M*}, \quad (7.4)$$

$$P^X = EP^{X*}, \quad (7.5)$$

де  $M$  і  $X$ ,  $M^*$  і  $X^*$  — відповідно імпорт та експорт певної країни і країн-торговельних партнерів;  $P^M$  і  $P^X$ ,  $P^{M*}$ ,  $P^{X*}$  — відповідно внутрішні ціни товарів імпорту й експорту певної країни та країн — торговельних партнерів;  $E$  — номінальний обмінний курс.

У рівняннях (7.1)—(7.2) наведено умови рівноваги для товарів імпорту й експорту. Обсяги імпорту для певної країни дорівнюють обсягам експорту країн-торговельних партнерів; відповідно експорт дорівнює імпорту за кордоном. Рівняння (7.3) визначає рівновагу торговельного балансу (в національній грошовій одиниці). У рівняннях (7.4) і (7.5) показано дотримання правила “однієї ціни” для товарів імпорту та експорту, відповідно. Обидва товари є такими, що виробляються окремо в певній країні (експорт) або за кордоном (імпорт).

Девальвація грошової одиниці зменшує пропозицію товарів імпорту та збільшує попит на експорт. Водночас попит на товари імпорту та пропозиція товарів експорту не змінюються (у внутрішніх цінах). Країни-торговельні партнери зменшують пропозицію товарів імпорту (рівняння (7.1)),

<sup>1</sup> Поданий нижче виклад моделі Бікердайка — Робінсон — Метцлера ґрунтується на її інтерпретації Р. Дорнбушем [175, р. 23—41].

оскільки підвищується їх вартість на експортних ринках (рис. 7.1). Відповідно змінюється рівновага на ринку товарів імпорту для певної країни ( $X_0^* \rightarrow X_1^*$ ).

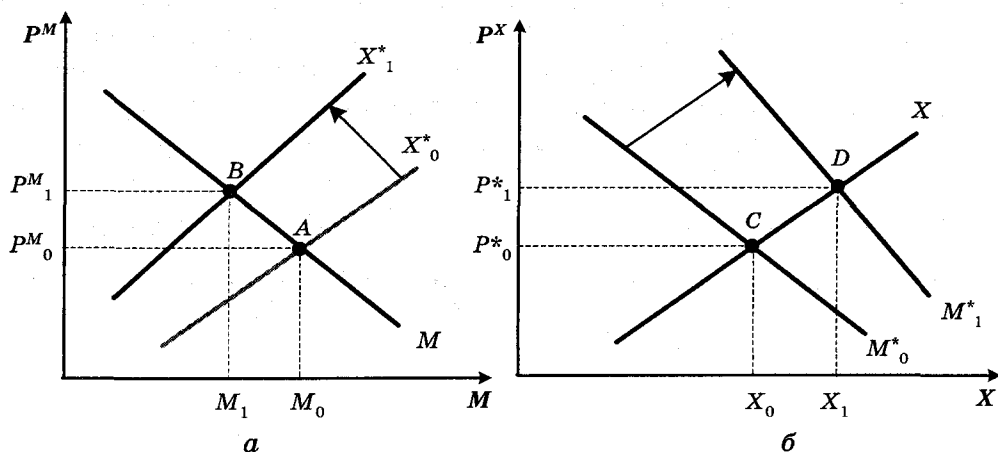


Рис. 7.1. Вплив девальвації грошової одиниці на обсяги експорту-імпорту: а — імпорту; б — експорту

При сталому попиті на товари імпорту (лінія  $M$  зберігає початкове положення) вирівнювання попиту і пропозиції призводить до зменшення обсягів імпорту ( $M_0 \rightarrow M_1$ ). Правило “однієї ціни” зумовлює подорожчання товарів імпорту з  $P_0^M$  до  $P_1^M$  (рівняння (7.4)). За кордоном девальвація обмежує попит на місцевий експорт, що призводить до зменшення кількісних показників та зниження цін на товари експорту. Подібно збільшення попиту за кордоном (рівняння (7.2)) стимулює реалізацію товарів експорту ( $M_0^* \rightarrow M_1^*$ ). Після девальвації іноземні партнери усвідомлюють здешевлення вартості товарів імпорту, що збільшує їх пропозицію. Відповідно ціна імпорту в країнах-торговельних партнерах знижується. При сталій пропозиції товарів експорту (лінія  $X$  зберігає початкове положення) відбувається збільшення обсягів експорту ( $X_0 \rightarrow X_1$ ) та підвищення внутрішньої ціни товарів експорту. Перехід до рівноваги торговельного балансу завершується після досягнення рівноваги ринків імпорту та експорту. При цьому підвищується рівноважне значення ціни товарів імпорту ( $P_0^M \rightarrow P_1^M$ ) та експорту ( $P_0^X \rightarrow P_1^X$ ).

Таким чином, девальвація грошової одиниці має три наслідки: 1) збільшення обсягів експорту; 2) зменшення обсягів імпорту; 3) підвищення внутрішньої ціни обох товарів — експорту й імпорту. Хоча обсяги імпорту зменшуються, його подорожчання може спричинити протилежний до очікуваного наслідок — погіршення торговельного балансу. Так само збільшення кількісних обсягів експорту не означає автоматичного збільшення

валютних надходжень, оскільки вартість експорту в іноземній грошовій одиниці знижується. Деяко по-іншому зменшення витратків на імпорт може не створити очікуваного зменшення надлишкового попиту на іноземну валюту, оскільки цьому перешкоджатимуть обмежені можливості експорту.

Торговельний баланс поліпшується лише за умови високої цінової еластичності експорту, коли збільшення його обсягів з надлишком компенсує втрати від зниження ціни. Пропозиція іноземної валюти збільшується лише тоді, якщо цінова еластичність експорту перевищує 1; інакше пропозиція іноземної валюти зменшується (рис. 7.2). З іншого боку, невисока цінова еластичність імпорту може спровокувати одночасне підвищення цін та спад виробництва (стагфляція). Після підвищення цін на імпорт наступне зменшення доходу з високою ймовірністю обмежить сукупний попит, що призведе до спаду виробництва.

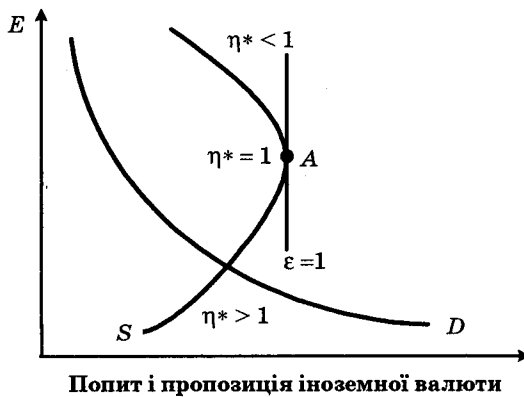


Рис. 7.2. Рівновага ринку іноземної валюти

Рівняння торговельного балансу (7.3) формалізує ефект *J*-кривої. Відразу ж після девальвації грошової одиниці підвищується ціна товарів імпорту, тоді як ціна товарів експорту залишається без змін. Обсяги експорту-імпорту в короткочасному плані змінюються незначно. Таким чином ледь помітне підвищення вартості експорту  $P^X X$  спостерігається на тлі значного збільшення імпорту  $P^M M$ . Відповідно погіршується торговельний баланс. Виникнення *J*-кривої передбачає високу цінову еластичність експорту і низьку еластичність імпорту. З плином часу подорожчання імпорту поступово обмежує його кількісні показники; експорт теж збільшується у кількісному вимірі, оскільки цінова еластичність експорту є вищою у довгостроковій перспективі. Докладніше функціональні залежності зовнішньої торгівлі проаналізовано нижче.



Достатню умову поліпшення торговельного балансу визначають відповідні цінові еластичності імпорту й експорту

$$\eta = -P^M dM / M dP^M, \quad (7.6)$$

$$\varepsilon = P^X dX / X dP^X, \quad (7.7)$$

$$\eta^* = -P^{X^*} dM^* / M^* dP^{X^*}, \quad (7.8)$$

$$\varepsilon^* = P^{M^*} dX^* / X^* dP^{M^*}, \quad (7.9)$$

де  $\eta$  і  $\eta^*$ ,  $\varepsilon$  і  $\varepsilon^*$  — відповідно цінові еластичності попиту на імпорт та пропозиції товарів експорту в певній країні й за кордоном.

Функціональні залежності торговельного балансу зручно проаналізувати окремо для експорту та імпорту. Надходження від експорту (в іноземній грошовій одиниці) залежать від зміни фізичних обсягів та ціни. З рівняння (7.1) отримуємо

$$\frac{d(P^X X)}{P^X X} = \frac{dM^*}{M^*} + \frac{dP^{X^*}}{P^{X^*}} = \frac{dX}{X} + \frac{dP^{X^*}}{P^{X^*}}, \quad (7.10)$$

адже фізичні обсяги експорту дорівнюють обсягам імпорту країни-торговельного партнера ( $X = M^*$ ). Для визначення впливу цінового чинника передусім врахуємо залежність між цінами експорту в обох країнах.

З рівняння (7.5) випливає

$$\frac{dP^X}{P^X} = \frac{dE}{E} + \frac{dP^{X^*}}{P^{X^*}}. \quad (7.11)$$

Після підстановки (7.11) у вираз (7.7) отримуємо

$$\varepsilon = \frac{dX/X}{dP^{X^*}/P^{X^*} + dE/E}. \quad (7.12)$$

Приймаючи  $dX = dM^*$ , з виразу (7.8) випливає

$$\frac{dX}{X} = -\frac{\eta^* dP^{X^*}}{P^{X^*}}. \quad (7.13)$$

Після підстановки виразу для  $dX/X$  з (7.13) у вираз (7.12) отримуємо

$$\frac{dP^{X^*}}{P^{X^*}} = -\frac{\varepsilon}{\varepsilon + \eta^*} \frac{dE}{E}. \quad (7.14)$$

Підставляючи вираз (7.14) у вираз (7.8), отримане значення для рівня цін експорту можна використати для визначення кількісних обсягів експорту

$$\frac{dX}{X} = -\frac{\eta^* dP^{X*}}{P^{X*}} = \frac{\varepsilon \eta^*}{\varepsilon + \eta^*} \frac{dE}{E}. \quad (7.15)$$

З виразів (7.15) і (7.13) випливає, що девальвація грошової одиниці збільшує обсяги експорту, але знижує відповідний рівень цін у країнах-торговельних партнерах. Це надає змінам обмінного курсу дещо двозначного характеру, адже сумарний ефект залежить від співвідношення між обома протилежно спрямованими тенденціями.

Підставляючи значення вартісних і кількісних параметрів експорту з виразів (7.14) і (7.15) у вираз (7.10), отримуємо

$$\frac{d(P^X X)}{P^X X} = \frac{\varepsilon(\eta^* - 1)}{\varepsilon + \eta^*} \frac{dE}{E}. \quad (7.16)$$

Як видно з виразу (7.16), девальвація грошової одиниці збільшує валютні надходження лише за умови високої цінової еластичності попиту на експорт ( $\eta^* > 1$ ). Інакше вартість експорту знижується. Наприклад, у Росії в 1999 р. стрімке знецінення рубля збільшило фізичні обсяги експорту неенергетичної продукції у діапазоні від 15 до 35 %, проте вартість експорту знизилася внаслідок зниження експортних цін [9, с. 28—29]. Загалом у вартісному вимірі експорт товарів і послуг знизився на 4 % проти показників 1998 р., а їх імпорт — на 30 %. Тобто девальвація рубля поліпшила торговельний баланс за допомогою зменшення імпорту, тоді як не відбулося очікуваного збільшення експорту. В Україні майже половина укладених в 1999 р. контрактів передбачали зниження експортних цін порівняно з 1998 р. та збільшення фізичних обсягів експортних поставок [100, с. 39]. Окрім імовірного зв'язку з азійською фінансовою кризою (1997—1998 рр.), що знизилася світові ціни на сировину, це може означати безпосередній вплив на формування світових цін. Висока питома вага в експорті продукції, яка чутлива до цінового чинника, ставить нашу країну в залежність від цін світового ринку [49, с. 60].

Брак можливостей збільшення експорту ( $\varepsilon = 0$ ) надає девальвації грошової одиниці нейтрального характеру стосовно обсягів і цінових параметрів експорту. Єдиним наслідком девальвації грошової одиниці стає пропорційне підвищення внутрішньої ціни товарів експорту. Якщо цінова еластичність пропозиції товарів експорту є ідеальною ( $\varepsilon = \infty$ ), вартість

експорту залежить винятково від цінової еластичності попиту в країнах — торговельних партнерах.

З рівняння (7.2) отримуємо для вартості імпорту

$$\frac{d(P^M M)}{P^M M} = \frac{dX^*}{X^*} + \frac{dP^{M^*}}{P^{M^*}} = \frac{dM}{M} + \frac{dP^{M^*}}{P^{M^*}}. \quad (7.17)$$

З рівняння (7.4) зміна рівня цін імпорту становить

$$\frac{dP^M}{P^M} = \frac{dE}{E} + \frac{dP^{M^*}}{P^{M^*}}. \quad (7.18)$$

Після підстановки (7.18) у вираз (7.6) отримуємо

$$\eta = -\frac{dM/M}{dP^{M^*}/P^{M^*} + dE/E}. \quad (7.19)$$

Підставляючи вираз для  $dM/M$  з (7.9) у вираз (7.19), маємо

$$\frac{dP^{M^*}}{P^{M^*}} = -\frac{\eta}{\varepsilon^* + \eta} \frac{dE}{E}. \quad (7.20)$$

З виразів (7.20) і (7.9) випливає, що

$$\frac{dM}{M} = -\frac{\varepsilon^* \eta}{\varepsilon^* + \eta} \frac{dE}{E}. \quad (7.21)$$

Вирази (7.20) і (7.21) показують, що девальвація грошової одиниці зменшує обсяги та рівень цін імпорту.

Об'єднуючи у рівнянні (7.17) вирази для (7.20) і (7.21), знаходимо

$$\frac{d(P^M M)}{P^M M} = -\frac{\eta(1 + \varepsilon^*)}{\varepsilon^* + \eta} \frac{dE}{E}, \quad (7.22)$$

що характеризує сумарний вплив девальвації як чинника зменшення імпорту.

Використовуючи загальний диференціал для торговельного балансу (рівняння (7.3)), підстановка виразів (7.16) і (7.22) забезпечує такий результат:

$$dTRADE = \left[ \frac{\varepsilon(\eta^* - 1)}{\varepsilon + \eta^*} P^X X + \frac{\eta(1 + \varepsilon^*)}{\varepsilon^* + \eta} P^M M \right] \frac{dE}{E}. \quad (7.23)$$

Приймаючи рівновагу експорту-імпорту ( $P^X X = P^M M$ ), вираз (7.23) стає

$$d\text{TRADE} = P^X X \left[ \frac{\eta^* (1 + \varepsilon + \varepsilon^*) - \varepsilon \varepsilon^* (1 - \eta - \eta^*)}{(\varepsilon + \eta^*)(\varepsilon^* + \eta)} \right] \frac{dE}{E}. \quad (7.24)$$

Торговельний баланс поліпшується, якщо умови торгівлі щонайменше не погіршуються:  $\eta^*/(\varepsilon + \eta^*) \geq \varepsilon^*/(\varepsilon^* + \eta)$ . Інакше від девальвації грошової одиниці очікується погіршення торговельного балансу. За умов ідеальної цінової еластичності пропозиції товарів експорту ( $\varepsilon = \varepsilon^* = \infty$ ), поліпшення торговельного балансу забезпечується доволі високими ціновими еластичностями попиту на імпорт:  $\eta + \eta^* > 1$  (умова Маршалла — Лернера)<sup>1</sup>. Якщо збільшення попиту на імпорт у країнах-імпортерах не створює підвищення цін у країні-експортері, імпортери виграють від зниження цін на товари імпорту. Ідеальну цінову еластичність пропозиції товарів експорту ймовірно очікувати в економіках з високим безробіттям або значними (необмеженими) ресурсами інших чинників виробництва. За таких умов збільшення попиту не призводить до підвищення рівня цін. Також можна припустити, що пропозиція чинників виробництва є ідеально еластичною для малої відкритої економіки, яка не впливає на світовий рівень цін (незалежно від обсягів придбання окремих товарних позицій). Іншою передумовою високої цінової еластичності є конкуренція або небажання втратити частку на ринку внаслідок підвищення рівня цін.

Для малої відкритої економіки можна припустити ідеальну цінову еластичність не лише пропозиції товарів експорту, але й попиту на імпорт ( $\eta^* = \infty$ ). За таких умов збільшення експорту не впливає на рівень цін у країнах-імпортерах, що надає девальвації сприятливого забарвлення, оскільки надходження від більших обсягів експорту поєднуються зі зменшенням імпорту.

Модель Бікердайка — Робінсон — Метцлера можна модифікувати за допомогою внесення показника RER. Якщо зауважити, що рівні цін експорту-імпорту відбивають відносну ціну обох товарів стосовно рівня цін внутрішньої торгівлі, отримуємо

<sup>1</sup> Термін “умова Маршалла — Лернера” для визначення умови ефективності девальвації грошової одиниці у поліпшенні поточного рахунку вперше використав англійський економіст Ч. Кайндлбергер (Charles Kindleberger). Доречність такої персоналізації відомої економічної залежності піддано сумніву. По-перше, А. Маршалл помер у 1924 р., на декілька років раніше, ніж А. Лернер (Abba Lerner) став економістом (це відбулося лише у 1930-х роках), так що спільних досліджень вони не провадили. Тим більше, тематика досліджень А. Маршалла і А. Лернера істотно відрізнялася. Якщо А. Лернер досліджував вплив обмінного курсу на торговельний баланс, то А. Маршалла цікавили умови торгівлі. Він неодноразово наголошував принципові відмінності між впливом умов торгівлі та обмінного курсу, проте в умові Маршалла — Лернера такі відмінності ніяк не акцентуються.

$$P^M = EP^{X^*} / P = (EP^* / P) \cdot (P^{X^*} / P^*) \equiv qP^{X^*}, \quad (7.25)$$

де  $q$  — реальний обмінний курс на основі ПКС ( $q = EP^* / P$ ).

Відповідно рівень цін імпорту за кордоном становить

$$P^{M^*} = P^X / q. \quad (7.26)$$

Рівняння (7.25) і (7.26) показують залежність торговельного балансу від RER.

### 7.1.2. Ціновий “песимізм”

Досвід “великої депресії” (1929—1933 рр.) засвідчив певні переваги девальвації грошової одиниці як засобу вирівнювання платіжного балансу [285, р. 627—628]. Країни, що першими відмовилися від золотого стандарту, успішно девальвували власні грошові одиниці з метою попередити дефляцію та поліпшити цінові співвідношення у зовнішній торгівлі. Зокрема, спад виробництва і безробіття у Норвегії, Швеції, Фінляндії та Іспанії виявилися значно нижчими, ніж у Бельгії, Італії, Нідерландах і Польщі, які довше підтримували золотий стандарт. Приблизно до 1935 р. країни з гнучким курсоутворенням значною мірою подолали кризові явища, тоді як у країнах, що дотримувалися золотого стандарту, депресія продовжувалася.

Американський економіст Р. Триффін (Robert Triffin) встановив, що за умов золотого стандарту кошти вирівнювання платіжного балансу припадали головним чином на країни-експортери сировини. Причиною була невисока цінова еластичність пропозиції товарів експорту (мінеральної сировини та сільськогосподарської продукції). Після виникнення від’ємного сальдо платіжного балансу наступне скорочення пропозиції грошової маси і підвищення відсоткової ставки обмежували сукупний попит, що знижувало ціни на сировину. Додатково цьому сприяло зменшення запасів, оскільки вони фінансувалися за допомогою банківських позик. Комбінація зазначених чинників попиту і пропозиції у промислових країнах створювала стрімке зниження світових цін на сировину. Тим більше, цьому сприяла невисока чутливість виробництва у країнах-експортерах сировини до цінового чинника (попри зменшення попиту, виробництво не скорочувалося). Разом з тим рівень цін на промислові товари знижувався набагато менше, оскільки попит на них не так помітно залежав від відсоткової ставки, а динаміка цін була стабільнішою.

Для країн світової “периферії” наслідки погіршення умов торгівлі посилювалися несприятливим зменшенням припливу капіталу. Якщо під час

економічного піднесення та збільшення попиту на сировину в промислових країнах виникали стимули для інвестицій у сировинні галузі за кордоном, то економічний спад істотно послаблював цю мотивацію. Зменшення попиту на сировину вело до стагнації інвестицій за межами промислових країн. Як наслідок: серйозне зменшення обсягів експорту, обмеження можливостей імпорту та спад виробництва. Багато країн “периферії” вихід зі складного економічного становища вбачали у девальвації грошової одиниці.

Проте відразу ж після Другої світової війни набув популярності так званий ціновий песимізм, що заперечував переваги девальвації грошової одиниці як засобу поліпшення торговельного балансу та стимулювання виробництва. Аргументів проти девальвації грошової одиниці було декілька: 1) обмеженість можливостей експорту в економіках європейських країн, зруйнованих війною; 2) необхідність реконструкції промисловості за допомогою імпорту обладнання; 3) нестача долара (країни Західної Європи не мали достатньої кількості американської валюти для придбання необхідного критичного імпорту); 4) відсутність фінансових ринків; 5) брак залежності потоків капіталу від різниці відсоткових ставок [170, р. 217—218]. Вважалося, що девальвація грошової одиниці не лише не зменшить надлишковий попит на іноземну валюту, але й збільшить його. Попит на імпорт і пропозиція товарів експорту вважалися незалежними від цінового чинника, що стверджувалося емпіричними дослідженнями [164, р. 145]. У випадку  $\varepsilon = 0$  і  $h = 0$  торговельний баланс стає незалежним від обмінного курсу. За таких умов “плавання” грошової одиниці не супроводжується конвергенцію обмінного курсу до деякого рівноважного значення. Згідно з даними Економічної комісії ООН для Латинської Америки і Карибського басейну, обернений зв’язок між обсягами експорту і рівнем експортних цін далі спостерігається у країнах регіону. Порівнюючи з 1995 р., наприкінці 1990-х років кількісні обсяги експорту зросли у країнах регіону від 5 до 30 %, проте вартість експорту підвищилася лише на 5—10 %. В окремих країнах (Еквадор, Панама, Парагвай, Чилі) вартість експорту навіть знизилася. Додатково привабливість девальвації грошової одиниці послаблюється залежністю від критичного імпорту (це знижує цінову еластичність попиту на імпорт).

Попри можливі обмеження, інтуїтивна простота теоретичних аргументів сприяє популярності цінового підходу серед багатьох українських економістів. Упродовж 1992—1993 рр. стрімке знецінення грошової одиниці вважалося ефективним засобом поліпшення умов торгівлі після переходу до світових цін у торгівлі енергоносіями. Наприкінці 1993 р. усвідомлення прямого зв’язку між девальвацією та інфляцією схилило до перегляду

практичних переваг цінового підходу, але ненадовго. Перехід до вільноплаваючого обмінного курсу восени 1994 р. мав на меті швидке вирівнювання торговельного балансу, проте цього не сталося. Натомість гальмування інфляції вимагало стабілізації обмінного курсу. В 1996 р. знецінення грошової одиниці (5,3 %) значно поступалось показнику інфляції — 39,6 %. На зламі 1996—1997 рр. невирішеність проблеми дефіциту торговельного балансу почала асоціюватися для багатьох економістів у душі цінового підходу з надмірним зміцненням грошової одиниці.

Численні дослідження показників цінової еластичності експорту-імпорту є достатньо суперечливими. Присутність *J*-ефекту переважно заперечується у довгостроковій перспективі (“ціновий оптимізм”), однак у короткочасному плані (від декількох місяців до декількох кварталів) девальвація грошової одиниці зазвичай погіршує торговельний баланс [246, р. 6]. Зокрема, дані американської економіки для післявоєнного часу показують, що *J*-ефект спостерігався продовж приблизно року [183, р. 537—575] або навіть трьох років [203, р. 8]. Упродовж 1985—1987 рр. зниження RER становило 27 %, проте це не поліпшило сальдо поточного рахунку. Проте інше дослідження кварталних даних американської економіки (1960—1985 рр.) засвідчило брак коротко- і довгострокової залежності торговельного балансу від RER [307, р. 53—68]. Нещодавне вивчення річних даних понад 400 двосторонніх торговельних балансів для 21-ї промислової країни показало, що *J*-ефект все-таки спостерігається [128]. Подібно це стверджується для української економіки [54, с. 74—79]. А. Кияка [39, с. 60—68] до висновку про *J*-ефект схиляє досвід 1999 р., однак визнається, що надалі “девальваційний фон поступово вичерпав себе”. Для розширеної моделі торговельного балансу знаки коефіцієнтів для RER відповідають архітектурі *J*-ефекту, але їм бракує статистичної значущості [97, с. 316].

Для річних даних 77-ми країн за період 1960—1993 рр. виявлено, що короткострокова цінова еластичність імпорту є близькою до нуля, хоча й збільшується понад 1 у довгостроковій перспективі (для цього потрібно 5 років) [317]. Набагато помітнішою є пряма залежність імпорту від доходу (довгострокова еластичність є майже втричі вищою — 1,5 проти 0,5 у короткочасному плані). За допомогою даних 75-ти країн (1960—1993 рр.) встановлено, що короткочасні цінові еластичності експорту перебувають у межах від -0,02 (Перу) до -0,96 (Парагвай) [315, р. 259—273]. Середнє значення становило -0,21, а медіана — (-0,17) (із стандартним відхиленням 0,19). Довгострокові еластичності перебували у межах від 0,02 (Перу) до -4,72 (Туреччина). Середнє значення становило -1, а медіана — (-0,76). Найвищою ціновою еластичністю експорту характеризуються країни Південно-Східної Азії, де цей показник перевищує характеристики про-

мислових країн, а найнижчою — країни Африки. Довгострокова цінова еластичність експорту перевищила 1 у 22-х з 33 країн.

Загалом численні емпіричні дослідження цінового чинника у зовнішній торгівлі [164, р. 145—146; 114, р. 41—42; 128; 315, р. 259—273] можна підсумувати: 1) для більшості країн умова Маршалла — Лернера дотримується, 2) довгострокові еластичності експорту-імпорту значно перевищують короткострокові значення (це показує, що вплив суб'єктивної поведінки економічних агентів є важливішим, ніж управління запасами<sup>1</sup>), 3) цінова еластичність експорту є вищою, ніж еластичність імпорту, 4) цінова еластичність промислових товарів є вищою, ніж цінова еластичність сировини (це пояснює вищу еластичність експорту порівняно з імпортом у промислових країнах, а також країнах Південно-Східної Азії). Цінову еластичність для промислових товарів може знижувати брак конкуренції (транспортні кошти, торговельний протекціонізм, податкова система). Кошти виробництва окремих товарів можуть не змінюватися внаслідок практики довгострокових контрактів найму робочої сили і постачання сировини.

Неефективність цінових механізмів вирівнювання торговельного балансу пояснюють теорії корпоративної конкуренції та гістерезису, які використовують припущення щодо мінімізації втрат від коливань обмінного курсу великими ТНК. У теорії корпоративної конкуренції оптимальною реакцією на погіршення цінових співвідношень у зовнішній торгівлі стає підтримання експортної ціни на заниженому рівні. Це дозволяє зберегти експортні ринки збуту, нівелюючи зусилля країн-імпортерів щодо обмеження кількісних обсягів імпорту. В теорії гістерезису засадничим є припущення про інвестиційний характер частки на зовнішньому ринку. Атрибути успішної діяльності у країні-імпортері (репутація, дистриб'юторська мережа тощо) вимагають значних інвестицій і не дозволяють покинути ринок під час девальвації грошової одиниці. Після знецінення грошової одиниці зроблені раніше інвестиції не відшкодовуються, якщо компанія негайно знизить обсяги реалізації, а згодом здійснюватиме повторні спроби виходу на ринок країни-імпортера.

Практика вибіркового визначення цін експортних товарів на зовнішніх ринках (англ. *pricing to the market*) пояснюється поведінкою ТНК<sup>2</sup>. При цьому враховуються важливі особливості країн-торговельних партнерів.

<sup>1</sup> Коли споживачі спостерігають підвищення цін, це не створює підвищеного попиту в короткостроковому плані. Навпаки, вони відкладають придбання товарів на майбутнє.

<sup>2</sup> Інше пояснення використовує аргумент про оптимізацію ціноутворення промисловими компаніями ("кошти меню") або приватними споживачами [311, р. 71].



## ВИБІРКОВЕ ВИЗНАЧЕННЯ ЦІНИ НА ЕКСПОРТНИХ РИНКАХ

З погляду практики вибіркового визначення ціни експортерами стає безумовним використання двосторонніх індексів експорту. В логарифмічному вигляді отримуємо:

$$p^{XM} = p^X - \delta(p_o^X - p^M), \quad (7.27)$$

де  $p^{XM}$  — ціна експорту двосторонньої торгівлі ( $X$  — експорт з певної країни, а  $M$  — імпорт країни — торговельного партнера);  $p^X$  і  $p^M$  — відповідно агреговані рівні цін експорту та імпорту за кордоном;  $p_o^X$  — середньозважений рівень цін експорту в інші країни.

З урахуванням лише цінових показників двосторонньої торгівлі та конкуренції за кордоном попит на товари експорту становить:

$$X^{XM} - p^{XM} = -\phi(p^{XM} - p^M) + \gamma(p_{oM}^M - p^M), \quad (7.28)$$

де  $X^{XM}$  — обсяги двостороннього експорту;  $p_{oM}^M$  — середньозважений рівень цін імпорту в країні — торговельному партнері, що постачається експортерами-конкурентами.

На підставі рівняння (7.27) значення рівня цін експортерів-конкурентів становить

$$p_{oM}^M = p_o^{XM} - p_o^M = p_o^M - \delta(p_o^{XM} - p_o^M), \quad (7.29)$$

де  $p_o^{XM}$  — середньозважений рівень цін імпорту для країни — торговельного партнера стосовно цін на інших ринках (вагові коефіцієнти відбивають погляд країни-експортера).

Після підстановки рівняння (7.28) у рівняння (7.29) отримуємо:

$$\begin{aligned} X^{XM} - p^X &= -\phi(p^X - p^M) - \delta(1-\phi)(p_o^X - p^M) + \\ &+ \gamma(p_o^M - p^M) - \delta\gamma(p_o^{XM} - p_o^M), \end{aligned} \quad (7.30)$$

де  $p_o^M$  — середньозважений рівень внутрішніх цін за межами країни — імпортера на основі вагових коефіцієнтів імпорту.

Нехтуючи різницею середніх цін експорту на зовнішніх ринках ( $p_o^{XM} - p_o^M$ ) рівняння (7.30) можна переписати для вартості експорту в реальному вимірі

$$(X^{XM}) = -\phi(p^X - p^M) - \delta(1-\phi)(p_o^X - p^M) + \gamma(p_o^M - p^M). \quad (7.31)$$

Наслідки вибіркового визначення ціни відбиває різниця  $p_o^X - p^M$ .

*Джерело: Bayomi T. Estimating Trade Equations From Aggregate Bilateral Data. Working Paper No. 74. — Washington: IMF, 1999*

Приміром, у 1980—1984 рр. японські компанії підтримували стабільну ціну власних автомобілів на американському ринку, попри відчутне підвищення обмінного курсу єни. Практика вибіркового визначення ціни є більше притаманною японським та німецьким компаніям, тоді як американські експортери практикують таку поведінку набагато рідше. Вибіркове визначення ціни експортерами стверджується емпірично, зокрема для японських компаній [323, р. 266—289]. Така поведінка японських експортерів може пояснювати брак очікуваного поліпшення сальдо поточного рахунку в США після знецінення долара (іншою причиною стає баланс заощаджень-інвестицій), а також незалежність цін на товари  $Q^T$  від обмінного курсу.

Встановлено, що для показників двосторонньої торгівлі цінова еластичність експорту помітно залежить від динаміки обмінного курсу третіх країн [128]. Для даних 21 промислової країни з урахуванням вибіркового визначення цін на зовнішніх ринках цінова еластичність експорту збільшується з короткочасних  $-0,31$  до  $-0,79$  на віддаленішу перспективу, а імпорту — з  $0,08$  до  $0,50$ . Водночас посилюється  $J$ -ефект. Короткострокова цінова еластичність торговельного балансу становить  $0,37$ , однак вже через рік стає протилежною ( $-0,22$ ) і далі збільшується до  $-0,42$ .

### 7.1.3. Потенційні недоліки цінового підходу

Декілька особливостей цінового підходу обмежують його використання для ширшого аналізу економічних процесів у відкритій економіці. По-перше, модель Бікердайка — Робінсон — Метцлера передбачає розрахунок індивідуальних цінових еластичностей для окремих товарів експорту-імпорту. Це достатньо складно навіть для країн з розвинутою системою статистики зовнішньої торгівлі.

По-друге, не аналізується рівновага грошового ринку. Це важливо передусім для країн з високою залежністю сукупного попиту від відсоткової ставки, адже девальвація грошової одиниці впливає на цей показник. За умови високої мобільності капіталу центральний банк втрачає контроль за пропозицією грошової маси, що перешкоджає підтриманню цінової стабільності (відсутність інфляції є одним з важливих припущень моделі Бікердайка — Робінсон — Метцлера).

По-третє, не враховується залежність зовнішньої торгівлі від доходу. Країни з низькою ціновою еластичністю та високою залежністю попиту на імпорт від доходу потерпатимуть від постійного у часі погіршення торговельного балансу за умови прискореного економічного розвитку ( $\Delta Y > \Delta Y^*$ ). При збільшенні доходу підвищений попит на імпорт вимагає значного

знецінення грошової одиниці задля вирівнювання торговельного балансу. Емпіричні дослідження показують щільний зв'язок між обсягами експорту і доходом країн — торговельних партнерів. Короткострокова еластичність попиту на експорт від доходу за кордоном перебувала у межах від 0,2 (Еквадор) до 1,15 (Фінляндія); середнє значення становило 0,5 [315, р. 259—273]. Довгострокові показники були значно вищими — від 0,17 (Еквадор) до 4,34 (Південна Корея). Найвищою залежність експорту від доходу за кордоном виявилася у Південно-Східній Азії; країни, що розвиваються, мали нижчі показники, ніж промислові країни. У 33 з 53-х країн довгострокові значення перевищили 1. Останнім часом з'являються теоретичні та емпіричні аргументи на користь прямого зв'язку між власним виробництвом і експортом [128]. У багатьох країнах збільшення експорту стає пропорційним динаміці промислового виробництва; цю залежність називають “правилом 45°” (англ. *the 45 degree rule*). Це пояснює відсутність очікуваного знецінення грошової одиниці у країнах з прискореним економічним зростанням. Теоретично сприятливу залежність експорту від обсягів виробництва пояснюють коштами економії від обсягів виробництва та поведінкою споживачів за умов зростаючого різноманіття вироблених товарів.

По-четверте, девальвація грошової одиниці може безпосередньо впливати на сукупний попит через зміну реальної вартості фінансових активів (ефект добробуту). Нарешті, ціновий підхід не передбачає врахування повної зайнятості, коли немає можливостей залучення додаткових трудових ресурсів для виробництва товарів експорту. Це виявилось важливим чинником макроекономічного аналізу для промислових країн у 1950—1960-х роках, коли вже було подолано безробіття перших післявоєнних років [343, р. 88].

## 7.2. Абсорбційний підхід

Теоретичні підвалини абсорбційного підходу до вирівнювання платіжного балансу заклав на початку 1950-х років американський економіст С. Александер (Sidney Alexander). Значення девальвації для вирівнювання платіжного балансу не заперечується, але визнається недостатність знецінення грошової одиниці для випадків надмірної абсорбції. Подібно до моделі Салтера — Свона, абсорбційний підхід поєднує у вирівнюванні платіжного балансу ефекти доходу і заміщення. Порівняно з ціновим підходом, більшої ваги набувають чинники фіскальної і монетарної політики.

### 7.2.1. Теоретична модель

Вихідним є визначення доходу внутрішньою абсорбцією і поточним рахунком

$$Y = A + CA. \quad (7.32)$$

З урахуванням структури сальдо поточного рахунку отримуємо

$$CA = Y - A = X - IM, \quad (7.33)$$

де  $IM$  — імпорт (позначення змінено зі стилістичних міркувань).

Децю спрощено сальдо поточного рахунку визначено обсягами лише товарного експорту-імпорту (без урахування сальдо послуг, інвестиційного доходу і приватних трансфертів). Фактично у рівнянні (7.33) поточний рахунок ототожнюється з торговельним балансом. Торговельний баланс відбиває як сальдо експорту-імпорту, так і різницю між виробленим доходом та внутрішнім попитом на товари і послуги (абсорбцією). Таким чином, від'ємне сальдо поточного рахунку стає наслідком надмірної абсорбції ( $A > Y$ ). Враховуючи залежність абсорбції від доходу і обмінного курсу, отримуємо

$$\Delta A = b(1-t)\Delta Y - d, \quad (7.34)$$

де  $t$  — ставка оподаткування;  $d$  — незалежний вплив девальвації на абсорбцію.

З рівнянь (7.32) і (7.34) неважко отримати:

$$\Delta CA = [1 - b(1-t)]\Delta Y + d = s\Delta Y + d, \quad (7.35)$$

де  $s$  — норма заощаджень.

Отже, важливим критерієм поліпшення поточного рахунку стає збільшення заощаджень, тим паче якщо девальвація не впливає на абсорбцію ( $d = 0$ ). Через дохід (компонента  $s\Delta Y$ ) девальвація створює два ефекти у сукупній пропозиції: 1) *вільних потужностей* (якщо економіка перебуває на нижчому від "природного" рівні доходу, збільшення попиту на експорт стимулює дохід) і 2) *умов торгівлі* (якщо підвищення рівня імпорту домінує, це зменшує дохід<sup>1</sup>, передусім у малих відкритих економіках) [209, р. 151—152]. Початкові аргументи С. Александера про рестрикційний вплив девальвації грошової одиниці на дохід згодом було послаблено висновком Ф. Мачлупа (Fritz Machlup) щодо створюваних нею сприятливих

<sup>1</sup> Необхідна умова поліпшення умов торгівлі передбачає  $\eta^*\eta > \epsilon^*\epsilon$ , що малоімовірно.

можливостей для лібералізації зовнішньої торгівлі. Опосередковані переваги від лібералізації імпорту (поліпшення розподілу ресурсів, посилення конкуренції) повинні перевищити потенційні втрати від девальвації грошової одиниці.

Безпосередній вплив девальвації на абсорбцію (компонента  $d$  у рівнянні (7.35)) матеріалізується відразу у декількох ефектах:

а) *добробуту*. Девальвація грошової одиниці знижує вартість фінансових та інших активів і зменшує приватне споживання, що обмежує абсорбцію. Намагання зберегти рівень грошових активів на попередньому рівні можуть зумовити продаж облігацій приватними економічними агентами, що додатково зменшить абсорбцію;

б) *перерозподілу доходу*. Якщо девальвація грошової одиниці перерозподіляє дохід на користь прошарків населення з підвищеною схильністю до заощаджень, це обмежить абсорбцію і сприятиме поліпшенню сальдо поточного рахунку;

в) *монетарної "ілюзії"*. Зростання номінального доходу збільшує надходження від подоходного податку, хоча особистий дохід у реальному вимірі може зменшитися.

Інші потенційні наслідки девальвації аналізувалися вище: інфляційна "віддача", підвищений ризик, залежність виробництва від критичного імпорту (розділ 5).

З часом відбулося об'єднання теоретичних конструкцій абсорбційного і цінового підходів. Не вдаючись у деталі, найпростіше логіку зменшення абсорбції з доцільністю зміни цінових співвідношень поєднує врахування функціональних залежностей окремих компонент поточного рахунку

$$CA = Y(q) - A(M, g) = X(q) - qIM(q, A). \quad (7.36)$$

$$Y_q < 0, \quad A_M, A_g > 0, \quad X_q > 0, \quad IM_q < 0, \quad IM_A > 0.$$

Обсяги експорту-імпорту асиметрично залежать від RER: поліпшення цінових співвідношень стимулює експорт і зменшує імпорт. Зниження RER скорочує обсяги виробництва. У рівнянні (7.36) абсорбція характеризує сукупний попит, так що її збільшення стимулює попит на імпорт. Абсорбцію збільшують пропозиція грошової маси і дефіцит бюджету. Вирівнювання платіжного балансу передбачає доповнення девальвації обмеженням абсорбції: скорочення приватного споживання, фіскальна дисципліна, зменшення інвестицій, рестрикційна монетарна політика. Зрозуміло, що експансійна політика стає важливою причиною погіршення сальдо платіжного балансу. Окрім безпосереднього впливу на RER, обмінний курс

має опосередкований вплив через ефект добробуту. В більшості випадків наслідки надмірної абсорбції неможливо компенсувати знеціненням грошової одиниці. Наприклад, в Угорщині упродовж січня 1990 р. — лютого 1995 р. відбулося 22 мікродевальвації форинта, що загалом знизили обмінний курс на 87 %, проте це не запобігло виникненню кризи платіжного балансу наприкінці 1994 р. — на початку 1995 р.

Логіку абсорбційного підходу проілюстровано на рис. 7.3. Лінія  $SI$  показує рівновагу доходу—абсорбції, коли зменшення абсорбції створює передумови для поліпшення поточного рахунку. Збільшення доходу зменшує надлишкову абсорбцію і поліпшує поточний рахунок. З іншого боку, лінія  $CA$  відбиває погіршення сальдо поточного рахунку під час збільшення доходу, адже це збільшує попит на імпорт. Припустімо, що економіка перебуває на “природному” рівні доходу  $Y^N$  і спостерігається від’ємне сальдо поточного рахунку (т.  $A$ ). Намагання вирівняти сальдо поточного рахунку за допомогою лише девальвації грошової одиниці ( $CA_0 \rightarrow CA_1$ ) призводить до “перегріву” економіки ( $Y_1 > Y^N$ ). Якщо дохід не залежить від цінового чинника, то єдиним наслідком девальвації буде пропорційне підвищення рівня цін ( $dE = dP$ ). За умови незмінного обмінного курсу ( $E = \text{const}$ ) зменшення абсорбції до рівня рівноваги поточного рахунку ( $SI_0 \rightarrow SI_1$ ) спричинює надмірне падіння обсягів виробництва ( $Y_2 < Y^N$ ). Хоча супутне зниження рівня цін може збільшити експорт і абсорбцію, проте брак належної гнучкості цін перешкоджає цьому. З погляду траєкторії доходу оптимально виглядає поєднання одночасного зменшення абсорбції ( $SI_0 \rightarrow SI_2$ ) та девальвації грошової одиниці ( $CA_0 \rightarrow CA_2$ ).

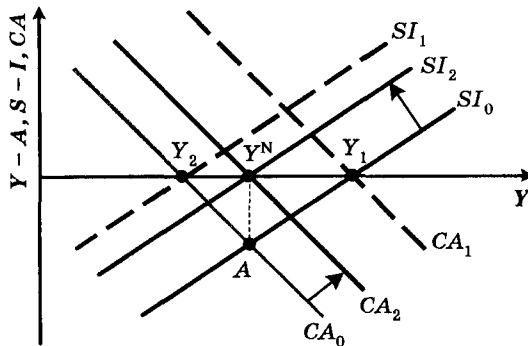


Рис. 7.3. Інструменти доходу і заміщення в абсорбційному підході

## 7.2.2. Аналітична інтерпретація

На рис. 7.4 показано використання логіки абсорбційного підходу для аналізу згаданої вище (розділ 6) макроекономічної ситуації у Польщі (“перегрів” економіки і від’ємне сальдо поточного рахунку). Приймаючи порівняно незначне перевищення поточним значенням доходу “природного” значення (т. А), використання поміркованої девальвації ( $CA_0 \rightarrow CA_1$ ) і обмеження сукупної абсорбції ( $SI_0 \rightarrow SI_1$ ) поліпшує сальдо зовнішньої торгівлі та долає “перегрів” економіки. Вартує уваги, що для меншого від’ємного сальдо поточного рахунку і помітнішого “перегріву” економіки (т. В) можна обійтися без девальвації грошової одиниці. Для незначного від’ємного сальдо зовнішньої торгівлі та значного перевищення “природного” рівня доходу (т. С) заходи щодо обмеження абсорбції (скорочення дефіциту бюджету і пропозиції грошової маси) повинні поєднуватися зі зміцненням грошової одиниці ( $CA_2 \rightarrow CA_1$ ).

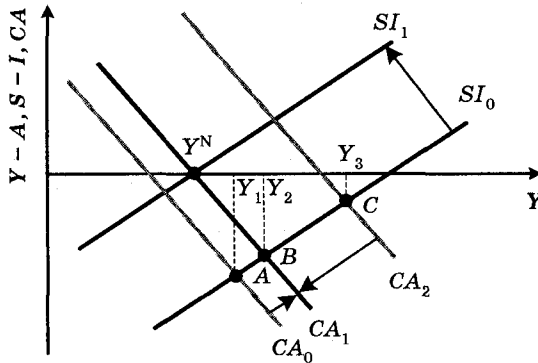


Рис. 7.4. Вирівнювання від’ємного сальдо поточного рахунку в “перегрітій” економіці

Абсорбційний підхід передбачає координацію фіскальної і монетарної політики. По-перше, обидва інструменти економічної політики впливають на внутрішню абсорбцію. Відповідно поєднання фіскальної і монетарної політики може бути симетричним (одночасне збільшення (зменшення) сальдо бюджету і грошової маси) або асиметричним (наприклад, поєднання експансійної фіскальної політики з обмеженням пропозиції грошової маси). По-друге, монетарна політика як засіб формування динаміки обмінного курсу вимагає узгодження з фіскальною політикою. Зокрема, доцільність обмеження абсорбції (з одночасним знеціненням грошової оди-

ниці) передбачає поєднання експансійної монетарної політики з рестрикційною фіскальною політикою. Помітним недоліком абсорбційного підходу вважається нехтування потоками капіталу, що важливо для промислових країн [218, р. 98].

### 7.2.3. Врахування взаємодії двох економік

Логіку абсорбційного підходу можна використати для моделювання економічної політики у системі з двох економік — певної країни і решти світу. Відповідну теоретичну модель докладно розглянуто Д. Френкелем, А. Разіном і Ч.-В. Юенем. Припускається, що обидві економіки виробляють лише один товар, що становить предмет зовнішньої торгівлі. Повертаючись до функціональних залежностей доходу і сукупного споживання (див. розділ 2), бюджетні обмеження для обох відкритих економік — певної країни і решти світу — будуть такими:

$$P_t(Y_t - T_t) + M_{t-1} = A_t(P_t(Y_t - T_t), M_{t-1}) + M_t^*(P_t(Y_t - T_t), M_{t-1}), \quad (7.37)$$

$$P_t^*(Y_t^* - T_t^*) + M_{t-1}^* = A_t^*(P_t^*(Y_t^* - T_t^*), M_{t-1}^*) + M_t^*(P_t^*(Y_t^* - T_t^*), M_{t-1}^*), \quad (7.38)$$

де верхній індекс \* стосується показників країн — торговельних партнерів (значення всіх змінних збережено).

Зрозуміло, що надходження від іноземних активів обмежено грошовою масою (з лагом у період). Отриманий дохід і акумульована грошова маса (ліва частина рівнянь (7.37) і (7.38)) становлять обмеження для внутрішніх видатків (абсорбція  $A$  об'єднує приватне і державне споживання та інвестиції) і придбання грошових активів у поточному періоді. Абсорбція і попит на гроші залежать від доходу в користуванні та грошових активів (з лагом у період).

Внутрішня абсорбція передбачає споживання товарів експорту й імпорту

$$A_t = A(P_t(Y_t - T_t), M_{t-1}) = P_t C_{Xt} + E P_t^* C_{Mt}, \quad (7.39)$$

$$A_t^* = A^*\left(Y_t^* - T_t^*, \frac{M_{t-1}^*}{P_t^*}\right) = P_t^* C_{Xt}^* + E P_t^* C_{Mt}^*, \quad (7.40)$$

де  $E$  — номінальний обмінний курс (обмінний курс використано без індексу  $t$  для того, щоб підкреслити його сталі значення).

У реальному вимірі легко отримати функціональну залежність внутрішньої абсорбції від RER (малі букви використано для позначення реальних величин)



$$a_t = a \left( Y_t - T_t, \frac{M_{t-1}}{P_t} \right) = c_{Xt} + q c_{Mt}, \quad (7.39, a)$$

$$a_t^* = a \left( Y_t^* - T_t^*, \frac{M_{t-1}^*}{P_t^*} \right) = \frac{1}{q} c_{Xt}^* + c_{Mt}^*, \quad (7.40, a)$$

де  $q$  — реальний обмінний курс на основі ПКС ( $q = EP_t^* / P_t$ ).

Девальвація грошової одиниці збільшує внутрішню абсорбцію за рахунок подорожчання імпорту. Протилежне стосується решти світу, адже відповідний товар імпорту ( $X$ ) стає дешевшим. Нехай для обох країн частки товарів імпорту в абсорбції визначено співвідношеннями  $\beta_M = q \frac{c_{Mt}}{a_t}$  і  $\beta_X = \frac{c_{Xt}^*}{q a_t^*}$  відповідно. Подібно частки товарів імпорту в урядових видатках можна визначити як  $\beta_M^g$  і  $\beta_X^g$ .

Торговельний баланс становить

$$\begin{aligned} TRADE_t &= Y_t - \left[ (1 - \beta_M) a_t + (1 - \beta_M^g) g_t \right] - \beta_M a_t - \beta_M^g g_t = \\ &= Y_t - (a_t + g_t). \end{aligned} \quad (7.41)$$

Чистий експорт дорівнює обсягам доходу мінус сумарне внутрішнє приватне і державне споживання товарів експорту (споживаються товари експорту й імпорту)<sup>1</sup>. Імпорт визначено питомою вагою у приватному і державному споживанні.

З рівнянь (7.41) і (7.37) отримуємо

$$M_t - M_{t-1} = P_t [TRADE_t - (T_t - G_t)]. \quad (7.42)$$

Рівняння (7.42) є відмінною інтерпретацією балансу заощаджень-інвестицій. Подібно до рівняння (2.13), додатне сальдо торговельного балансу означає акумуляцію зовнішніх активів. Такими ж є наслідки збільшення дефіциту бюджету.

Для решти світу функціональні залежності стають такими

$$TRADE_t^* = Y_t^* - (a_t^* + g_t^*), \quad (7.43)$$

$$M_t^* - M_{t-1}^* = P_t^* [TRADE_t^* - (T_t^* - G_t^*)], \quad (7.44)$$

<sup>1</sup> Складнішу специфікацію товарної структури використано В. Шевчуком [97, с. 172—181], де внутрішнє споживання включає ще й товари, які не торгуються на зовнішніх ринках (або товари внутрішньої торгівлі у раніше прийнятій термінології).

Рівновага попиту і пропозиції вироблених товарів означає

$$Y_t = (1 - \beta_M) a (Y_t - T_t, M_{t-1}) + (1 - \beta_M^g) g_t + q(\beta_X^* a_t^* (Y_t^* - T_t^*, M_{t-1}^*) + \beta_X^{g*} g_t^*), \quad (7.45)$$

$$Y_t^* = (1/q)(\beta_M a_t (Y_t - T_t, M_{t-1}) + \beta_M^g g_t) + (1 - \beta_X^*) a_t^* (Y_t^* - T_t^*, M_{t-1}^*) + (1 - \beta_X^{g*}) g_t^*. \quad (7.46)$$

Оскільки  $TRADE_t = -qTRADE_t^*$ , після підстановки рівноважних значень доходу з рівнянь (7.45) і (7.46) у рівняння (7.41) і (7.43) отримуємо

$$TRADE_t = q(\beta_X^* a_t^* (Y_t^* - T_t^*, M_{t-1}^*) + \beta_X^{g*} g_t^*) - \beta_M a_t (Y_t - T_t, M_{t-1}) - \beta_M^g g_t. \quad (7.47)$$

Використовуючи вираз для RER ( $TRADE_t = -(EP_t^* / P_t)TRADE_t^*$ ), з рівнянь (7.42) і (7.44) можна отримати інше визначення зовнішньої рівноваги

$$(M - M_{t-1}) + E(M_t^* - M_{t-1}^*) = P_t(G_t - T_t) + EP_t^*(G_t^* - T_t^*). \quad (7.48)$$

Використовуючи деякі технічні спрощення, рівняння (7.45) і (7.46) можна переписати

$$P_t Y_t = \frac{1-s-a}{1-s} A(P_t Y_t - P_t T_t, M_{t-1}) + (1-a^g) P_t G_t + \frac{a^*}{1-s^*} E_t A^*(P_t^* Y_t^* - P_t^* T_t^*, M_{t-1}^*) + a^{g*} E_t P_t^* G_t^*, \quad (7.45, a)$$

$$E_t P_t^* Y_t^* = \frac{a}{1-s} A_t(P_t Y_t - P_t T_t, M_{t-1}) + a^g P_t G_t + \frac{1-s^*-a^*}{1-s^*} E_t A_t^*(P_t^* Y_t^* - P_t^* T_t^*, M_{t-1}^*) + (1-a^{g*}) E_t P_t^* G_t^*, \quad (7.46, a)$$

де  $s$  — норма заощаджень ( $s = 1 - A_Y = 1 - A_M$ )<sup>1</sup>;  $a$  — частка імпорту в приватній абсорбції ( $a = \beta_M A_Y = \beta_M A_M$ );  $a^g$  — частка імпорту в урядових видатках  $a^g = \beta_M^g$ .

Ще одним спрощенням у системі рівнянь (7.45, a) і (7.46, a) може бути визнання збалансованості бюджету:  $G_t = T_t = G = T$  і  $G_t^* = T_t^* = G^* = T^*$ . Для такого припущення з рівняння (7.48) випливає, що:  $dM_{t-1} = dM_{t-1}^*$ .

<sup>1</sup>  $A_Y$  і  $A_M$  означають часткові похідні стосовно доходу і грошових активів.

З урахуванням зроблених припущень систему рівнянь (7.45, а) і (7.46, а) можна переписати у матричному вигляді

$$\begin{aligned} & \begin{bmatrix} -(s+a) & a^* \\ a & -(s^*+a^*) \end{bmatrix} \begin{bmatrix} dY_t \\ dY_t^* \end{bmatrix} = \\ & = \begin{bmatrix} a^g - a - s \\ a - a^g \end{bmatrix} dG + \begin{bmatrix} \frac{a^*}{1-s^*} \gamma_a^* - \frac{1-s-a}{1-s} \gamma_a \\ \frac{1-s^*-a^*}{1-s^*} \gamma_a^* - \frac{a}{1-s} \gamma_a \end{bmatrix} dM_{t-1}, \end{aligned} \quad (7.49)$$

де  $\beta_M = a/(1-s)$ ,  $\beta_M^* = a^*/(1-s^*)$ . Якщо залежність приватної абсорбції від грошових активів дорівнює залежності від доходу, справджується:  $\gamma_a = 1-s$ ,  $\gamma_a^* = 1-s^*$ . Це дозволяє спростити коефіцієнти для лагового значення грошової маси. Подібно отримано коефіцієнти для залежних змінних:  $dY_t$  і  $dY_t^*$ .

У спрощеному вигляді система рівнянь (7.49) запишеться

$$\begin{aligned} & \begin{bmatrix} -(s+a) & a^* \\ a & -(s^*+a^*) \end{bmatrix} \begin{bmatrix} dY_t \\ dY_t^* \end{bmatrix} = \\ & = \begin{bmatrix} a^g - s - a \\ a - a^g \end{bmatrix} dG + \begin{bmatrix} a^* - (1-a-s) \\ 1-s^* - a - a^* \end{bmatrix} dM_{t-1}. \end{aligned} \quad (7.49, a)$$

З рівнянь (7.49) і (7.49, а) помітно, що фіскальна і монетарна політика впливають на обсяги виробництва  $Y_t$  і через залежність абсорбції від доходу і структурні характеристики сукупного попиту. Розв'язки рівняння (7.49, а) ідентифікують короткостроковий вплив інструментів економічної політики на показники доходу

$$dY_t = \left[ 1 - \frac{s^* a^g}{ss^* + sa^* + s^* a} \right] dG + \frac{s^* (1-s-a) - sa^*}{ss^* + sa^* + s^* a} dM_{t-1}, \quad (7.50, a)$$

$$dY_t^* = \frac{sa^g}{ss^* + sa^* + s^* a} dG + \frac{s^* a - s(1-s^* - a^*)}{ss^* + sa^* + s^* a} dM_{t-1}. \quad (7.50, б)$$

Якщо видатки бюджету фінансують лише національне виробництво ( $a^g = 0$ ), їх збільшення веде до пропорційного збільшення доходу ( $dY_t/dG = 1$ ). Водночас експансійна фіскальна політика немає жодного впливу на дохід країн-торговельних партнерів ( $dY_t^*/dG = 0$ ). Присутність товарів імпорту в споживанні державного сектора ( $a^g > 0$ ) поживає ви-

робництво за кордоном, тоді як слабе стимулюючий вплив на власну економіку. Для країни з високою часткою імпорту в урядових видатках відбувається стимулювання іноземного виробника, хоча не бракує можливості для зменшення доходу в певній країні. Якщо немає заощаджень ( $s = 0$ ), то підвищена залежність імпорту від доходу приватного сектора ( $a > a^*$ ) створює зменшення доходу. При цьому не буде і збільшення доходу за кордоном.

Сумарний вплив видатків бюджету на обидві економіки буде сприятливим

$$\frac{d(Y_t + Y_t^*)}{dG} = 1 + \frac{(s - s^*)a^g}{ss^* + sa^* + s^*a}. \quad (7.51)$$

У випадку  $s = s^*$  приріст сукупного “світового” доходу ( $Y = Y_t + Y_t^*$ ) дорівнюватиме збільшенню доходу в певній країні за відсутності товарів імпорту в споживанні державного сектора ( $a^g = 0$ ). Підвищена схильність до заощаджень за кордоном ( $s^* > s$ ) послаблює сумарний сприятливий ефект. “Світовий” дохід може й зменшитися, якщо  $s = 0$  і державний сектор країни — ініціатора експансійної фіскальної політики характеризується підвищеними видатками на імпорт ( $a < a^*$ ).

Вплив змін у міжнародному розподілі грошової маси на користь певної країни ( $\uparrow M_{t-1}$ ) на показники доходу залежить від структурних характеристик. Збільшення попиту на внутрішньому ринку поєднується зі зменшенням попиту на товар  $X$  за кордоном. Якщо залежність приватного споживання від доходу є достатньо високою ( $c = 1 - s - a$ ) для нівелювання відмінностей у нормах заощаджень ( $c/a^* > s/s^*$ ), то відбуватиметься збільшення доходу ( $dY_t/dM_{t-1} > 0$ ). Дохід за кордоном зростає також, якщо певна країна багато імпортує з економік, що характеризуються низьким споживанням власної продукції, за умови  $a/c^* > s/s^*$ .

Порівняння умов збільшення доходу виявляє, що одночасне збільшення доходу є більш імовірним для випадку  $s < s^*$ . Якщо співвідношення між  $s$  і  $s^*$  є протилежним, дохід зменшиться. Результат стверджується аналітично

$$\frac{d(Y_t + Y_t^*)}{dM_{t-1}} = \frac{s^* - s}{ss^* + sa^* + s^*a}. \quad (7.52)$$

Висока схильність до заощаджень за кордоном ( $s^* > s$ ) є передумовою збільшення “світового” доходу. Отримані рівноважні значення  $dY_t$  і  $dY_t^*$  можна

використати для характеристики торговельного балансу. З рівняння (7.47) отримуємо

$$dTRADE_t = (a^* dY_t^* - a dY_t) - (a^g - a) dG - \left( \frac{a}{1-s} \gamma_a + \frac{a^*}{1-s^*} \gamma_t^* \right) dM_{t-1} \quad (7.53)$$

або у спрощеному вигляді

$$dTRADE_t = (a^* dY_t^* - a dY_t) - (a^g - a) dG - (a + a^*) dM_{t-1}. \quad (7.53, a)$$

Після підстановки рівноважних значень доходу з рівнянь (7.50, a) і (7.50, б) у рівняння (7.53, a) отримуємо

$$dTRADE_t = -\frac{a^g s s^*}{s s^* + s a^* + s^* a} dG - \frac{s a^* + s^* a}{s s^* + s a^* + s^* a} dM_{t-1}. \quad (7.54)$$

Збільшення видатків бюджету недвозначно погіршує торговельний баланс. Відсутність товарів імпорту в урядових видатках забезпечує нейтральність фіскального чинника стосовно торговельного балансу. Використовуючи інший вираз для торговельного балансу (7.42), для випадку  $dG = dT$  справджується

$$dM_t - dM_{t-1} = dTRADE_t. \quad (7.55)$$

Деталізуючи залежності торговельного балансу (рівняння (7.54)), отримуємо

$$dM_t - dM_{t-1} = -\frac{s s^* a^g}{s s^* + s a^* + s^* a} dG - \frac{s a^* + s^* a}{s s^* + s a^* + s^* a} dM_{t-1} \quad (7.56, a)$$

або

$$dM_t = -\frac{s s^* a^g}{s s^* + s a^* + s^* a} dG + \left[ 1 - \frac{s a^* + s^* a}{s s^* + s a^* + s^* a} \right] dM_{t-1}. \quad (7.56, б)$$

З рівняння (7.56, б) неважко переконатися, що

$$\frac{dM_t}{dM_{t-1}} = \frac{s s^*}{s s^* + s a^* + s^* a} < 1. \quad (7.57)$$

Умова (7.57) означає, що динамічний процес збільшення грошової маси сходиться до деякого рівноважного значення. Початкове збільшення грошової маси внаслідок додатного сальдо торговельного балансу поступово зменшується. Динамічний процес завершується у стані довгострокової рівноваги.

Довгостроковий вплив інструментів економічної політики враховує обмеження торговельного балансу. Технічно це означає доповнення системи рівнянь (7.50, а) рівнянням (7.53, а). Оскільки для довгострокового рівноважного стану  $M_{t-1} = M_t = M$ , вартість грошових активів за кордон становитиме  $M_{t-1}^* = M_{t-1}^* = \bar{M} - M$ , де  $\bar{M}$  — сукупна “світова” вартість грошових активів. Приймаючи довгострокові значення доходу  $dY$  і  $dY^*$ , система рівнянь запишеться

$$\begin{bmatrix} -(s+a) & a^* & 1-s-a-a^* \\ a & -(s^*+a^*) & a-(1-s^*-a^*) \\ -a & a^* & -(a+a^*) \end{bmatrix} \begin{bmatrix} dY \\ dY^* \\ dM \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} a^g - a - s \\ -(a^g - a) \\ a^g - a \end{bmatrix} dG. \quad (7.58)$$

Розв’язки системи (7.58) дозволяють проаналізувати наслідки фіскальної політики. Довгостроковий вплив збільшення видатків бюджету на показники доходу і грошової маси становить

$$\frac{dY}{dG} = 1 - \frac{(1-s)s^*a^g}{sa^* + s^*a}, \quad (7.59, а)$$

$$\frac{dM}{dG} = -\frac{ss^*a^g}{sa^* + s^*a}, \quad (7.59, б)$$

$$\frac{dY^*}{dG} = \frac{(1-s^*)sa^g}{sa^* + s^*a}. \quad (7.59, в)$$

Довгостроковий вплив повторює архітектуру короточасних наслідків фіскальної політики. Так само високе значення  $s^*$  знижує ефективність збільшення видатків бюджету на дохід (для  $s^* = 1$  вплив на дохід за кордон втрачається). Грошова маса у системі з двох країн недвозначно зменшується. Порівняння коротко- і довгострокових наслідків експансійної фіскальної політики виявляє, що висока залежність споживання від доходу в певній країні ( $c = 1 - s - a$ ) підвищує ймовірність сильнішого короточасного ефекту. Формально короточасний вплив переважає, якщо дотримується умова  $\frac{c}{a^*} > \frac{s}{s^*}$ . Варто нагадати, що таке співвідношення визначає умову короточасного збільшення доходу для збільшення грошової маси.

Довгостроковий вплив на “світовий” дохід становить

$$\frac{d(Y+Y^*)}{dG} = 1 + \frac{(s-s^*)a^g}{sa^* + s^*a}. \quad (7.59, г)$$

Вирази (7.59, г) і (7.51) переконують, що амплітуда довгострокового збільшення доходу перевищує відповідний короточасний показник.

### 7.3. Мікроекономічні аспекти економічної політики

Використання торговельного протекціонізму і девальвації грошової одиниці для вирівнювання платіжного балансу має безпосередній вплив на показники економічної діяльності підприємств. Зв'язок між обсягами експорту, обмінним курсом та змінами у внутрішньому попиті для підприємств-монополістів елегантно проілюстровано Д. Родріком [303, р. 338—339]. Внесення торговельного протекціонізму до структури запропонованої моделі дозволяє простежити вплив обмежень торгівлі на прибутковість і частку експорту у виробничій програмі компанії-монополіста. Вихідних припущень два: 1) торговельний протекціонізм стимулює попит на внутрішньому ринку, 2) внаслідок обмежень імпорту зростають кошти виробництва.

Припустімо, що дохід від реалізації на внутрішньому ринку становить  $y$ , а на зовнішньому ринку —  $y^*$ . З урахуванням інструментів торговельного протекціонізму реалізація на внутрішньому ринку становитиме (у логарифмах)

$$y = a + \tau - p, \quad (7.60)$$

де  $a$  — експансійне збільшення внутрішнього попиту;  $\tau$  — торговельний протекціонізм;  $p$  — рівень цін.

Рівняння (7.60) відбиває залежність доходу від характеристик сукупного попиту, який збільшується у випадку збільшення видатків бюджету або пропозиції грошової маси ( $\uparrow a$ ) і посилення торговельного протекціонізму ( $\uparrow \tau$ ). Відповідно дохід від реалізації товарів на внутрішньому ринку буде  $py = p(a + \tau - p)$ . Подібно дохід від реалізації товарів експорту становитиме  $ey^*$ , де  $e$  — номінальний обмінний курс (приймається відсутність впливу на світові ціни).

Сукупний прибуток компанії-монополіста  $\pi$  від експорту продукції та її реалізації на внутрішньому ринку є різницею між доходом і коштами виробництва

$$\pi = py + ey^* - c(y + y^*)^2 = (a + \tau - y)y + ey^* - (c + \tau)(y + y^*)^2, \quad (7.61)$$

де  $c$  — кошти виробництва за умов відсутності торговельного протекціонізму.

За допомогою множників Лагранжа отримуємо подвійну умову рівноваги для виробничої програми

$$\begin{cases} a + \tau - 2y - 2(c + \tau)(y + y^*) = 0, \\ e - 2(c + \tau)(y + y^*) = 0. \end{cases} \quad (7.62)$$

Зі системи рівнянь (7.62) знаходимо оптимальні значення виробничої програми

$$y = \frac{1}{2}(a + \tau - e), \quad (7.63)$$

$$y^* = \frac{1}{2} \left[ \frac{e(1+c+\tau)}{c+\tau} - a - \tau \right]. \quad (7.64)$$

Цілком передбачувано обсяги реалізації на внутрішньому ринку збільшуються у випадку пожвавлення внутрішнього попиту, тоді як девальвація грошової одиниці діє у протилежному напрямі. Отриманий результат пояснюється тим, що девальвація грошової одиниці створює ефект заміщення, коли зростають стимули для реалізації товарів на експорт. Пожвавлення внутрішнього попиту і торговельний протекціонізм зменшують обсяги реалізації товарів експорту.

Підставляючи оптимальні значення з рівнянь (7.63) і (7.64) у рівняння (7.61), отримуємо вираз для функціональних залежностей прибутку

$$\pi(a, \tau, e, c) = \frac{1}{4} \left[ (a + \tau - e)^2 + \frac{e^2}{c + \tau} \right]. \quad (7.65)$$

Стимулювання внутрішнього попиту недвозначно підвищує прибутковість підприємства, тоді як підвищення коштів виробництва обмежує її. Девальвація знижує прибутковість за рахунок зниження обсягів реалізації на внутрішньому ринку. Торговельний протекціонізм збільшує прибутковість через збільшення внутрішнього попиту, однак збільшення коштів виробництва створює протилежну тенденцію.

Додаткову інформацію забезпечує аналіз структури виробничої програми. Частка експортної продукції у виробництві становить

$$\alpha(a, \tau, e, c) = 1 - \frac{(a + \tau - e)(c + \tau)}{e}. \quad (7.66)$$

Для визначення впливу торговельного протекціонізму на прибуток та частку експорту знайдемо відповідні похідні

$$\frac{d\pi}{d\tau} = \frac{1}{2} \frac{(a + \tau - e)(c + \tau)^2 - 2e^2}{(c + \tau)^2} = \frac{1}{2}(a + \tau - e) - \frac{e^2}{(c + \tau)^2}, \quad (7.67)$$

$$\frac{d\alpha}{d\tau} = -\frac{1}{e}(a + c - e + 2\tau). \quad (7.68)$$



Торговельний протекціонізм ( $\uparrow \tau$ ) підвищує прибутковість підприємства-монополіста, але коштом зниження частки експорту у виробничій програмі ( $\uparrow a$ ). Принагідно зауважимо, що таким же є результат стимулювання внутрішнього попиту ( $\uparrow a$ ). Водночас девальвація грошової одиниці є продуктивною у сенсі одночасного збільшення прибутків та частки експорту у виробничій програмі.

Присутність торговельного протекціонізму недвозначно посилює вплив девальвації на збільшення частки товарів експорту у виробничій програмі, але може знижувати прибутковість:

$$\frac{d\pi}{de} = \frac{1}{2} \left[ \frac{e}{c+\tau} - (a+\tau-e) \right], \quad (7.69)$$

$$\frac{d\alpha}{de} = \frac{(a+\tau)(c+\tau)}{e^2}. \quad (7.70)$$

Цілком передбачувано вищі кошти виробництва послаблюють сприятливі наслідки девальвації для збільшення прибутку; водночас це вимагатиме збільшення частки експорту у виробничій програмі. Для підприємств, що орієнтовані переважно на зовнішні ринки, девальвація може бути засобом підвищення прибутковості. Це з легкістю пояснює активне лобювання експортерами політики “слабкої” грошової одиниці. Потенційно вища прибутковість полегшує технологічне переозброєння і поліпшує нецінову (якісну) конкурентоспроможність виробленої продукції у довгостроковій перспективі. Такий вислід є важливим для успішної переорієнтації структури експорту зі сировини на технологічні товари, як це рекомендується для більшості країн, що розвиваються. Проте після девальвації може відбутися цілком протилежне — стагнація експортного сектора.

Неефективне використання девальваційного доходу українськими експортерами загальмувало технологічний прогрес. Лише у 1998—1999 рр. за рахунок девальвації гривні експортери отримали додатково близько 40 млрд грн (або майже 40 % від ВВП за 1998 р.). Збільшення прибутковості експорту створило своєрідний “парниковий ефект”, який послабив боротьбу за збільшення обсягів виробництва та експорту, не сприяв скороченню виробничих витрат, в тому числі за рахунок імпорту, не прискорював технологічні інновації. У підсумку погіршилася якісна конкурентоспроможність української продукції<sup>1</sup>. Падіння обсягів експорту в 1998—1999 рр. на 3,3 млрд дол. не погіршило фінансовий стан підпри-

<sup>1</sup> Подібною є оцінка девальвацій чеської крони, словацької коруни, польського золотого та угорського форинта [185, р. 654]. В усіх випадках не спостерігалось підвищення продуктивності праці та відчутного поліпшення торговельного балансу.

емств-експортерів. До того ж, лівові частка девальваційних доходів спрямовувалася на оплату імпорту. Подорожчання імпорту пояснювалося як знеціненням грошової одиниці, так і все тим же “парниковим ефектом” — українська сторона надто легко погоджувалася з високими цінами на імпортні енергоносії та інші мінеральні ресурси, передусім з Росії. Вкрай мляво розвивалося вітчизняне імпортозамінне виробництво. Оприлюднений у липні 2002 р. аналіз фінансових показників підприємств-експортерів виявив зміцнення гривні у переліку чинників зниження ефективності експорту перебувало на п'ятому місці [2, с. 54]. Набагато важливішою перешкодою є незадовільний менеджмент. Приміром, у металургії біля 70 % експортних втрат зумовлено саме неякісним менеджментом, тоді як на ревальвацію гривні припадає лише 5 %. Такі висновки істотно зміщують аналітичні акценти.

## 7.4. Вибір системи обмінного курсу

Найперше проблема вибору передбачає врахування відомих теоретичних аргументів на користь тієї чи іншої системи обмінного курсу. Не менш важливо ідентифікувати структурні риси національної економіки. Нарешті потребують уваги суб'єктивні чинники економічної політики. Умовно переваги та недоліки відомих систем обмінного курсу подано у таблицях 7.1—7.3. Частково це узагальнює розглянуті вище аргументи для послідовності вирівнювання платіжного балансу за умов плаваючого і фіксованого обмінних курсів. Подальший розгляд складніших економічних моделей дозволить краще пояснити окремі аргументи.

### Плаваючий обмінний курс

За умов плаваючого обмінного курсу (табл. 7.1) незалежність монетарної політики забезпечується змінами номінального обмінного курсу (розділ 8). Приймаючи еластичний валютний ринок, вирівнювання платіжного балансу відбувається оперативним і не загрожує ціновою нестабільністю. Ізоляція від зовнішніх макроекономічних шоків дозволяє уникнути нестабільності доходу і зменшує потребу в значних валютних резервах. Гнучкість економічної політики виявляється не лише у використанні монетарних інструментів, але й можливостях антициклічного регулювання економіки. Зокрема, під час економічного спаду збільшення видатків бюджету може поживити сукупний попит, а супутнє знецінення грошової одиниці перешкоджатиме погіршенню платіжного балансу. Для випадків платіжних дисбалансів можна уникнути надмірного підвищення відсоткової ставки.

Таблиця 7.1. Аргументація плаваючого обмінного курсу

“ЗА”	“ПРОТИ”
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Незалежність монетарної політики</li> <li>• Оперативне вирівнювання платіжного балансу</li> <li>• Стимулювання експортної орієнтації економіки</li> <li>• Зменшення потреби у валютних резервах</li> <li>• Гнучка економічна політика</li> <li>• Запобігання спекулятивним атакам</li> <li>• Антиінфляційний вплив зміцнення грошової одиниці</li> <li>• Корекція рівноважного значення RER</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Генерування інфляційних очікувань</li> <li>• Рестрикційний характер знецінення грошової одиниці</li> <li>• Підвищення відсоткової ставки</li> <li>• Вразливість до політичного впливу</li> <li>• Дестабілізуючий характер процесів на валютному ринку</li> <li>• Стимулювання доларизації економіки</li> </ul>

Досягнення рівноважного значення RER за допомогою зміцнення грошової одиниці має перевагу перед альтернативним способом — за допомогою підвищення рівня внутрішніх цін. Прийнято вважати, що плаваючий обмінний курс стимулює експортну орієнтацію економіки, оскільки забезпечує підтримання рівноважного RER.

Проте не бракує відчутних недоліків. У економіках з інфляційною передісторією плаваючий обмінний курс може порівняно самостійно генерувати інфляційні очікування. Дестабілізуючий вплив посилюється браком гнучкості обмінного курсу в бік підвищення. Своєрідний “острах” перед зміцненням грошової одиниці пояснюється як політичним тиском впливових експортерів, так і бажанням уникнути підвищення RER, в тому числі у випадках, коли це відбиває довгострокове поліпшення умов торгівлі чи підвищення продуктивності праці. Багато країн декларують *de jure* політику плаваючого обмінного курсу, але насправді підтримують *de facto* прикріплення грошової одиниці<sup>1</sup>. Нестабільність валютних резервів та відсоткової ставки у країнах з формально плаваючим обмінним курсом залишається набагато вищою, ніж це варто очікувати від справжнього “плавання” грошової одиниці. Навіть для економік промислових країн значення обмінного курсу визначаються здебільшого суб’єктивними “новинами”<sup>2</sup>, ніж відмінностями сальдо бюджету, відсоткової ставки чи портфеля зарубіжних активів [344, р. 397]. За умови недостатньої конкурент-

<sup>1</sup> Reinhart C. The Mirage of Floating Exchange Rates // American Economic Review. — 2000. — Vol. 90. — No. 2. — P. 65—70.

<sup>2</sup> Приміром, з кінця 1999 р. оператори валютного ринку нехтували макроекономічними даними на користь можливого зміцнення обмінного курсу євро; навпаки, перебільшувалися будь-які факти, що свідчили про слабкість обмінного курсу євро [207, р. 2]. Це могло пояснюватися як невдалим першим роком функціонування євро (1999 р.), так і домінуванням довгострокових прогнозів про набагато кращі перспективи економіки США.

ності валютного ринку поведінка плаваючого обмінного курсу може бути “хаотичною” і створювати спекулятивні “мильні бульбашки”<sup>1</sup>. Нестабільність обмінного курсу і відсоткової ставки однаково перешкоджають збільшенню інвестицій.

“Кероване” плавання грошової одиниці дозволяє позбутися надмірних коливань обмінного курсу, але вимагає своєчасних валютних інтервенцій центрального банку. Додаткову перешкоду для незалежної монетарної політики у доларизованій економіці створює монетарна “віддача” немонетарних інструментів економічної політики. Нарешті, у більшості країн, що розвиваються, переваги плаваючого обмінного курсу значною мірою нівелюються залежністю виробництва від цінового чинника. Якщо для промислових країн знецінення грошової одиниці обмежується зміною структури сукупного попиту, то у країнах, що розвиваються, — доповнюється скороченням сукупної пропозиції; відповідно спостерігається поєднання спаду виробництва та інфляції (стагфляція). Д. Кейнс досить скептично оцінював залежність зовнішньої торгівлі та потоків капіталу від обмінного курсу і відсоткової ставки, що пояснювало прихильність до фіксованого обмінного курсу<sup>2</sup>.

### Фіксований обмінний курс

Залежність виробництва від RER є одним з найпереконливіших аргументів на користь фіксованого обмінного курсу (табл. 7.2). Прикріплення грошової одиниці набагато ефективніше нейтралізує інфляційні очікування, оскільки передбачає проведення зваженої економічної політики. У доларизованій економіці прикріплення грошової одиниці до однієї з твердих валют полегшує подолання психологічної недовіри до національних грошей і нейтралізує практику встановлення цін у доларовому еквіваленті. Передбачуваність економічної політики зменшує нестабільність RER<sup>3</sup>, адже механізм ціноутворення є менш вразливим до спекулятивних дій, ніж номінальний обмінний курс. Надійне зниження премії від ризику дозволяє стрімко знизити відсоткову ставку, що має незаперечні переваги для

<sup>1</sup> Показовим є стрімке падіння обмінного курсу зі 6900 до 19 300 крб/дол. у липні 1993 р. на УМВБ. Навряд чи така динаміка обмінного курсу обумовлювалася зміною засадничих економічних характеристик української економіки.

<sup>2</sup> Д. Кейнс відіграв ключове значення під час Бреттон-Вудської конференції (1944 р.), коли обговорювалася архітектура післявоєнної світової монетарної системи. Певну дезорієнтацію щодо оцінки Д. Кейнсом переваг фіксованого обмінного курсу створює його позиція щодо золотого вмісту англійського фунта у 1920-х роках, проте варто розрізнити обидва контексти. У випадку з фунтом йшлося про недоцільність штучного підвищення золотого вмісту фунта стерлінгів Банком Англії, а не критику фіксованого обмінного курсу як такого.

<sup>3</sup> Всупереч припущенням про стабілізацію обмінного курсу за умов “плавання” грошової одиниці, це помітно лише у Хорватії (див. рис. 3.9, б). Зі середини 1997 р. у Болгарії RER виглядає не менш стабільним за умов фіксованого обмінного курсу.

Таблиця 7.2. Аргументація фіксованого обмінного курсу

“ЗА”	“ПРОТИ”
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Нейтралізація інфляційних очікувань</li> <li>• Підвищення довіри</li> <li>• Зниження відсоткової ставки</li> <li>• Зменшення нестабільності RER</li> <li>• Зниження коштів обслуговування зовнішнього боргу</li> <li>• Передбачуваність економічної політики</li> <li>• Стимулювання структурних перетворень</li> <li>• Фіскальна дисципліна</li> <li>• Неінфляційне збільшення сукупного попиту</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Труднощі знаходження рівноважного значення обмінного курсу</li> <li>• Труднощі для банківської системи</li> <li>• Недостатня гнучкість цін</li> <li>• Загроза спекулятивних атак</li> <li>• Брак незалежної монетарної політики</li> <li>• Залежність від міжнародних фінансових організацій</li> <li>• Труднощі стерилізації монетарних ефектів платіжного балансу</li> <li>• Вразливість до зовнішніх шоків</li> <li>• Труднощі проведення рестрикційної економічної політики</li> </ul>

довгострокового економічного зростання. Грошова стабільність і передбачуваність економічної політики сприяють залученню іноземного капіталу. З мікроекономічних міркувань у стабільному економічному середовищі легше оцінити прибутковість комерційної діяльності і переваги міжнародного розподілу праці. За умов “плавання” грошової одиниці штучна ізоляція економіки країни заниженим обмінним курсом дозволяє відкласти непопулярні зміни у фіскальній і монетарній політиці, що підтримує монополізм і не допомагає усвідомленню потреби в структурних перетвореннях.

Критичні аргументи стосуються умов прикріплення грошової одиниці та реакції на погіршення платіжного балансу. При запровадженні фіксованого обмінного курсу важко знайти рівноважне значення обмінного курсу, що загрожує підвищенням RER або прискоренням інфляції. Якщо бракує гнучкості цін у бік зниження, від’ємне сальдо платіжного балансу загрожує підвищенням відсоткової ставки і глибоким спадом виробництва. Тривале підтримання надмірно високої ставки підвищує ймовірність політично мотивованої відмови від фіксованого обмінного курсу та пов’язаних з цим спекулятивних атак. Часто твердять про підвищену вразливість фіксованого обмінного курсу до макроекономічних шоків “глобалізованої” економіки. Нерідко стверджується, що фіксований обмінний курс краще підходить для малих відкритих економік, де загальний рівень цін визначається світовими цінами [344, р. 395]. Необхідний для підтримання стабільності грошової одиниці рестрикційний вектор економічної політики важко витримати у середовищі зі щільним переплетінням економічних і політичних інтересів, слабкими демократичними традиціями,

ідеологізованою суспільною свідомістю та надмірними очікуваннями широкого загалу. Політичні труднощі можуть поглибити залежність від міжнародних фінансових організацій (МВФ, Світовий банк) у вирівнюванні платіжного балансу.

Потенційні недоліки фіксованого обмінного курсу свідчать на користь повної доларизації, коли країна відмовляється від використання власної грошової одиниці (Панама, Еквадор). У Сальвадорі оголошення переходу до повної доларизації економіки відразу позначилося зниженням відсоткової ставки, зменшенням трансакційних витрат, збільшенням споживчого кредиту і припливу капіталу. Зростання довіри інвесторів дозволяє сподіватися на прискорення економічного розвитку. Такими ж аргументами супроводжується пропаганда переваг єдиної європейської валюти — євро, що може розглядатися варіантом доларизації (євронізації) національних економік.

### Різновиди регульованого обмінного курсу

Теоретично регульований обмінний курс (табл. 7.3) поєднує переваги фіксованого (нейтралізація очікувань цінової і грошової нестабільності) та плаваючого обмінного курсів (корекція рівноважного значення RER, гнучкість економічної політики, попередження спекулятивних атак). Профілактика спекулятивних атак вбачається у своєчасній корекції рівноважного значення RER.

Таблиця 7.3. Аргументація регульованого обмінного курсу

“ЗА”	“ПРОТИ”
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Корекція рівноважного значення RER</li> <li>• Гнучка нейтралізація очікувань цінової і грошової нестабільності</li> <li>• Попередження спекулятивних атак</li> <li>• Гнучкість економічної політики</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Підвищення відсоткової ставки</li> <li>• Стимулювання короткочасних потоків капіталу</li> <li>• Підтримання інфляційної інерції</li> <li>• Політичні аспекти</li> </ul>

Привабливість регульованого обмінного курсу послаблюють: а) підвищена премія від валютного ризику (це може перешкодити пожвавленню інвестицій і стимулювати короткочасні потоки капіталу), б) інфляційна інерція, в) валютні спекуляції. Регульований обмінний курс не сприяє зменшенню доларизації економіки. Поширеною помилкою є використання регульованого обмінного курсу на заниженому рівні обмінного курсу, як це трапилося у Польщі<sup>1</sup>. Зі середини 1990-х років поєднання “повзучого”

<sup>1</sup> Nuti D. The Polish Zloty, 1990—1999: Success and Underperformance // American Economic Review. — Vol. 90. — No. 2. — P. 53—57.

знецінення злого з розширенням похилого коридора та ревальваціями засвідчило марність намагань щодо поліпшення цінової конкурентоспроможності експорту. Набагато кращим вибором могло стати стрімкіше зниження темпу “повзучого” знецінення як засіб профілактики інфляційних очікувань та запобігання спекулятивному припливу капіталу.

Для трансформаційних економік аналіз макроекономічного впливу відмінних систем обмінного курсу показує, що періоди з фіксованим обмінним курсом характеризуються додатним темпом ВВП (рис. 7.5) і найнижчою інфляцією [3, с. 33—35].

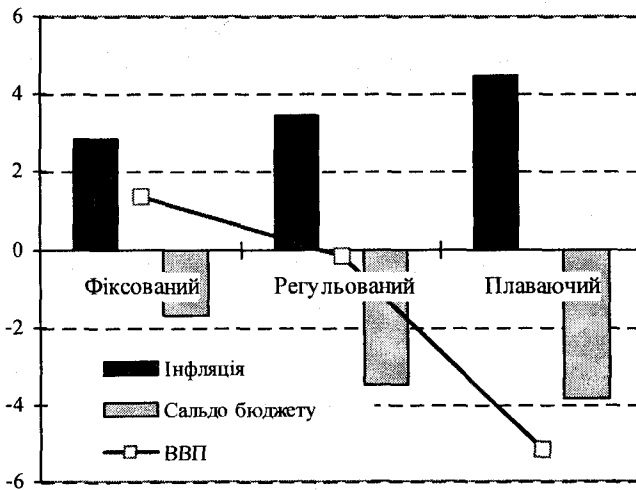


Рис. 7.5. Трансформаційні економіки: середньорічні показники інфляції (%), ВВП (%) і сальдо бюджету (% від ВВП), 1990—2000 рр.

Примітка: подано логарифм інфляції

Джерело: Берестовий С. Вплив політики обмінного курсу на економічні процеси в перехідних економіках // Економіст. — 2000. — № 9.

Сприятливі показники фіксованого обмінного курсу можна пояснити меншим дефіцитом бюджету. Гнучкість обмінного курсу погіршує динаміку доходу та прискорює інфляцію. Перехід від фіксованого до регульованого обмінного курсу знижує середньорічний темп зростання ВВП на 0,3 %, а до плаваючого курсу — на 0,64 %. Антиінфляційне спрямування політики фіксованого обмінного курсу стає чинником економічного зростання. Причиною підвищення цін стає не стільки безпосереднє знецінення грошової одиниці, а саме вибір системи обмінного курсу. Тобто плаваючий обмінний курс генерує інфляцію навіть за умов фактичної грошової стабільності. Гнучкість обмінного курсу стимулює експорт, але практично не

впливає на імпорт. Експорт стимулюється не так знеціненням обмінного курсу, як можливістю зміцнення грошової одиниці; тобто корисною для експортерів є можливість підвищення обмінного курсу за умов “плавання” грошової одиниці.

### Вибір обмінного курсу

Підсумовуючи наведені теоретичні аргументи, варто проаналізувати динаміку практичного вибору окремих систем обмінного курсу. На перший погляд, у світі (за винятком Західної Європи) стрімко скорочується кількість країн, що використовують фіксований обмінний курс [300, р. 65]. Якщо у 1970 р. 97 % країн — учасниць МВФ практикували прикріплення грошової одиниці, то в 1980 р. цей показник зменшився до 39 %, а у 1999 р. — до заледве 11 %. Простір для використання різноманітних “проміжних” систем обмінного курсу звужується (рис. 7.6).

Однією з причин вважається підвищена інтеграція фінансових ринків, що перешкоджає використанню систем обмінного курсу на зразок “повзучого” знецінення грошової одиниці чи валютного “коридора”. Інше пояснення “радикалізації” проблеми вибору використовує аргумент про труднощі ідентифікації “справжнього” характеру системи обмінного

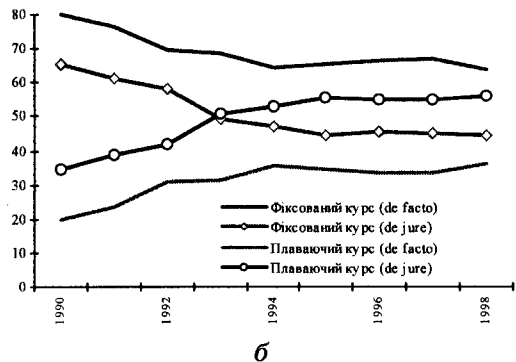
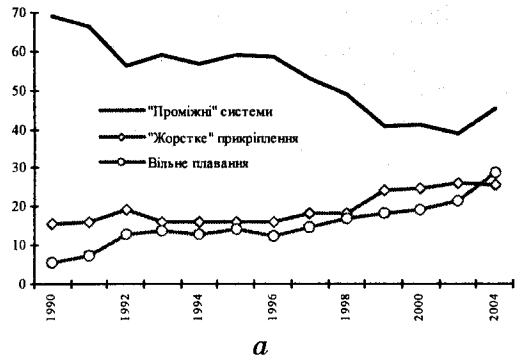


Рис. 7.6. Використання систем обмінного курсу: а — системи обмінного курсу *de facto* (%), 1990—2001 рр.; б — системи обмінного курсу *de facto* і *de jure* (%), 1990—1998 рр.

**Примітка:** до “проміжних” систем обмінного курсу віднесено “м’яке” прикріплення грошової одиниці, “кероване” плавання та різновиди регульованого обмінного курсу.

**Джерело:** *Bubula A., Öster-Robe I. The Evolution of Exchange Rate Regimes Since 1990: Evidence from De Facto Policies. Working Paper No. 155. — Washington: IMF, 2002. — P. 17; Eichengreen B., Razo-Garcia R. The international monetary system in the last and next 20 years // Economic Policy. — 2006. — No. 47. — P. 401.*



курсу. Економічним агентам важко розпізнати “проміжні” системи регульованого обмінного курсу, що спричиняє неадекватну реакцію на зміни обмінного курсу. Це зауважено на прикладі Хорватії, Македонії, Казахстану, Киргизстану та інших країн [196, р. 13].

Примітно, що країни уникають декларування системи фіксованого обмінного курсу *de jure* (рис. 7.6, б). На початку 1990-х років виразно переважала система фіксованого обмінного курсу — як *de facto*, так і *de jure*. У 1993 р. кількість країн з фіксованим і плаваючим обмінними курсами зрівнялася. Надалі більше країн надають перевагу системі плаваючого обмінного курсу, але *de facto* переважає фіксований обмінний курс. У 1998 р. відсоток країн, що насправді практикують прикріплення грошової одиниці, але не оголошують це для широкого загалу, на третину перевищував відповідний показник для групи країн з офіційно декларованим фіксованим обмінним курсом. Невідповідність офіційної та чинної характеристик обмінного курсу помітно в Україні: *de jure* плаваючий обмінний курс (з лютого 2000 р.) насправді виглядає підтриманням фіксованого обмінного курсу. Приміром, упродовж лютого—грудня 2000 р. коливання обмінного курсу не перевищували 0,5 %, тоді як валютні інтервенції НБУ іноді становили 10—20 % від обсягу ринку. Натомість восени 1999 р., коли формально діяв валютний коридор, щоденні коливання обмінного курсу на міжбанківському ринку сягали 5 %, а інтервенції НБУ були мінімальними, що притаманно системі плаваючого обмінного курсу.

## Навчальні завдання

1. На рис. 7.1 проілюстровано наслідки девальвації грошової одиниці для країни, що здійснює зміну вартості власної грошової одиниці. Проілюструйте відповідні зміни для країн — торговельних партнерів.

2. За допомогою теоретичних конструкцій моделі Бікердайка — Робінсон — Метцлера проаналізуйте вплив девальвації грошової одиниці на зміну умов торгівлі.

3. Модифікуйте модель Бікердайка — Робінсон — Метцлера таким чином, щоб врахувати вплив: а) залежності імпорту від доходу в певній країні, б) залежності експорту від доходу країн — торговельних партнерів, в) RER.

4. Яку з традицій — класичну чи кейнсіанську — відбиває абсорбційний підхід до вирівнювання платіжного балансу?

5. В Україні з початком перехідного процесу спостерігалось поєднання спаду виробництва з від'ємним сальдо поточного рахунку. Яке поєднання інструментів економічної політики передбачав абсорбційний підхід?

6. Припустімо, що підприємство не має монопольного статусу на внутрішньому ринку. Як це змінить висновки щодо мікроекономічного впливу торговельного протекціонізму і девальвації грошової одиниці?

## Рекомендована література

*Бурда М., Виплош Ч.* Макроекономіка: європейський контекст. — К.: Основи, 1998. — С. 519—542.

*Василенко Ю.* Наслідки девальвації для ефективності експорту // Вісник НБУ, 2001. — № 2. — С. 10—15.

*Маньковська Н., Гуччі Р., Бетлій О.* Вплив реального ефективного обмінного курсу на торговельний баланс України // Тенденції української економіки. — № 3. — С. 74—79.

*Савельєв Є. В.* Міжнародна економіка: теорія міжнародної торгівлі і фінансів: Підручник. — Тернопіль: Економічна думка, 2001. — С. 320—332.

*Шевчук В.* Платіжний баланс і макроекономічна рівновага в трансформаційних економіках: досвід України. — Л.: Каменяр, 2001. — С. 76—114, 405—440.

*De Grauwe P.* Macroeconomic Theory for the Open Economy. — Aldershot, Hampshire; England: Gower, 1983. — P. 23—38.

*Dernburg T.* Global Macroeconomics. — N. Y.: Harper Collins Publishers, 1989. — P. 222—250.

*Dornbusch R.* Exchange Rates and Fiscal Policy in a Popular Model of International Trade // Exchange Rates and Inflation. — Cambridge, Mass.; London: The MIT Press, 1988. — P. 23—41.

*Eichengreen B., Razo-Garcia R.* The international monetary system in the last and next 20 years // Economic Policy, 2006. — No. 47. — P. 393—442.

*Nuti D.* The Polish Zloty, 1990—1999: Success and Underperformance // American Economic Review. — Vol. 90. — No. 2. — P. 53—57.

*Reinhart C.* The Mirage of Floating Exchange Rates // American Economic Review. — 2000. — Vol. 90. — No. 2. — P. 65—70.

---

---

## Розділ 8

# МОДЕЛЬ МАНДЕЛЛА — ФЛЕМІНГА

*Кейнсіанська модель Манделла — Флемінга створює зручні можливості для аналізу фіскальної і монетарної політики та різноманітних зовнішніх макроекономічних шоків у відкритій економіці. Розуміння шляхів досягнення макроекономічної рівноваги у моделі Манделла — Флемінга дозволяє простежити важливі подібності та відмінності з попередніми моделями. Вивченню засадничих елементів моделі Манделла — Флемінга присвячено підрозділ 8.1. Розглядаються припущення щодо мобільності капіталу та особливості графічної та аналітичної інтерпретації основних результатів. У наступному підрозділі 8.2 розглянуто вплив фіскальної політики на дохід, відсоткову ставку, обмінний курс (плаваючий обмінний курс) або грошову масу (фіксований обмінний курс). Подібним чином у підрозділі 8.3 докладно аналізується монетарна політика у відкритій економіці для обох систем обмінного курсу — фіксованого і плаваючого. Деталі стерилізації монетарних ефектів платіжного балансу пояснюються у підрозділі 8.4. Більш загальне трактування макроекономічної рівноваги у моделі Манделла — Флемінга отримало належне пояснення у підрозділі 8.5. Наголос одержала проблема вибору інструментів економічної політики для досягнення макроекономічної рівноваги в економіках з високою і обмеженою мобільністю капіталу. Аналіз теоретичного механізму операцій відкритого ринку в підрозділі 8.6 доповнено корисним прикладом зі сучасної практики монетарної політики НБУ. Розділ завершено поясненням взаємодії відкритих економік у моделі Манделла — Флемінга.*

### ЗАСАДНИЧІ ПОНЯТТЯ

модель Манделла — Флемінга  
компоненти пропозиції грошової маси  
метод статичних порівнянь  
“пастка ліквідності”

стимулювання платоспроможного попиту  
стерилізація монетарних ефектів платіжного балансу

мобільність капіталу  
грошовий мультиплікатор  
автоматичний стабілізатор

операції відкритого ринку  
правило Фішера

## 8.1. Структура моделі

На початку 1960-х років під час дискусії щодо використання інструментів фінансової і монетарної політики (англ. *the fiscal-monetary mix*) Р. Манделл та М. Флемінг запропонували модель, що враховувала одночасну рівновагу товарного і грошового ринків та обох рахунків платіжного балансу — поточного та капіталу і фінансових операцій<sup>1</sup>. Головною проблемою того часу в економіці США були погіршення платіжного балансу і недостатнє зростання ВВП, що контрастувало з країнами Західної Європи і Японією [280, р. 333]. Прихильники кейнсіанської традиції відстоювали поєднання збільшення видатків бюджету зі зниженням відсоткової ставки. Спеціалісти Міністерства торгівлі пропонували цілком протилежне: скорочення дефіциту бюджету і рестрикційну монетарну політику. Рада економічних радників при президентові США, яку очолював П. Самуельсон, пропонувала поєднати зниження відсоткової ставки зі скороченням дефіциту бюджету, що отримало назву неокласичного синтезу Самуельсона — Тобіна<sup>2</sup>. Вважалося, що низька ставка стимулюватиме економічне зростання, тоді як профіцит бюджету обмежить надлишковий попит.

Натомість Р. Манделл і М. Флемінг обґрунтували доцільність одночасного зниження податків (= збільшення дефіциту бюджету) та обмеження пропозиції грошової маси, що враховувало реалії відкритої економіки. Початково адміністрація президента Д. Кеннеді (John Kennedy) використовувала кейнсіанські рекомендації, однак наприкінці 1962 р. було оголошено зміни в економічній політиці: зниження ставок оподаткування як

<sup>1</sup> Англійський економіст М. Флемінг очолював дослідницький департамент МВФ з 1954 р., а канадець за походженням Р. Манделл працював у цьому ж відділі економістом зі серпня 1961 р. Творчий внесок кожного з вчених у створення цілісної моделі вважається рівноцінним, проте не бракує певних дискусійних нюансів щодо порядку використання прізвищ авторів у назві моделі, який може виглядати свідченням більшого внеску Р. Манделла [131]. Теоретичні конструкції моделі було розроблено незалежно обома дослідниками. Якщо М. Флемінг відзначився зручним математичним записом моделі, то Р. Манделл — глибоким аналізом проблем внутрішньої і зовнішньої рівноваги. Модель у первісному трактуванні Р. Манделла замість номінального обмінного курсу використовувала RER, а відсоткова ставка розглядалася незалежним чинником.

<sup>2</sup> Американський економіст Д. Тобін енергійно підтримував пропозицію П. Самуельсона. Пропозиції у стилі моделей закритої економіки виглядали коректними з погляду розмірів американської економіки та невисокого ступеня залежності від зовнішніх чинників. Подоланню інтелектуальних стереотипів американських економістів могло допомогти іноземне походження як Р. Манделла, так і М. Флемінга [265, р. 108].

засіб стимулювання виробництва мало поєднатися з підвищенням відсоткової ставки для підтримання рівноваги платіжного балансу, що відповідало логіці моделі Манделла — Флемінга<sup>1</sup>. М. Флемінг показав, що монетарна політика є ефективнішою для плаваючого обмінного курсу, тоді як вплив фіскальної політики визначено чутливістю потоків капіталу до змін відсоткової ставки. Р. Манделл встановив умову використання монетарної і фіскальної політики для цілей внутрішньої і зовнішньої рівноваги, а також залежність ефективності монетарної політики від обраної системи обмінного курсу. Загалом теоретичні аргументи схиляли до висновку про доцільність використання “плавання” грошової одиниці; за умови фіксованого курсу лише фіскальна політика ставала чинником стимулювання доходу, але суто в економіці з високою залежністю потоків капіталу від відсоткової ставки.

Нині модель Манделла — Флемінга вважають “робочою конячкою” для вивчення відкритої економіки [202, р. 66]. Ця модель є кейнсіанською у тому, що дохід визначено сукупним попитом, а цінова еластичність сукупної пропозиції приймається ідеальною. Врахування ринку праці обмежується припущенням про визначення доходу сукупним попитом; цінні папери вважаються ідеальним замінником грошових активів. Модель Манделла — Флемінга є інформативною для ілюстрації чинників автоматичної адаптації, але не вичерпує всіх можливостей. По-перше, вирівнювання платіжного балансу не обов’язково досягається на “природному” рівні доходу. Наприклад, це стосується зміни світових цін, доходу або відсоткової ставки для фіксованого обмінного курсу. Подібними є наслідки окремих внутрішніх шоків, як збільшення урядових видатків чи підвищення номінальної заробітної плати. Автоматична адаптація спостерігається лише для змін у пропозиції грошової маси. “Плавання” грошової одиниці, навпаки, робить ефективними (у розумінні змін доходу) всі внутрішні шоки, проте надійно ізолює економіку від макроекономічних шоків зовнішнього походження (варіант автоматичної адаптації для плаваючого обмінного курсу). По-друге, брак гнучкого ціноутворення не відбиває реалій більшості відкритих економік. По-третє, перебіг вирівнювання платіжного балансу залежить від мобільності капіталу. В економіці з недостатньою залежністю від потоків капіталу це погіршує умови нейтралізації макроекономічних шоків.

<sup>1</sup> Часом стверджується, що більшість теоретичних висновків моделі Манделла — Флемінга походять з моделі англійського економіста Д. Міда, опублікованої на початку 1950-х років, але їх представлено набагато елегантніше [131, р. 4]. Аналіз Д. Міда відповідав тодішній панівній кейнсіанській традиції. Відмінності між фіскальною і монетарною політикою як засобами досягнення внутрішньої та зовнішньої рівноваги вважалися другорядними і стосувалися переважно потоків капіталу. Вважалося, що збільшення грошової маси має більший вплив на рахунок капіталу, адже супроводжується зниженням відсоткової ставки.

### 8.1.1. Теоретичні взаємозв'язки

Канонічну модель Манделла — Флемінга складають три рівняння:

$$Y = C(Y - T, r) + I(r) + G + CA(q, Y, Y^*),$$

$$C_Y, CA_q, CA_{Y^*} > 0, \quad C_r, I_r, CA_Y < 0, \quad (8.1)$$

$$\frac{M}{P} = L(Y, r), \quad L_Y > 0, \quad L_r < 0, \quad (8.2)$$

$$CA(q, Y, Y^*) + k(r - r^*) = 0, \quad 0 \leq k < \infty, \quad (8.3)$$

де  $M$  — пропозиція грошової маси,  $L$  — функція попиту на гроші,  $k$  — залежність потоків капіталу від різниці відсоткових ставок (значення інших змінних збережено).

Модель Манделла — Флемінга є розширенням кейнсіанської  $IS - LM$  моделі для відкритої економіки<sup>1</sup>. Рівняння (8.1) описує рівновагу на ринку товарів та послуг. Сукупний попит залежить від споживання та інвестицій у приватному і державному секторах, а також поточного рахунку<sup>2</sup>. У координатах “ $r - Y$ ” спостерігається обернена залежність між доходом та відсотковою ставкою, що відповідає аналогічній залежності для інвестицій у балансі заощаджень-інвестицій.

У рівнянні (8.2) визначено пропозицію реальної грошової маси і попит на гроші. Точніше, пропозицію грошової маси  $M$  складають декілька компонентів

$$M \approx H, \quad H \equiv (G - T) + Cr + EF - B, \quad (8.4)$$

де  $H$  — грошова база,  $G - T$  — дефіцит бюджету,  $Cr$  — позики рефінансування комерційних банків,  $EF$  — валютні резерви (у національній грошовій одиниці),  $B$  — внутрішні облигації.

Спрощено приймається, що грошова маса є пропорційною грошовій базі; грошовий мультиплікатор залежить від нормативу резервування і стабільності чинників попиту на гроші. Хоча пряма пропорційність між  $M$  і  $H$  є зручною для моделювання рівноваги на грошовому ринку, її адекватність

<sup>1</sup> Виклад функціональних залежностей рівноваги товарного і грошового ринків є доволі стислим, оскільки передбачається, що читач вже ознайомлений зі засадничими характеристиками  $IS - LM$  моделі.

<sup>2</sup> Тут і далі, якщо не зазначено окремо, поточний рахунок розглядається без урахування сальдо послуг, доходу і трансфертних платежів, тобто не відрізняється від торговельного балансу.

може бути поставлена під сумнів з багатьох причин: а) офіційний норматив резервування становить лише мінімальну вимогу щодо розміру банківських резервів, б) офіційні вимоги резервування не завжди виконуються, передусім у країнах, що розвиваються, в) загальний рівень резервів залежить від структури портфеля банківських активів.

Попит на гроші  $L(Y, r)$  збільшується внаслідок зростання доходу ( $L_Y > 0$ ) і зниження відсоткової ставки ( $L_r < 0$ ). Пряма залежність попиту на гроші від доходу пояснюється обслуговуванням товарообміну (англ. *the transactions motive*) і видатками “про всяк випадок” (англ. *the precautionary motive*). Транзакційний мотив пояснюється платежами за товари і послуги. Відома формула американських економістів В. Баумоля і Д. Тобіна пов’язує попит на гроші з такими чинниками:  $M^d = \sqrt{(tc \cdot PY)/2r}$ , де  $tc$  — кошти здійснення операцій. Обернена залежність від відсоткової ставки пояснюється передусім інвестуванням в облігації, акції і вторинні цінні папери (ф’ючерси, опціони, обмінні операції). Залежність попиту на гроші від відсоткової ставки Д. Кейнс назвав спекулятивною, оскільки економічні агенти діють залежно від очікувань дохідності облігацій. Зокрема, за умов спаду виробництва невисока ставка зумовлює підвищений попит на гроші, адже очікуване підвищення відсоткової ставки передбачає втрати від утримання облігацій. Не бракує й інших причин оберненої залежності попиту на гроші від ставки, як кошти зберігання запасів, диверсифікація портфеля активів тощо. Перші два пояснення зачіпають головним чином грошовий агрегат  $M1$ , тоді як спекулятивний мотив переважно стосується грошових агрегатів  $M2$  і  $M3$ <sup>1</sup>. Попит на гроші може залежати (принаймні у короткочасному плані) від низки інституційних чинників на зразок технологічних інновацій у сфері грошового обігу, політичних подій, змін у законодавстві, поширення “тіньової економіки” і доларизації. Попит на гроші підвищують грошова реформа й обмеження бартеру.

<sup>1</sup> Прийняті офіційно визначення грошових агрегатів можуть розрізнятися між собою в окремих країнах. Чи не найбільш розгорнутою є характеристика грошових агрегатів у США [182, р. 348—349]. Грошовий агрегат  $M1$  становлять: готівка в обігу, кошти на розрахункових рахунках, подорожні чеки, інші чекові депозити. Грошовий агрегат  $M2$  включає агрегат  $M1$  плюс угоди про викуп банківських активів “overnight”, євродоларові депозити “overnight”, акції взаємних фондів грошового ринку (англ. *money market mutual funds*), депозитні рахунки грошового ринку в комерційних банках, зберігальні депозити (англ. *saving deposits*), строкові депозити вартістю менше 100 тис. дол. Порівняно з грошовим агрегатом  $M2$ , грошовий агрегат  $M3$  додатково враховує: строкові депозити вартістю понад 100 тис. дол., угоди про викуп з терміном виконання понад один день, а також депозитні рахунки грошового ринку в небанківських фінансових інституціях. Грошовий агрегат  $L$  поєднує агрегат  $M3$  плюс довгострокові євродоларові депозити, облігації американського уряду, якими володіють дрібні інвестори, банківські акредитиви, короткочасні зобов’язання корпорацій, короткочасні зобов’язання Міністерства фінансів з терміном погашення до 12 місяців.



## СТРУКТУРА ПРОПОЗИЦІЇ ГРОШОВОЇ МАСИ

Грошова база — це зобов'язання центрального банку (табл. 8.1). Грошову базу становлять готівка в обігу та резерви комерційних банків (відрахування на рахунки центрального банку і готівка). Решта позицій балансу центрального банку класифікуються як чисті активи [313]. Деяко спрощено активи центрального банку становлять вимоги до уряду і комерційних банків та чисті валютні резерви. Чисті валютні резерви — це різниця між вимогами до нерезидентів та зобов'язаннями перед ними (іноземна валюта, урядові цінні папери, позики, монетарне золото, СПЗ тощо). Чисті вимоги до уряду становлять різницю між 1) придбанням внутрішніх облігацій і прямими кредитами уряду та 2) урядовими депозитами. Вимоги до комерційних банків враховують: позики за допомогою ломбардної і облікової ставок, овердрафт, угоди репо про взаємний викуп тощо. До активів центрального банку належать власний капітал і резерви. Сюди ж відносять рахунки переоцінки та інші зобов'язання.

Таблиця 8.1. Структура балансу центрального банку

Зобов'язання	Активи
Готівка	Чисті вимоги до уряду ( $CrG$ )
Резерви комерційних банків	Вимоги до комерційних банків ( $Cr$ )
	Чисті валютні резерви ( $EF$ )

Дефіцит бюджету фінансується кредитами центрального банку (монетизація дефіциту бюджету) та внутрішніми облігаціями:  $G - T = CrG + B$ . Звідси

$$CrG = (G - T) - B. \quad (8.4, a)$$

З балансу центрального банку (табл. 8.1) отримуємо

$$H = CrG + Cr + EF. \quad (8.4, б)$$

Підставивши у вираз (8.4, б) значення для  $CrG$  з виразу (8.4, а), отримуємо вираз для пропозиції грошової маси (8.4). З іншого боку, її можна визначити таким чином:

$$M \equiv D + C_p, \quad (8.4, в)$$

де  $D$  — банківські депозити;  $C_p$  — готівка в обігу.

Тоді грошова база становить

$$H \equiv BR + C_b + C_p, \quad (8.4, г)$$

де  $BR$  — банківські резерви;  $C_b$  — готівка у комерційних банках.

Після необхідних підстановок отримуємо значення мультиплікатора

$$\frac{M}{H} = \frac{D + C_p}{BR + C_b + C_p}. \quad (8.4, r)$$

Якщо визначити норматив резервування  $k_{res} = (BR + C_b) / D$ , а коефіцієнт пропорційності між готівкою поза банками і банківськими депозитами  $k_p = C_p / D$ , з виразу (8.4, r) неважко знайти грошовий мультиплікатор:

$$\frac{M}{H} = \frac{1 + k_p}{k_{res} + k_p}. \quad (8.4, d)$$

Стабільність грошового мультиплікатора залежить від коефіцієнтів  $k_{res}$  та  $k_p$ .

У рівняннях (8.1) і (8.2) використано реальну відсоткову ставку  $r$ . Точніше, попит на гроші залежить від номінальної, а сукупний попит — від реальної відсоткової ставки. З урахуванням інфляції та змін обмінного курсу вираз для номінальної ставки стає таким:

$$i = r - r_E (E / \bar{E} - 1) + r_P (P / \bar{P} - 1), \quad (8.5)$$

де  $i$  — номінальна відсоткова ставка;  $E / \bar{E}$  і  $P / \bar{P}$  — відповідно зміни обмінного курсу та рівня цін.

Залежність номінальної відсоткової ставки від інфляції отримала назву правила Фішера. У випадку девальвації ( $\uparrow E / \bar{E}$ ) реальна відсоткова ставка підвищується, а прискорення інфляції — знижується. Для випадку цінової та грошової стабільності реальна і номінальна відсоткові ставки збігаються.

У рівнянні (8.3) сальдо поточного рахунку врівноважується потоками капіталу. Приймається, що сальдо рахунку капіталу і фінансових операцій (далі — рахунку капіталу) залежить від різниці між відсотковими ставками у певній країні й за кордоном. Коефіцієнт  $k$  визначає мобільність капіталу. Пряма залежність між зниженням RER і поліпшенням поточного рахунку передбачає дотримання умови Маршалла — Лернера. Залежність рахунку капіталу від різниці ставок критикується з погляду неможливості забезпечити постійний у часі приплив капіталу, так що все обмежується короткочасними ефектами [242, р. 6; 284, р. 7]. Проте П. Крюгман визнає модель Манделла — Флемінга засобом аналізу середньострокової перспективи, коли завершується адаптація торговельного балансу до змін у економічній політиці, але інфляція не відіграє помітного значення [246, р. 7]. Іншим недоліком вважається визначення зовнішньої рівноваги зміною

валютних резервів, а не балансом заощаджень-інвестицій (розділ 3). Також знехтувано впливом інвестицій на загальну вартість капіталу, а також від'ємного сальдо поточного рахунку — на збільшення зовнішнього боргу [242, р. 7].

У моделі Манделла — Флемінга економіка приймається малою відкритотою. Це означає незалежність показників доходу  $Y^*$  та рівня цін  $P^*$  від економічної політики у певній країні. Це припущення втрачає актуальність для поширення логіки моделі на взаємодію двох відкритих економік. Визнання зовнішніх чинників залежними змінними істотно впливає на інтерпретацію монетарної політики. Розв'язок моделі залежить від системи обмінного курсу. Для фіксованого обмінного курсу залежними (або ендогенними) є змінні  $Y$ ,  $r$ ,  $M$ , а для плаваючого обмінного курсу —  $Y$ ,  $r$ ,  $E$  (додаток В).

### 8.1.2. Графічна інтерпретація

Графічну інтерпретацію моделі Манделла — Флемінга подано на рис. 8.1. Лінія  $IS$  показує таке поєднання значень відсоткової ставки і доходу, що забезпечує рівновагу товарного ринку. Обернена залежність сукупного попиту від відсоткової ставки є інтуїтивно зрозумілою: при підвищенні вартості капіталу зменшуються приватне споживання та інвестиції, що знижує дохід. Нахил лінії  $IS$  легко визначити за допомогою відповідного повного диференціалу (додаток В):

$$\frac{dr}{dY} = -\frac{1 - C_Y + CA_Y}{C_r + I_r} < 0. \quad (8.6)$$

В економіці з невисокими значеннями  $C_r$  та  $I_r$  лінія  $IS$  буде менш похилою. Так само впливає залежність поточного рахунку від доходу ( $CA_Y$ ), тоді як вищі значення  $C_Y$  роблять лінію  $IS$  похिलішою. Незалежні змінні  $G$ ,  $T$ ,  $Y^*$  є так званими параметрами зсуву: збільшення їх значень призводить до зміщення лінії  $IS$  вправо, а зменшення — до зміщення  $IS$  вліво.

Аналогічно нахил лінії  $LM$  становить

$$\frac{dr}{dY} = \frac{L_Y}{L_r} > 0. \quad (8.7)$$

Кожна з точок на лінії  $LM$  відповідає рівновазі пропозиції грошової маси і попиту на гроші. Якщо попит на гроші не залежить від відсоткової ставки ( $L_r = 0$ ), лінія  $LM$  стає вертикальною. Для ідеальної залежності по-

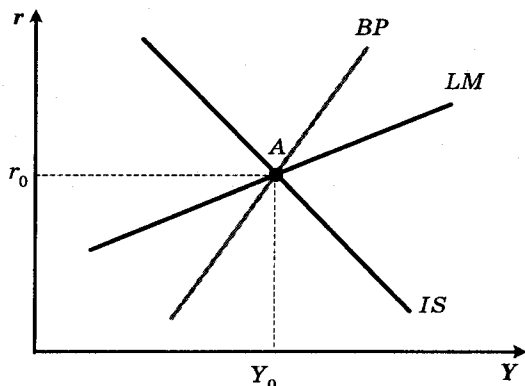


Рис. 8.1. Графічне зображення моделі Манделла — Флемінга

питу на гроші від відсоткової ставки ( $L_r = \infty$ ) отримуємо відому кейнсіанську “пастку ліквідності” (англ. *the liquidity trap*). Дискусія залежності від  $r$  сукупного попиту та попиту на гроші призвела до появи “кейнсіанського” (8.2, а) і “монетаристського” (8.2, б) трактувань моделі IS—LM. У першому випадку засобом збільшення доходу є фіскальна політика, тоді як монетарна політика стає неефективною. Поява “пастки ліквідності” (лінія LM стає горизонтальною) повністю нейтралізує можливості монетарної політики щодо збільшення доходу. З іншого боку, збільшення видатків бюджету (зсув лінії IS вправо) зберігає ефективність. Існування “пастки ліквідності” активно обговорювалося в 1930—1950-х роках, адже наприкінці 1930-х років короткочасні відсоткові ставки у США були близькими до нуля [182, р. 432]. Подібна ситуація виникла у Швейцарії (1970-ті роки) і Японії (1990-ті роки). Переконаність у високій залежності попиту на гроші від  $r$  підтримувала тогочасні кейнсіанські ідеї щодо використання фіскальної політики для стимулювання доходу. В монетаристському трактуванні, навпаки, лише монетарна політика є ефективним засобом стимулювання доходу (рис. 8.2, б), тоді як єдиним наслідком експансійної фіскальної політики стає підвищення  $r$ .

Лінія BP — це сукупність точок, що відповідають рівновазі рахунків платіжного балансу (або зовнішній рівновазі). Внутрішню рівновагу в моделі Манделла — Флемінга уособлює рівновага товарного і грошового ринків. У т. А спостерігається і внутрішня, і зовнішня рівновага. Нахил лінії BP визначено так:

$$\frac{dr}{dY} = \frac{CA_Y}{k} > 0. \tag{8.8}$$

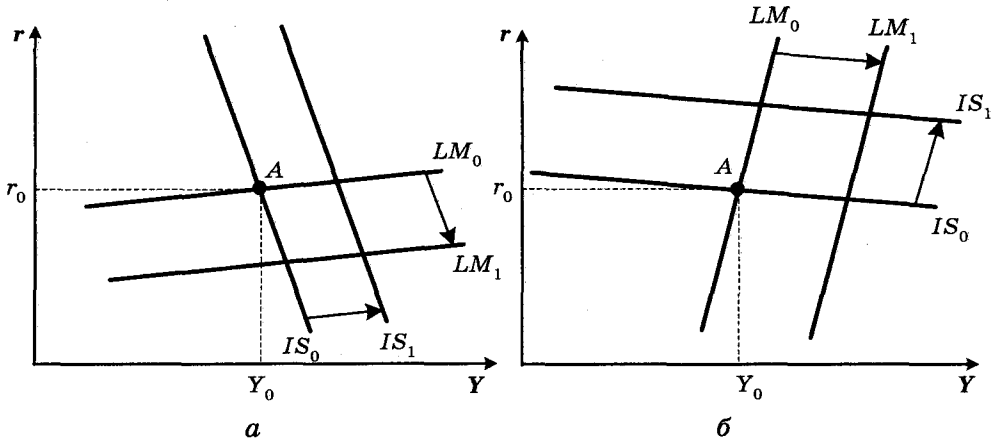


Рис. 8.2. Припущення щодо функціонального вигляду  $IS-LM$ : а — “кейнсіанське”; б — “монетаристське”

Особливе значення мають дві екстремальних структурних характеристики: а)  $k = 0$  (різниця відсоткових ставок  $r - r^*$  не впливає на рахунок капіталу) і б)  $k = \infty$  (таке значення  $k$  визначає ідеальну мобільність капіталу). У поміркованому варіанті  $0 < k < \infty$ . Припущення щодо мобільності капіталу істотно впливають на використання інструментів економічної політики. Також важить співвідношення між чинниками платіжного балансу та рівноваги грошового ринку. Якщо

$$\frac{CA_Y}{k} > \frac{L_Y}{L_r}, \quad (8.9)$$

то лінія  $BP$  має більший нахил, ніж лінія  $LM$ , що умовно називається обмеженою мобільністю капіталу. В економіці з високою мобільністю капіталу справджується

$$\frac{CA_Y}{k} < \frac{L_Y}{L_r}. \quad (8.10)$$

На рис. 8.3 лінія  $BP_0$  характеризує відсутність мобільності капіталу, лінії  $BP_1$  і  $BP_2$  — обмежену і високу, лінія  $BP_3$  — ідеальну мобільність капіталу, коли спостерігається ідеальне заміщення між внутрішніми та іноземними облігаціями.

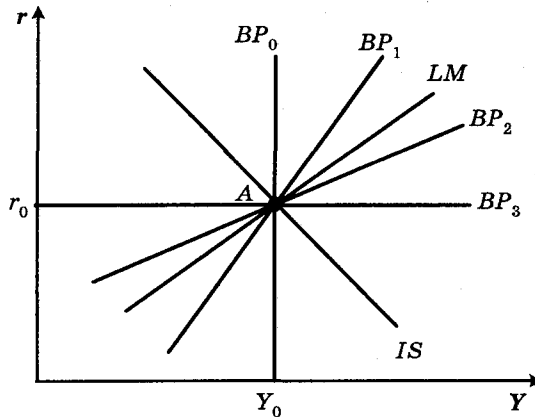


Рис. 8.3. Мобільність капіталу в моделі Манделла — Флемінга

### 8.1.3. Метод статичних порівнянь

Метод статичних порівнянь (англ. *comparative statics*) є зручним засобом інтерпретації результатів економічного моделювання — графічної і алгебраїчної. За допомогою статичних порівнянь наслідки зміни параметрів економічної моделі пояснюються шляхом порівняння відповідних значень залежних змінних (приміром,  $r$  та  $Y$ ) для двох послідовних статичних рівноважних положень. Використання техніки диференціювання створює дві переваги: 1) можливість аналізу кількісної інформації про амплітуду макроекономічних змін та їх залежність від структурних характеристик; 2) легкість інтерпретації результатів для випадку  $N$  незалежних змінних [339, р. 114]. Розв’язок канонічної моделі Манделла — Флемінга подано у додатку В. Використання методу статичних порівнянь передбачає дослідження стійкості макроекономічної моделі [339, р. 115—125, 248—251]. Не вдаючись у деталі, модель є стійкою, якщо незалежно від вихідних умов існує тенденція повернення до рівноважного значення.

## 8.2. Фіскальна політика

Збільшення видатків бюджету або зниження податків уособлюють експансійну фіскальну політику; відповідно зменшення урядових видатків або підвищення податків — це приклади рестрикційної фіскальної політики. Окрім структурних характеристик, наслідки фіскальної політики визначаються системою обмінного курсу та припущеннями стосовно мобільності капіталу.

### 8.2.1. Фіксований обмінний курс

Для ілюстрації особливостей фіскальної політики обрано збільшення витратків бюджету  $G$  в економіці з обмеженою мобільністю капіталу (рис. 8.4, *a*). Припускаючи початкову рівновагу на рівні доходу  $Y_0$  і відсоткової ставки  $r_0$  (т. *A*), збільшення витратків бюджету ( $\uparrow G$ ) або зниження податків ( $\downarrow T$ ) стимулюють сукупний попит ( $IS_0 \rightarrow IS_1$ ), що підвищує ставку ( $r_0 \rightarrow r_1$ ) і дохід ( $Y_0 \rightarrow Y_1$ ). Проте рівновага у т. *B* є нестійкою внаслідок появи від'ємного сальдо платіжного балансу: вища процентна ставка (поліпшення рахунку капіталу) є недостатньою, щоб компенсувати збільшення попиту на імпорт (погіршення поточного рахунку). Наступне перевищення попиту над пропозицією іноземної валюти зменшує грошову масу ( $LM_0 \rightarrow LM_1$ ), оскільки для підтримання фіксованого обмінного курсу центральний банк продає іноземну валюту, вилучаючи у цей спосіб з обігу грошову масу. Внаслідок цього далі підвищується відсоткова ставка ( $r_1 \rightarrow r_2$ ), але знижується дохід ( $Y_1 \rightarrow Y_2$ ). Поліпшення сальдо рахунку капіталу і поточного рахунку дозволяє вирівняти платіжний баланс (т. *C*), але монетарні ефекти платіжного балансу недвозначно знижують ефективність фіскальної політики.

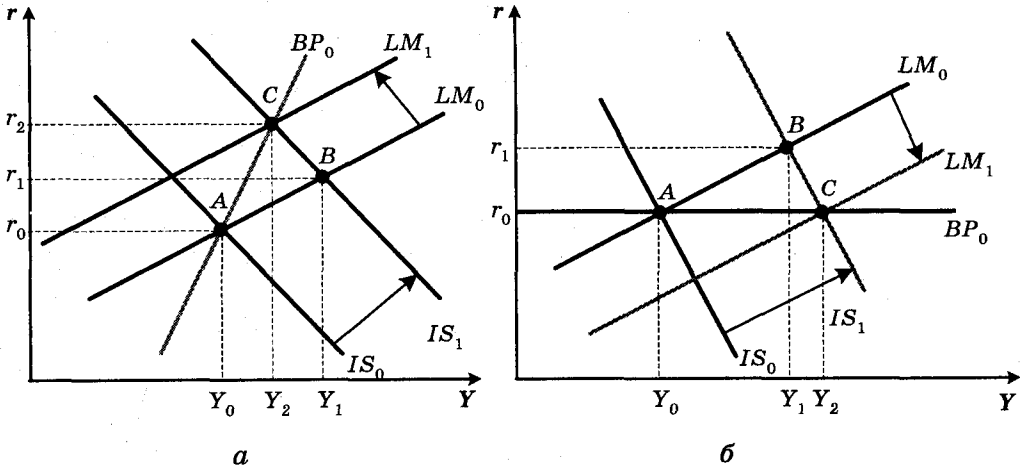


Рис. 8.4. Експансійна фіскальна політика (фіксований обмінний курс): *a* — обмежена мобільність; *б* — ідеальна мобільність

В економіці з ідеальною мобільністю капіталу (рис. 8.4, *б*) після підвищення відсоткової ставки ( $r_0 \rightarrow r_1$ ) наступний приплив капіталу перевищує потребу фінансування від'ємного сальдо поточного рахунку, зумовленого збільшенням доходу ( $Y_0 \rightarrow Y_1$ ). Наступна монетизація валютних резервів

збільшує грошову масу ( $LM_0 \rightarrow LM_1$ ), а відповідно — знижує відсоткову ставку до попереднього рівня ( $r_1 \rightarrow r_0$ ) і посилює амплітуду збільшення доходу ( $Y_1 \rightarrow Y_2$ ). Сальдо поточного рахунку недвозначно погіршується. Для економіки з високою залежністю потоків капіталу від  $r$  експансійна фіскальна політика збільшує не лише дохід, але й грошову масу. За таких умов неокласичний синтез Самуельсона — Тобіна втрачає стимулюючий вплив, але усвідомлення цього факту не було таким простим<sup>1</sup>. Сприятливі короточасні наслідки експансійної фіскальної політики потрібно оцінювати обережно, адже збільшується зовнішній борг. У майбутньому підвищення коштів його обслуговування передбачає поліпшення торговельного балансу, що вимагатиме зменшення доходу або зниження RER за допомогою девальвації грошової одиниці чи торговельного протекціонізму.

Повнішу характеристику фіскальної політики для різноманітних припущень мобільності капіталу забезпечують відповідні мультиплікатори (додаток В). Помітно, що збільшення видатків бюджету недвозначно збільшує дохід в економіках з відкритістю для руху капіталу

$$\frac{dY}{dG} = \frac{k}{CA_Y(C_r + I_r) + k(1 - C_Y + CA_Y)} \quad (8.11, a)$$

Експансійний ефект є найбільшим за умови ідеальної мобільності капіталу ( $k = \infty$ ); у закритій для потоків капіталу економіці ( $k = 0$ ) збільшення видатків бюджету стає нейтральним стосовно доходу ( $dY/dG = 0$ ). Амплітуда збільшення доходу посилюється підвищеною залежністю приватного споживання від доходу (нагадаємо, що високі значення  $C_Y$  надають лінії  $IS$  похилішого вигляду). Протилежним є вплив високої залежності приватного споживання та інвестицій від процентної ставки,  $C_r$  і  $I_r$  відповідно, та сальдо поточного рахунку — від доходу ( $CA_Y$ ). Зазначені три чинники є *автоматичними стабілізаторами*, що обмежують амплітуду коливань доходу за умов нестабільності сукупного попиту. Для більш загального випадку присутність автоматичного стабілізатора згладжує амплітуду циклу ділової активності. Вищі ставки оподаткування теж допомагають

<sup>1</sup> Публікацію досліджень Р. Манделла і М. Флемінга у виданні МВФ *Staff Papers* намагалися відкласти за допомогою бюрократичних аргументів: невідповідність поточній політиці американського уряду, створення “некоректного” інтелектуального впливу на країни, що розвиваються, відсутність принципових відмінностей між фіскальною і монетарною політикою, інтуїтивна простота припущення щодо нейтральності асиметричних змін у фіскальній та монетарній політиці, яку не варто порушувати складнішими теоретичними схемами тощо [280]. Таке критичне зауваження виявило несподівану перевагу: редакційна колегія не могла визначитися, якою саме з численних причин обґрунтувати відмову в публікації. Окремі члени редакційної колегії, які спочатку заперечували доцільність публікації, згодом змінили власну думку на протилежну, коли дізнавалися про різноманіття інших критичних зауважень.



зменшенню амплітуди коливань доходу, як це спостерігалось упродовж післявоєнного часу в США [182, р. 87]. В економіці із залежністю від критичного імпорту (українські реалії) обернена залежність поточного рахунку від доходу заперечує переваги експансійної фіскальної політики. Якщо збільшення доходу поліпшує поточний рахунок ("правило 45°"), це посилює стимулюючий вплив експансійної фіскальної політики.

Подібно відповідний мультиплікатор визначає вплив видатків бюджету на реальну відсоткову ставку:

$$\frac{dr}{dG} = \frac{CA_Y}{CA_Y(C_r + I_r) + k(1 - C_Y + CA_Y)}. \quad (8.11, б)$$

Відсоткова ставка залишається незмінною в економіці з ідеальною мобільністю капіталу ( $k = \infty$ ), що цілком зрозуміло, адже за таких умов її рівень визначається світовою ставкою. Навпаки, підвищення значень  $r$  є максимальним у закритій економіці ( $k = 0$ ); при цьому амплітуда підвищення відсоткової ставки повністю визначається залежністю приватного споживання та інвестицій від ставки,  $C_r$  і  $I_r$  відповідно.

Мультиплікатор для грошової маси

$$\frac{dM}{dG} = \frac{kL_Y - CA_Y L_r}{I_r CA_Y + k(1 - C_Y + CA_Y)}, \quad (8.11, в)$$

визначає умову  $(CA_Y/k) < (L_Y/L_r)$ , за якої експансійна фіскальна політика збільшує грошову масу. Простіше кажучи, пропозиція грошової маси  $M$  збільшується, якщо нахил  $LM$  перевищує нахил  $BP$ .

Вплив податків на  $Y$ ,  $r$  і  $M$  є дещо слабшим, адже споживається лише частина доходу ( $C_Y < 1$ ). Неважко показати, що пропорційне збільшення видатків бюджету і податків є рестрикційним. Відмінності між мультиплікаторами фіскальної політики стверджуються емпірично [53, с. 315—316]. У моделі американської економіки DRI відповідні мультиплікатори розраховуються для припущень підтримання незмінного рівня  $r$  або  $M$ . У першому випадку мультиплікатор урядових видатків становить 1,93, а мультиплікатор податків — 1,19. У другому випадку ефект витіснення частково нівелюватиме стимулюючий вплив, так що відповідні мультиплікатори становлять 0,60 і 0,26. Попри відмінності у сценаріях фіскальної політики, в обох випадках мультиплікатор для видатків бюджету перевищує його значення для податків.

Експансійна фіскальна політика є ефективнішою для збільшення доходу за умов високої мобільності капіталу, однак супутнє погіршення поточного рахунку може спровокувати з часом відплив капіталу та “спекулятивну” атаку на грошову одиницю. У такому контексті заслуговує уваги зроблена наприкінці 1990-х років пропозиція щодо повторення в Україні досвіду “нового курсу” американського президента Ф. Рузвельта. Хоча наголошувалися політичні переваги “сильної” президентської влади, не викликає сумніву зацікавленість в експансійній фіскальній політиці, яка нібито допомогла швидко подолати наслідків “великої депресії” (1929—1933 рр.)<sup>1</sup>. Не враховувалися щонайменше дві відмінності сучасної України від США зразка 1930-х років. По-перше, бракує тієї мобільності капіталу, якою користувалися США у міжвоєнний період. У 1934 р. США поновили золотий стандарт на нижчому рівні обмінного курсу, що сприяло підвищенню довіри до американської економіки і долара. Оскільки тодішня Європа не виглядала найбезпечнішим місцем для будь-якого капіталу, для європейських інвесторів американська територія пропонувала переваги безпечного місця, де можна застрахуватися від втрат воєнного лихоліття. По-друге, під час “великої депресії” у США спостерігалася дефляція (рівень цін знизився на 23 %), тоді як в українській економіці в 1990-х роках — висока інфляція. В економіці з невисокою мобільністю капіталу очікуваного збільшення доходу не відбувається, тим паче якщо збільшення сукупного попиту супроводжується підвищенням рівня цін (розділ 9).

## 8.2.2. Плаваючий обмінний курс

Для плаваючого обмінного курсу пропозиція грошової маси стає незалежним чинником, а необхідна корекція  $Y$  і  $r$  відбувається за допомогою номінального обмінного курсу. При цьому залежність поточного рахунку від  $RER$ , а відповідно — від номінального обмінного курсу, створює додаткові можливості впливу на рівновагу платіжного балансу. Приймаючи збільшення витратків бюджету ( $\uparrow G$ ), зміна рівноваги на ринку товарів і послуг ( $IS_0 \rightarrow IS_1$ ) підвищує відсоткову ставку ( $r_0 \rightarrow r_1$ ) і збільшує дохід ( $Y_0 \rightarrow Y_1$ ) (рис. 8.5, а). Подібно до фіксованого обмінного курсу (рис. 8.4, а), у т. В виникає від’ємне сальдо платіжного балансу, однак подальший перебіг подій істотно відрізняється. Перевищення попиту над пропозицією

<sup>1</sup> У концентрованому вигляді відповідні заклики “озвучив” В. Коломойцев [43]. Початковим об’єктом “ста днів” співробітництва Верховної Ради України, Адміністрації Президента і Кабінету Міністрів *a la* “новий курс” президента Ф. Рузвельта мали стати: ліквідація заборгованості по пенсіях і заробітній платі, податкова реформа, підтримка вітчизняного товаровиробника.

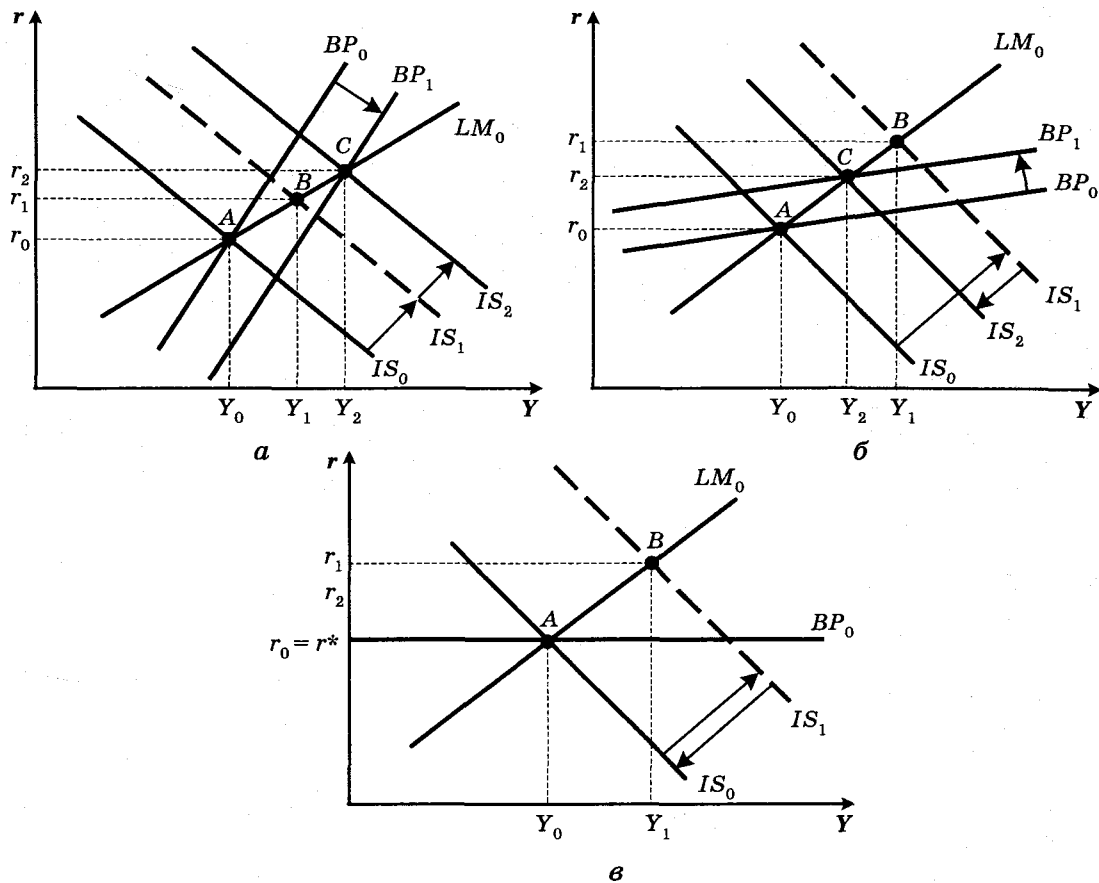


Рис. 8.5. Експансійна фіскальна політика (плаваючий обмінний курс): *a* — обмежена мобільність; *б* — висока мобільність капіталу; *в* — ідеальна мобільність капіталу

іноземної валюти означає знецінення грошової одиниці ( $\uparrow E$ ) і зниження RER ( $\uparrow q$ )<sup>1</sup>, що поліпшує сальдо поточного рахунку ( $BP_0 \rightarrow BP_1$ ) і посилює стимулювання попиту ( $IS_1 \rightarrow IS_2$ ). У підсумку зовнішня і внутрішня рівновага досягаються на вищому рівні доходу (т. С), хоча й коштом підвищення відсоткової ставки ( $r_0 \rightarrow r_2$ ).

Фіскальна політика виглядає по-іншому в економіці з високою мобільністю капіталу (рис. 8.6, б). Після збільшення видатків бюджету ( $\uparrow G$ ) наступне підвищення відсоткової ставки ( $r_0 \rightarrow r_1$ ) стимулює приплив капіталу, який з надлишком фінансує погіршення поточного рахунку внаслідок збільшення доходу ( $Y_0 \rightarrow Y_1$ ). Збільшення доходу вимагає стрімкішого підвищення відсоткової ставки, щоб зменшити надлишковий попит на гроші порівняно зі зменшенням попиту на іноземну валюту. Перебування у т. В не є тривалим, адже зміцнення грошової одиниці ( $\downarrow E$ ) погіршує сальдо поточного рахунку, що частково нівелює наслідки початкового збільшення сукупного попиту ( $IS_1 \rightarrow IS_2$ ). При переході з т. В у т. С зниження  $r$  погіршує рахунок капіталу, а зменшення  $Y$  допомагає поліпшенню поточного рахунку.

Експансійна фіскальна політика виглядає найпривабливіше в економіці з відсутністю зв'язку між відсотковою ставкою та потоками капіталу ( $k = 0$ )

$$\frac{dY}{dG} = \frac{L_r}{L_r(1-C_Y) + L_Y(k+C_r+I_r)}. \quad (8.12, a)$$

Для випадку ідеальної мобільності капіталу ( $k = \infty$ ) змін доходу немає. Вартує уваги, що за умов фіксованого обмінного курсу саме ідеальна мобільність капіталу є найсприятливішою для проведення фіскальної політики.

Динаміка відсоткової ставки повторює траєкторію змін доходу

$$\frac{dr}{dG} = \frac{L_Y}{L_r(1-C_Y) + L_Y(k+C_r+I_r)}. \quad (8.12, б)$$

що не створює помітних відмінностей з фіксованим обмінним курсом. Так само  $r$  не змінюється в економіці з ідеальною мобільністю капіталу, а її підвищення є максимальним за умови  $k = 0$ .

Зв'язок між збільшенням урядових видатків і номінальним обмінним курсом нагадує вплив експансійної фіскальної політики на обсяги грошової

<sup>1</sup> У канонічній моделі Манделла — Флемінга рівень цін приймається незмінним ( $P = \text{const}$ ), так що девальвація грошової одиниці не має інфляційної "віддачі" і знижує RER.

## “ВЕЛИКА ДЕПРЕСІЯ” (1929—1933 рр.)

Під час світової економічної кризи 1929—1933 рр. обсяги промислового виробництва знизилися в США — на 46,2 %, Польщі — 46,1; Німеччині — 40,6; Канаді — 41,9; Італії — 33,1; Франції — 32,9; Австрії — 30,0; Великій Британії — на 23,8 %. Відповідний індекс для всього західного світу становив: 1929 р. — 100 %; 1932 — 63,8; 1937 — 103,5; 1938 р. — 92,7 %. Подолання економічного спаду тривало біля десятиліття, та й то у 1938 р. обсяги виробництва знову знизилися. За час “великої депресії” рівень безробіття у США зріс до 32 %. Вартість експорту в 1933 р. становила всього 38 % від рівня 1929 р. Чисті інвестиції залишалися від’ємними впродовж 1929—1935 рр. Зменшення сукупного попиту вважається однією з ймовірних причин “великої депресії”. У кейнсіанському поясненні обмеження пропозиції грошової маси не відіграє помітного значення, оскільки залежність попиту на гроші від відсоткової ставки приймалася високою, тоді як цього не спостерігалось для інвестицій. Прихильники монетаризму вважають першопричиною “великої депресії” банкрутство банківської системи, що зменшило пропозицію грошової маси і перешкодило отриманню позик для інвестиційної діяльності. Одразу ж після приходу до влади, президент Ф. Рузвельт оголосив банківські канікули, що посилювало дефляційні настрої. Наступним кроком стало вилучення золота з грошового обігу. Спершу за ціною 20,87 дол. за унцію викупувалося усе золото, що належало резидентам (приватне володіння золотом, окрім ювелірних виробів, оголошувалося поза законом). Восени 1933 р. Міністерство фінансів США почало інтенсивно скуповувати золото у нерезидентів. У квітні 1934 р. було оголошено нову ціну золота — 35 дол. за унцію, що означало девальвацію долара на 41 %. Штучне підвищення вартості золота мало на меті подолання дефляції, проте зростання внутрішніх цін не перевищило 2,4 % упродовж 1933—1934 рр. і не виправдало сподівань щодо інфляційного стимулювання внутрішнього попиту, але поліпшило цінову конкурентоспроможність американського експорту.

Підвищення ціни золота мало помітний вплив на світову монетарну систему. По-перше, монетизація припливу золота у США дозволила збільшити пропозицію грошової маси. Якщо у 1933 р. грошовий агрегат  $M1$  зменшився порівняно з 1929 р. на 26,5 %, то вже у 1934 р. — збільшився на 10 %, а у 1935 р. — на 18,7 %. У 1936 р. цей показник перевищував показник 1929 р. на 10,6 %. По-друге, підвищена пропозиція долара внаслідок зниженого золотого вмісту сприяла його девальвації стосовно інших валют — німецької марки, англійського фунта, французького франка. Збільшення грошової маси і знецінення долара потенційно стимулювали сукупний попит. Додатково цьому мало допомогти збільшення видатків федерального уряду в 1933 р. до 7,2 % проти заведше 5,5 % від ВВП у 1932 р. (рис. 8.6). Упродовж 1934—1936 рр. урядові видатки поступово зросли до 10,5 %, а з врахуванням місцевих бюджетів — до 19,5 % від ВВП. Водночас збільшувався дефіцит бюджету. В 1937 р.

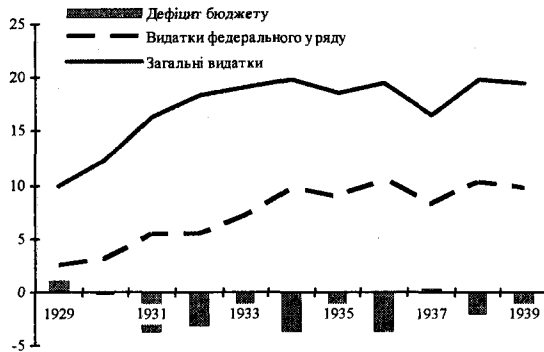


Рис. 8.6. США: параметри фінансової політики (% від ВВП), 1929—1939 рр.

фінансова політика набула рестрикційного забарвлення, але в 1938—1939 рр. відбулося повернення до експансійних акцентів.

Окрім збільшення витраток бюджету, політика “нового курсу” (англ. *the New Deal*) передбачала реформу банківської системи (розподіл функцій між банками і фінансовими компаніями, страхування депозитів тощо), регулювання фондового ринку, державне пенсійне забезпечення, заохочення профспілкового руху. Вважалося, що будь-які дії щодо підвищення цін (в тому числі з толеруванням монополізму) матимуть сприятливий вплив на економічне зростання. Результати політики “нового курсу” президента Ф. Рузвельта були обнадійливими в 1934—1937 рр., коли обсяги промислового виробництва зросли на 41% (щорічний темп становив 9%), проте у 1938 р. спад виробництва знову перевищив 6%. ВВП досяг рівня 1929 р. лише у 1939 р., однак безробіття перевищувало 17% (у 1929 р. не могли знайти роботу всього 3,2% працівників). Лише з початком Другої світової війни виникли передумови для подолання безробіття.

Джерело: Гальчинський А. Суперечності реформ: у контексті цивілізаційного процесу. — К.: Українські пропілеї, 2001; Dornbusch R., Fischer S. *Macroeconomics*. 5<sup>th</sup> Edition. — N. Y.; London: McGraw-Hill, 1991

маси (з протилежним знаком), адже все залежить від нахилу кривих  $LM$  і  $BP$

$$\frac{dE}{dG} = - \frac{kL_Y - L_r CA_Y}{CA_Y (L_r (1 - C_Y) + L_Y (k + C_r + I_r))} \quad (8.12, \text{в})$$

Якщо нахил  $BP$  є більшим (вираз (8.8)), то обмінний курс знижується ( $\uparrow E$ ); цей вислід є максимальним у закритій для потоків капіталу економіці ( $k = 0$ ). Для ідеальної мобільності капіталу ( $k = \infty$ ) підвищення обмінного курсу повністю нівелює експансійні наслідки збільшення витраток

бюджету (рис. 8.5, *в*). Подані вище приклади для фіксованого і плаваючого обмінних курсів показують, що фіскальна політика по-різному впливає на рахунки платіжного балансу. Наприклад, збільшення видатків бюджету погіршує поточний рахунок, але поліпшує сальдо рахунку капіталу. Якщо припустити підвищення цін, ще одним універсальним наслідком експансійної фіскальної політики стає підвищення  $r$  і RER. Збільшення припливу капіталу не залежить від вибору системи обмінного курсу — фіксованого чи плаваючого. В обох випадках збільшення доходу супроводжується погіршенням торговельного балансу.

### 8.3. Монетарна політика

Подібно до фіскальної політики, наслідки змін грошової маси аналізуються для відмінних припущень обмінного курсу і мобільності капіталу.

#### 8.3.1. Фіксований обмінний курс

Незалежно від мобільності капіталу, монетарна політика не впливає на макроекономічні показники. В економіці з обмеженою мобільністю капіталу (рис. 8.7) збільшення грошової маси ( $LM_0 \rightarrow LM_1$ ) початково збільшує дохід ( $Y_0 \rightarrow Y_1$ ) і знижує відсоткову ставку ( $r_0 \rightarrow r_1$ ), проте згодом від'ємне сальдо платіжного балансу (т. *B*) зменшує грошову масу до попереднього рівня ( $LM_1 \rightarrow LM_0$ ).

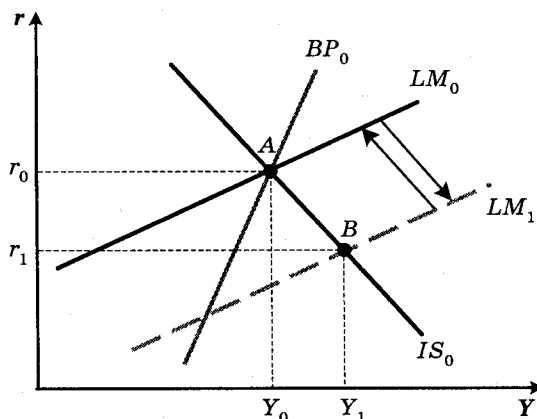


Рис. 8.7. Експансійна монетарна політика для обмеженої мобільності капіталу (фіксований обмінний курс)

Це уподібнює з механізмом автоматичної адаптації для фіксованого обмінного курсу (розділ 5). В обох випадках надлишок грошової маси не

створює відхилень від рівноважного значення  $Y$ . Після грошової емісії короткочасне зниження  $r$  може помилково розглядатися довгостроковою подією і схилити до вирішення проблеми високої відсоткової ставки засобами експансійної монетарної політики. Таке неодноразово спостерігалось у країнах Латинської Америки відразу ж після запровадження системи фіксованого обмінного курсу та супутнього підвищення попиту на гроші, що супроводжувався підвищенням  $r$ . Хоча збільшення грошової маси може врівноважуватися збільшенням попиту на гроші і не мати інфляційних наслідків, очікуваного здешевлення кредитних ресурсів не відбувається.

### 8.3.2. Плаваючий обмінний курс

На відміну від фіксованого обмінного курсу, монетарна політика є ефективним засобом стимулювання доходу. В економіці з обмеженою мобільністю капіталу (рис. 8.8) збільшення грошової маси ( $LM_0 \rightarrow LM_1$ ) знижує ставку ( $r_0 \rightarrow r_1$ ) і збільшує дохід ( $Y_0 \rightarrow Y_1$ ). Погіршення сальдо відразу двох рахунків платіжного балансу означає знецінення грошової одиниці (т.  $B$ ) і поліпшення сальдо поточного рахунку. Відповідні зміни платіжного балансу ( $BP_0 \rightarrow BP_1$ ) та рівноваги на ринку товарів і послуг ( $IS_0 \rightarrow IS_1$ ) створюють перехід до нового стану макроекономічної рівноваги (т.  $C$ ). При цьому відсоткова ставка дещо підвищується ( $r_1 \rightarrow r_2$ ), але з урахуванням початкового положення економічної системи (т.  $A$ ) цей показник загалом знижується ( $r_2 < r_0$ ).

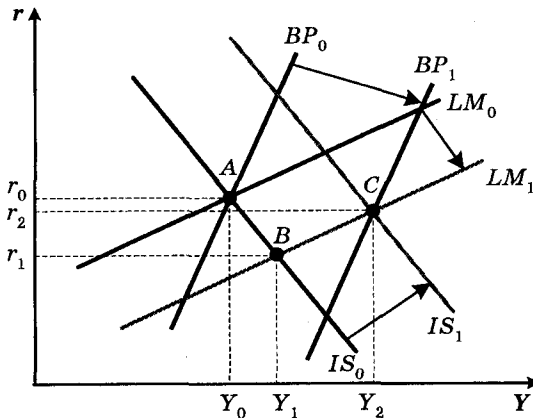


Рис. 8.8. Збільшення пропозиції грошової маси для обмеженої мобільності капіталу (плаваючий обмінний курс)

Отриманий результат стверджується аналітично. Експансійна монетарна політика недвозначно збільшує дохід:



$$\frac{dY}{dM} = \frac{k + C_r + I_r}{L_r(1 - C_Y) + L_Y(k + C_r + I_r)}. \quad (8.13, a)$$

Неважко показати, що для випадку ідеальної мобільності капіталу ( $k = \infty$ ) підсумковий результат визначається лише залежністю попиту на гроші від доходу. Збільшення пропозиції грошової маси також знижує відсоткову ставку:

$$\frac{dr}{dM} = -\frac{1 - C_Y}{L_r(1 - C_Y) + L_Y(k + C_r + I_r)}. \quad (8.13, б)$$

Цілком передбачувано для  $k = \infty$  значення  $r$  не змінюється, оскільки будь-які відхилення від рівноважної процентної ставки нівелюються припливом-відпливом капіталу. Збільшення грошової маси знецінює грошову одиницю:

$$\frac{dE}{dM} = \frac{CA_Y(C_r + I_r) + k(1 - C_Y + CA_Y)}{L_r(1 - C_Y) + L_Y(k + C_r + I_r)}. \quad (8.13, в).$$

Амплітуду знецінення посилює висока залежність сальдо поточного рахунку від доходу. Це означає, що в міру стимулювання доходу експансійною монетарною політикою наступне підвищення попиту на імпорт послаблює грошову одиницю. Оскільки експансійна монетарна політика збільшує дохід і знижує RER, її вплив на поточний рахунок залежить від співвідношення між обома протилежно орієнтованими ефектами. Якщо залежність імпорту від доходу є порівняно незначною, а від RER — промовистою, ймовірніше очікувати поліпшення сальдо поточного рахунку. Інакше поточний рахунок погіршиться.

## 8.4. Вплив потоків капіталу

Наслідки припливу-відпливу капіталу істотно залежать від вибору системи обмінного курсу — плаваючого чи фіксованого. Для відповідного аналізу вибрано вплив капіталу внаслідок підвищення світової відсоткової ставки  $r^*$ .

### 8.4.1. Фіксований обмінний курс

В економіці з високою мобільністю капіталу підвищення світової відсоткової ставки ( $\uparrow r^*$ ) погіршує платіжний баланс у частині операцій рахунку капіталу ( $BP_0 \rightarrow BP_1$ ) (рис. 8.9). Відповідно монетарні ефекти платіжно-

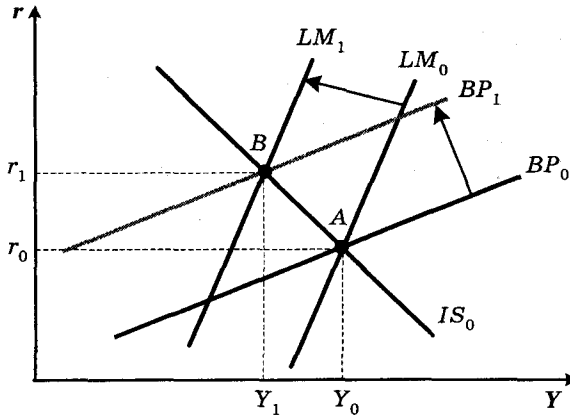


Рис. 8.9. Наслідки відпливу капіталу в економіці з високою мобільністю капіталу (фіксований обмінний курс)

го балансу зменшують пропозицію грошової маси ( $LM_0 \rightarrow LM_1$ ). Нове рівноважне значення (т. *B*) характеризується нижчим рівнем доходу ( $Y_0 \rightarrow Y_1$ ) та вищою відсотковою ставкою ( $r_0 \rightarrow r_1$ ). Такий сценарій простежується в Аргентині, де у 1995 р. відразу ж після втрати валютних резервів відбулося зменшення грошової маси (рис. 5.7) і підвищення відсоткової ставки (табл. 5.2), що позначилося зменшенням ВВП і попиту на імпорт — це поліщило торговельний баланс (рис. 5.8). Зрозуміло, що приплив капіталу передбачає збільшення  $Y$ , зниження  $r$  і збільшення  $M$ . Хоча це виглядає свідченням на користь залучення іноземного капіталу, за спрощеним сценарієм моделі Манделла — Флемінга потрібно бачити складнішу взаємодію макроекономічних і структурних чинників. Практично ідеальним прикладом може бути Південно-Східна Азія, де саме надмірний приплив капіталу став головним каталізатором фінансової кризи 1997—1998 рр.

### 8.4.2. Плаваючий обмінний курс

Наслідки відпливу капіталу показано на рис. 8.11. Підвищення світової процентної ставки ( $\uparrow r^*$ ) погіршує платіжний баланс ( $BP_0 \rightarrow BP_1$ ). Наступне знецінення грошової одиниці поліщує поточний рахунок, що збільшує попит ( $IS_0 \rightarrow IS_1$ ) і поліщує сальдо платіжного балансу ( $BP_1 \rightarrow BP_2$ ). У підсумку дохід збільшується (т. *C*), що дещо незвично. Дані економіки Мексики (розділ 5) відповідають такому теоретичному сценарію в частині підвищення відсоткової ставки і знецінення грошової одиниці, але не відбулося передбачуваного збільшення обсягів виробництва, що могло означати брак стимулюючого впливу “слабкої” грошової одиниці, принаймні у короткочасному плані.

## ПРИПЛІВ КАПІТАЛУ В КРАЇНИ ПІВДЕННО-СХІДНОЇ АЗІЇ: ЯК СТВОРЮВАЛИСЯ ПЕРЕДУМОВИ ДЛЯ ФІНАНСОВОЇ КРИЗИ

Приплив капіталу стимулювали підвищена віддача на капітал та оптимістичні очікування. У 1994—1996 рр. стрімке збільшення іноземних інвестицій (рис. 8.10, а) супроводжувалося зростанням ВВП (рис. 8.10, б) і пропозиції грошової маси.

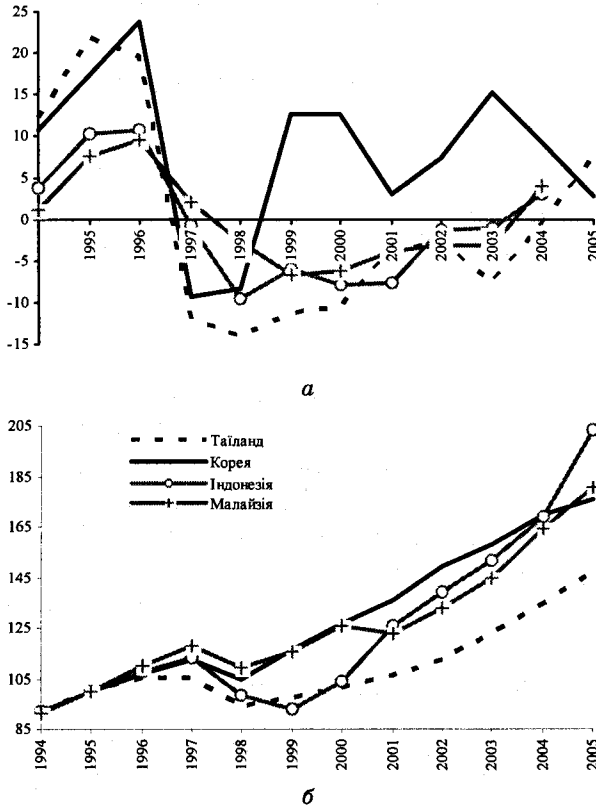


Рис. 8.10. Південно-Східна Азія: вибрані показники, 1994—2005 рр.: а — приплив іноземного капіталу (млрд дол.); б — ВВП (індекс, 1995 = 100)

Джерело: IMF *International Financial Statistics*

Інвестиції спрямовувалися переважно у сектори, що не мали безпосереднього стосунку до збільшення експорту: нерухомість (Таїланд, Індонезія), сферу послуг (Південна Корея, Малайзія). “Цінові бульбашки” лише посилювали приплив капіталу, адже інвестори намагалися “не запізнитися” з поя-

вою на перспективному ринку. На початку 1997 р. співвідношення “М2/грошова база” збільшилося у Південній Кореї та Індонезії до 6, Таїланді — до 5, Малайзії — до 4, що можна порівняти з передкризовими значеннями Мексики (1994 р.), Аргентини (1995 р.), Росії (1998 р.) — 4, Аргентини (2001 р.) — 6. Приплив переважно короткочасного капіталу полегшувався фінансовою лібералізацією (без належного зміцнення регулюючих установ) та урядовими гарантіями. Можливість стрімкого реверсу потоків капіталу не розглядалася серйозно. Не було моніторингу зовнішніх запозичень. У Південній Кореї справжній розмір зовнішнього боргу виявився майже вдвічі більшим — 120 млрд дол. проти очікуваних 70 млрд дол. (у вересні 1997 р. близько 54 % зовнішньої заборгованості становили короткочасні зобов’язання). У 1996 р. співвідношення “валютні резерви/короткочасний борг” знизилося до 29 % проти 42 % у 1993 р. Для 30 найбільших корейських фінансово-промислових конгломератів (*chaebols*) співвідношення “борг/акціонерний капітал” зросло у 1993—1996 рр. з 387 до 518 % (середнє значення для країн ОЕСР — 200 %). Хоча 14-й за величиною конгломерат Hanbo Steel збанкрутував ще в січні 1997 р., належних висновків не було зроблено. У Таїланді та Індонезії значну частку іноземних інвестицій було здійснено офшорними компаніями.

Надмірний оптимізм іноземних інвесторів підтримувався відсутністю звичних передкризових ознак: не було значного дефіциту бюджету, підтримувався конкурентоспроможний RER, зовнішні запозичення були переважно приватними. Певну стурбованість могло викликати хіба що зміцнення долара, однак орієнтація більшості азіатських “тигрів” на американський ринок нівелювала значення цього чинника. Також збільшенню експорту не перешкоджала угода NAFTA. Так, у Південній Кореї обсяги експорту в 1995—1996 рр. збільшилися до 125 млрд дол. проти 95 млрд дол. у 1994 р. У Таїланді обсяги експорту збільшилися за відповідний період із 45 до 55 млрд дол. Проте зростання експорту в шести країнах Південно-Східної Азії сповільнилося до 3,5 % у 1996 р. проти 14,5 % у 1995 р. (середній показник 1990—1996 рр. — 10 %). Приплив капіталу і недостатнє зростання експорту погіршили сальдо поточного рахунку (рис. 2.10, б). Це не викликало особливих побоювань стосовно виразного “інвестиційного” забарвлення, тим паче що повільніше зростання у 1996 р. не супроводжувалося значним зростанням безробіття.

“Момент істини” наступив у червні 1997 р., коли “несподівано” виявилася неспроможність центрального банку Таїланду підтримувати обмінний курс місцевого бата (до цього у травні обмінний курс вдалося втримати завдяки зменшенню валютних резервів та підтримці центральних банків інших азіатських “тигрів”). Паніка на валютному ринку поширилася на решту країн регіону. Відплив капіталу позначився стрімким спадом виробництва (рис. 8.10, б). Окрім економічних передумов (“перегрів” економіки, надмірні інвестиції, “бульбашка” цін на ринку нерухомості), відплив капіталу могла провокувати політична невизначеність. У Південній Кореї на чергових виборах (листопад 1997 р.) очікувалася перемога опозиції, а в Індонезії старіючий президент Сухарто (Suharto) поступово втрачав владні важелі. Попри низку “обтяжуючих”

причин (поширення “родинного” капіталізму, сумнівні інвестиції фінансово-промислових конгломератів, надмірна залежність від короточасних позик японських банків, брак технологічного лідерства, спеціалізація на товарах з помітним перевиробництвом у світовій економіці — напівпровідники, хімічні речовини, автомобілі, кораблебудування), припущення щодо паніки інвесторів як засадничої причини відпливу капіталу з Південної Кореї стверджується швидким поновленням припливу капіталу і економічного зростання. Проте в решті країн повернення до траєкторії економічного зростання виявилось тривалішим. Порівняно швидке відновлення темпу зростання супроводжувалося втратами перманентного ВВП (рис. 8.11, б). У 1997—1998 рр. не відбулося істотного збільшення надходжень від експорту, оскільки попит на експорт виявився чутливим до попиту на світових ринках та рівня цін — як внутрішніх, так і країн-конкурентів. Таким чином “конкурентні” девальвації у країнах регіону поглибили амплітуду економічного спаду. Водночас немає свідчень, принаймні для Південної Кореї, що пропозицію товарів експорту обмежила рестрикційна монетарна політика.

Аналізуючи можливість попередження фінансової кризи у регіоні, економісти погоджуються, що поліпшення сальдо бюджету в Таїланді (1996—1997 рр.) могло запобігти виникненню кризових явищ. Подібно це стосується Індонезії. У Південній Кореї потреби у поліпшенні сальдо бюджету не було, оскільки зовнішні запозичення та супутнє погіршення від’ємного сальдо поточного рахунку до 4,2 % від ВВП (рис. 2.11) виглядають самодостатніми. В усіх країнах могло бути корисним помірковане регулювання потоків капіталу з метою обмеження короточасних інвестицій та попередження значного збільшення грошової маси. Це могло запобігти виникненню “дutih” економік Індонезії і Таїланду, коли надмірні інвестиції вивели ці економіки на нестабільні рівні з підвищеною ймовірністю збитків. З 1990 р. Таїланд практикував радикальну фінансову лібералізацію (безперешкодна купівля-продаж іноземної валюти, скасування контролю відсоткових ставок, відмова від будь-яких обмежень на інвестиції), що призвело до переважання прямих інвестицій за допомогою злиття і придбання (це лише збільшувало акціонерний капітал та короточасних портфельних інвестицій).

*Джерело: Герст П., Томпсон Г. Сумніви в глобалізації: Пер. з англ. — К.: К. І. С., 2002, С. 121—142; Cerra V., Saxena S.-C. Did Output Recover from the Asian Crisis? // IMF Staff Papers. — 2005. — Vol. 52. — No. 1. — P. 1—23; Chopra A., Kang K., Karasulu M. From Crisis to Recovery in Korea: Strategy, Achievements, and Lessons. Working Paper No. 154. — Washington: IMF, 2001. — 93 p.; Duttgupta R., Spilimbergo A. What happened to Asian Exports During the Crisis? // IMF Staff Papers. — 2004. — Vol. 51. — No. 1. — P. 72—95; Kawai M., Newfarmer R., Schmukler S. Crisis and Contagion in East Asia: Nine Lessons. Working Paper No. 2610. — Washington: The World Bank.*

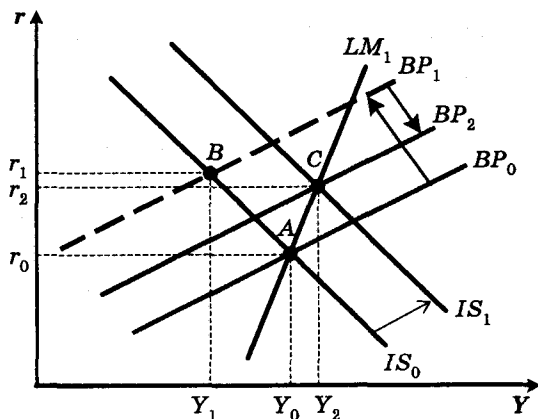


Рис. 8.11. Наслідки впливу капіталу в економіці з високою мобільністю (плаваючий обмінний курс)

### 8.5. Вплив світових цін

У моделі Манделла — Флемінга наслідком зниження світових цін ( $\downarrow P^*$ ) стає зменшення  $Y$ , підвищення  $r$  і скорочення  $M$ . Вплив світової ціни на дохід слабе в міру підвищення мобільності капіталу. В економіці з відсутністю мобільності капіталу ( $k = 0$ ) вплив на дохід визначається суто залежністю сальдо поточного рахунку від  $Y$  та RER. Графічну інтерпретацію зниження світових цін показано на рис. 8.12. Зниження світових цін погіршує платіжний баланс ( $BP_0 \rightarrow BP_1$ ), що зменшує пропозицію грошової маси ( $LM_0 \rightarrow LM_1$ ) і змінює рівновагу на ринку товарів і послуг ( $IS_0 \rightarrow IS_1$ ). У новому рівноважному стані (т. B) відсоткова ставка є вищою ( $r_0 \rightarrow r_1$ ), а дохід — нижчим ( $Y_0 \rightarrow Y_1$ ).

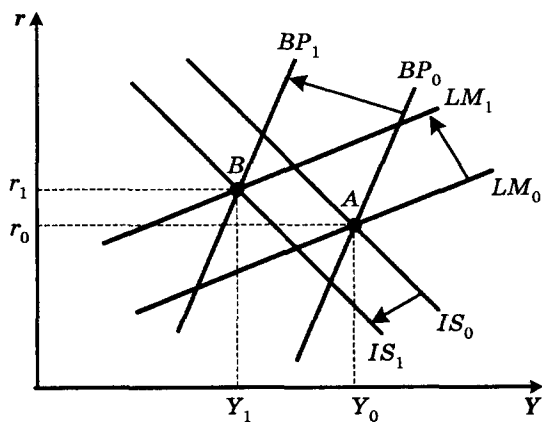


Рис. 8.12. Вплив зниження світових цін в економіці з невисокою мобільністю капіталу (фіксований обмінний курс)

## 8.6. Стерилізація монетарних ефектів платіжного балансу

Під стерилізацією монетарних ефектів платіжного балансу найчастіше розуміють підтримання сталої пропозиції грошової маси для фіксованого обмінного курсу. Якщо платіжний дисбаланс є короточасним, то стерилізація буде доречною з погляду підтримання стабільності доходу. Політика стерилізації може також використовуватися для різноманітних варіантів гнучкого курсоутворення.

### 8.6.1. Специфікація моделі

З урахуванням стерилізації базова модель (8.1)—(8.3) запишеться так:

$$Y = C(Y - T, r) + I(r) + G + CA(q, Y, Y^*),$$

$$C_Y, CA_q, CA_{Y^*} > 0, \quad C_r, I_r, CA_Y < 0, \quad (8.14)$$

$$\frac{M}{P} = L(Y, r), \quad L_Y > 0, \quad L_r < 0, \quad (8.15)$$

$$M = M^{DOM} + (1 - s)EF, \quad (8.16)$$

$$CA(q, Y, Y^*) + k(r - r^*) = sEF, \quad 0 \leq k < \infty, \quad (8.17)$$

де  $M^{DOM}$  — внутрішній компонент пропозиції грошової маси;  $s$  — коефіцієнт стерилізації ( $0 < s < 1$ ).

Внутрішню компоненту  $M^{DOM}$  збільшують: а) монетизація дефіциту бюджету, б) збільшення кредитів комерційних банків або в) придбання урядових облігацій Центральним банком (операції відкритого ринку). Стерилізація є повною ( $s = 1$ ) або частковою ( $0 < s < 1$ ); якщо  $s = 0$ , стерилізації не відбувається. У моделі (8.14)—(8.17) для фіксованого обмінного курсу залежними змінними стають  $Y$ ,  $r$  та  $EF$ . Внутрішня компонента грошової маси  $M^{DOM}$  набуває незалежного характеру.

### 8.6.2. Вплив на макроекономічні показники

Повертаючись до наслідків підвищення світової відсоткової ставки (див. рис. 8.9), стерилізація монетарних ефектів платіжного балансу дозволяє залишитися на рівні доходу  $Y_0$ . Результат стверджується відповідним мультиплікатором

$$\frac{dY}{dr^*} = - \frac{k(1-s)(C_r + I_r)}{(CA_Y(1-s) + sL_Y)(C_r + I_r) + (k(1-s) + sL_r)(1 - C_Y + CA_Y)}. \quad (8.18)$$

Повна стерилізація ( $s = 1$ ) означає незмінність доходу, незалежно від зміни зовнішніх чинників. Використовуючи розв'язки рівняння (8.18)—(8.21), неважко простежити наслідки стерилізації для економічної політики.

### 8.6.3. Вплив внутрішньої складової монетарної політики

В економіці з обмеженою мобільністю капіталу стерилізація монетарних ефектів платіжного балансу надає збільшенню  $M^{DOM}$  експансійного характеру:

$$\frac{dY}{dM^{DOM}} = \frac{s(C_r + I_r)}{k(1 - C_Y + CA_Y) + CA_Y(C_r + I_r)}. \quad (8.19, a)$$

Якщо стерилізації немає ( $s = 0$ ), монетарна політика не впливає на дохід. Для  $k = \infty$  політика стерилізації втрачає ефективність — дохід не змінюється. Подібними є висновки для впливу на відсоткову ставку:

$$\frac{dr}{dM^{DOM}} = - \frac{s(1 - C_Y + CA_Y)}{k(1 - C_Y + CA_Y) + CA_Y(C_r + I_r)}. \quad (8.19, б)$$

Збільшення пропозиції грошової маси зменшує валютні резерви

$$\frac{EdF}{dM^{DOM}} = -1 + \frac{L_r(1 - C_Y + CA_Y) + L_Y(C_r + I_r)}{k(1 - C_Y + CA_Y) + CA_Y(C_r + I_r)}. \quad (8.19, в)$$

За умов ідеальної мобільності капіталу  $k = \infty$  наслідки збільшення  $M^{DOM}$  повністю нейтралізуються втратою валютних резервів  $EF$ , проте це відбувається лише частково. Відповідно для емпіричної оцінки впливу зазвичай використовується така статистична модель:

$$\frac{\Delta(EF)_t}{H_t} = \alpha_0 - \sum_i^n \alpha_i \frac{\Delta M_{t-i}^{DOM}}{H_{t-i}} + aX, \quad (8.20)$$

де  $X$  — вектор незалежних фундаментальних змінних (інфляція, зростання ВВП, умови торгівлі, відкритість економіки).

Регресійне рівняння (8.20) показує залежність валютних резервів від лагових значень  $M^{DOM}$  (обидва показники скориговано на величину грошової бази). Компенсаційний коефіцієнт  $\alpha = \sum \alpha_i$  (англ. *the offset coefficient*)



теоретично перебуває у межах від 0 (потоки капіталу не залежать від потоків капіталу) до  $-1$  (ідеальна мобільність капіталу). Відкритість економіки для потоків капіталу збільшує від'ємне значення компенсаційного коефіцієнта.

Для квартальних даних української економіки за 1994—2002 рр. розрахунки компенсаційного коефіцієнта показують такий результат<sup>1</sup>:

$$\begin{aligned}
 (ef)_t = & \quad -0,192 & -1,642m_t^{DOM} & -1,471m_{t-1}^{DOM} & + \\
 & (-3,379^*) & (-4,981^*) & (-3,759^*) & \\
 & -0,627(ef)_{t-1} & +2,428y_{t-1} & +0,151cpi_t, & \\
 & (-5,906^*) & (2,063^{**}) & (3,000^*) & \\
 & & R^2 = 0,78, & DW = 1,68, & 
 \end{aligned}
 \tag{8.21}$$

де  $y_t$  і  $cpi_t$  — індекси ВВП та інфляції споживчих цін, відповідно.

Збільшення  $M^{DOM}$  створює відчутну втрату валютних резервів, що відповідає оцінкам для польської економіки за 1990—1996 рр., де від'ємний компенсаційний коефіцієнт для двох кварталів перевищив 1,2 [127, р. 10]. Перебільшену реакцію на збільшення  $M^{DOM}$  можна пояснити доларизацією економіки, адже побоювання цінової і грошової нестабільності створюють додатковий попит на іноземну валюту. Підвищення темпу зростання ВВП збільшує валютні резерви з лагом у квартал. Отриманий коефіцієнт є достатньо високим і майже вдвічі перевищує оцінений показник для польської економіки. Так само сильнішою є сприятлива залежність динаміки валютних резервів від прискорення інфляції. Обидва результати важко пояснити логікою моделі Манделла — Флемінга, адже зі збільшенням доходу має погіршуватися поточний рахунок і зменшуватися валютні резерви. Так само інфляція є чинником погіршення платіжного балансу через підвищення RER. Набагато зручніше пояснення отриманих результатів пропонує монетарна модель платіжного балансу (розділ 10).

<sup>1</sup> Згідно зі статистичною моделлю (8.20), монетарні показники було скориговано на показник грошової бази.

### 8.6.4. Прикладні аспекти стерилізації монетарних ефектів платіжного балансу

Емпіричну оцінку стерилізації забезпечує така статистична модель:

$$\frac{\Delta M_t^{DOM}}{H_t} = \beta_0 - \beta_1 \frac{\Delta(EF)_t}{H_t} + bX_t \quad (8.22)$$

Коефіцієнт  $\beta_1 = 1 - s$  вимірює ступінь стерилізації монетарних ефектів платіжного балансу. Здатність стерилізувати приплив-відплив капіталу є достатньо високою для більшості країн світу, в тому числі з трансформаційними економіками<sup>1</sup>. Для української економіки за кварталними даними 1994—2002 рр. отримано

$$m_t^{DOM} = -0,258m_{t-1}^{DOM} - 0,130(ef)_t + 0,978y_{t-1} \quad (8.23)$$

$(-1,745^{***}) \quad (-3,743^*) \quad (1,927^{***})$   
 $R^2 = 0,35, \quad DW = 2,09.$

Отриманий результат показує дуже слабкі намагання НБУ стерилізувати приплив капіталу (на кожен відсоток збільшення валютних резервів відповідне зменшення  $M^{DOM}$  становить всього 0,13 %). Кожен відсоток поживлення ВВП супроводжується майже пропорційним збільшенням пропозиції грошової маси (з лагом у квартал), що заперечує критику монетарної політики НБУ як такої, що не враховує попиту на гроші (розділ 10). На відміну від Польщі, не помічено збільшення  $M^{DOM}$  внаслідок прискорення інфляції, що засвідчує помітнішу антиінфляційну орієнтацію монетарної політики НБУ.

Технічно політику стерилізації можна реалізувати декількома шляхами: операції відкритого ринку, резервні вимоги, управління депозитами державного сектора [260, р. 33—47]. Операції відкритого ринку передбачають купівлю-продаж Центральним банком високодохідних цінних паперів — власних або урядових, що дозволяє регулювати пропозицію грошової маси. Повертаючись до рівняння (8.4), придбання фінансових активів зменшує їх вартість у приватному секторі ( $\downarrow B$ ) і збільшує пропозицію грошової маси. Відповідно продаж фінансових активів Центральним банком ( $\uparrow B$ ) зменшує пропозицію грошової маси. Не менш важливо, що купівля-продаж фінансових активів на грошовому ринку дозволяє обійтися

<sup>1</sup> Для Польщі у 1990—1996 рр. коефіцієнт стерилізації становив  $-0,63$  [127, р. 9], у дослідженні країн Тихоокеанського регіону від'ємний коефіцієнт виявився на рівні  $0,75$  [206].

без підвищення резервних вимог для комерційних банків і загалом не має структурного впливу на банківську систему. Таким чином послаблюється вразливість банківської системи до припливу-відпливу капіталу.

Важливим недоліком операцій відкритого ринку для випадку припливу капіталу стає супутнє підвищення відсоткової ставки, що може стимулювати подальший приплив капіталу і мати протилежні до очікуваних наслідки — збільшення пропозиції грошової маси. Приміром, таке відбувалося у Польщі зі середини 1990-х років [288, р. 17—18]. Підвищення відсоткової ставки зазвичай відбувається у тих економіках, де фінансові активи, що використовуються для операцій відкритого ринку, не є ідеальними заміниками альтернативних фінансових активів або спостерігається супутнє підвищення попиту на гроші внаслідок збільшення доходу або зниження інфляції. Іншим недоліком операцій відкритого ринку є збільшення так званого квазіфіскального дефіциту, адже різниця між внутрішньою і світовою відсотковими ставками ( $r-r^*$ ) підвищує кошти обслуговування фінансових інструментів, що використовуються Центральним банком для операцій відкритого ринку. Прикладом успішної стерилізації за допомогою операцій відкритого ринку є Чилі (1990—1991 рр.), Індонезія (1991—1992 рр.), Малайзія (1990—1993 рр.) та Шрі-Ланка (1991—1993 рр.). Як один з інструментів стерилізації, операції відкритого ринку використовувалися упродовж 1990-х років у Південній Кореї, Мексиці, Таїланді та Філіппінах.

Підвищення нормативу резервування знижує грошовий мультиплікатор і таким чином обмежує внутрішню складову пропозиції грошової маси. Показовим є приклад Чилі, де після фінансової кризи 1981—1982 рр. було вжито заходів для стрімкого зменшення грошового мультиплікатора. Спочатку використовувалися підвищені резервні вимоги. У 1985 р. співвідношення  $M2/H$  зменшилося до заледве 0,55 проти 3,45 у 1981 р.; у наступні роки грошова база перевищувала агрегат  $M2$ . Підвищення резервних вимог для стерилізації монетарних ефектів платіжного балансу практикували Південна Корея (1988—1990 рр.), Малайзія (1989—1994 рр.) та Шрі Ланка (1991—1993 рр.). Це дозволило уникнути коштів квазіфіскального дефіциту, проте мало власні недоліки. Головним з них стає неефективне розміщення кредитних ресурсів. Ймовірно, що підвищені резервні вимоги призведуть до втрати банківською системою позицій на ринку кредитних ресурсів. Окрім того, намагання комерційних банків компенсувати втрати від підвищення резервних вимог за рахунок підвищення відсоткової ставки можуть стимулювати приплив іноземного капіталу.

Квазіфіскальних втрат не передбачає переведення депозитів урядових структур та пенсійного фонду в Центральний банк, однак значні переміщення депозитів державного сектора можуть створити відчутні проблеми для

комерційних банків. З небагатьох прикладів використання депозитів державного сектора для стерилізації монетарних ефектів платіжного балансу можна назвати Малайзію (1989, 1990, 1992—1994 рр.), Філіппіни (1992, 1994 рр.), Таїланд (1987—1992 рр.), а також Сінгапур і Тайвань, де така практика є систематичною. У країнах Східної Європи зменшення дефіциту бюджету допомагало нейтралізації наслідків припливу капіталу в Словенії та країнах Балтії [116]. Водночас фіскальної реакції на приплив капіталу не простежується у найбільших країнах регіону, як Польща, Угорщина або Чехія, передусім з 2001 р.

Деякі заходи не є безпосередніми інструментами стерилізації, але використовуються з подібною метою: гнучкість обмінного курсу, посилення фіскальної дисципліни; лібералізація зовнішньої торгівлі, зміцнення банківської системи, валютний контроль, оподаткування потоків капіталу, стимулювання відпливу капіталу. Для випадку припливу капіталу деяке зміцнення грошової одиниці запобігає збільшенню грошової маси, що важливо на випадок несприятливого реверсу в потоках капіталу. По-друге, підвищення рівноважного RER відбувається за рахунок зміцнення грошової одиниці, що має відчутні переваги стосовно іншої можливості — за рахунок прискорення інфляції. По-третє, деяка нестабільність обмінного курсу обмежує короточасні спекулятивні потоки капіталу. Недоліком використання обмінного курсу для регулювання потоків капіталу і пропозиції грошової маси може бути потенційне завищення RER. Окрім того, нестабільність RER зазвичай є самостійним несприятливим чинником як для експортерів, так і для виробництв, орієнтованих на внутрішній ринок. Премія від валютного ризику може підвищити відсоткову ставку, перешкодити пошукванню інвестицій і стимулювати короточасні потоки капіталу. Якщо напрями змін обмінного курсу адекватно передбачаються, може відбуватися небажаний приплив або відплив капіталу [257, р. 10].

Упродовж 1990-х років гнучкість обмінного курсу використовувалася в багатьох країнах Південно-Східної Азії (Південна Корея, Малайзія, Філіппіни) і Латинської Америки (Мексика, Перу, Колумбія). У Чилі з 1987 р. для обмеження припливу капіталу практикувалася система з двох обмінних курсів<sup>1</sup>. У Польщі в 1995—1996 рр. розширення валютного

<sup>1</sup> Офіційний обмінний курс для торговельних і фінансових операцій (ісп. *dolar acuerdo*) встановлювався щоденно на основі прикріплення до долара США, а згодом — до “кошика” валют (50 % — \$, 30 % — DM, 20 % — Y). У 1992 р. коридор коливань для вільноринкового обмінного курсу (ісп. *dolar observado*) було розширено з 5 до 10 % навколо значень *dolar acuerdo*. З листопада 1995 р. у формулу для розрахунку *dolar acuerdo* було закладено 2 % щорічного зміцнення песо. У січні 1997 р. знову змінилися вагові коефіцієнти (частка долара США зросла до 80 %) і розширено коридор коливань обмінного курсу до 12,5 %. Додатково ревальвація значення *dolar acuerdo* на 4 % мала на меті зміцнення песо, але без погіршення конкурентоспроможності експорту.

коридору не привело до очікуваного зменшення припливу капіталу, що зумовило кошти стерилізації на рівні 1—1,5 % від ВВП. Нижчі відсоткові ставки могли послабити інфляційний вплив збільшення грошової маси (стерилізувалося приблизно  $\frac{2}{3}$  припливу капіталу), зменшити дефіцит бюджету та зміцнити обмінний курс до рівноважного значення без погіршення цінової конкурентоспроможності.

Під час припливу капіталу поліпшення сальдо бюджету дозволяє зменшити сукупний попит і уникнути коштів стерилізації. Не менш важливими є декілька інших переваг: а) можливість підтримання фіксованого обмінного курсу, б) запобігання підвищенню RER через скорочення видатків на товари місцевого виробництва, в) поліпшення поточного рахунку, г) підвищення стійкості до макроекономічних шоків. Зауважено, що девальвацію чеської крони (травень 1997 р.) зумовила тривала стерилізація припливу капіталу за умов надмірного дефіциту бюджету<sup>1</sup>. Потенційні обмеження рестрикційної фіскальної політики обумовлено головним чином політичними міркуваннями.

Приплив капіталу створює передумови для лібералізації зовнішньої торгівлі — це послаблює тенденцію до підвищення RER. Водночас виникають стимули для сприятливих структурних змін у виробничому секторі, що може сприяти як довгостроковим прямим, так і короткочасним портфельним інвестиціям. Слабкість комерційних банків перешкоджає підвищенню відсоткової ставки і може спровокувати спекулятивну атаку на грошову одиницю (фіксований обмінний курс) або стрімке знецінення національних грошей (плаваючий обмінний курс). Саме проблеми комерційних банків стали засадничою причиною фінансових труднощів у Чилі (1981—1982 рр.) та країнах Південно-Східної Азії (1997—1998 рр.).

Валютний контроль послаблює гостроту проблеми стерилізації і може збільшити надходження до бюджету. Для регулювання потоків капіталу придатні численні адміністративні обмеження, безпосередні податки або інші заходи. З початку 1990-х років у Чилі для зменшення припливу капіталу використовувалися підвищені резервні вимоги для іноземних позик (20 %). Додатково 30 % іноземних надходжень підлягали обов'язковому розміщенню на спеціальні безвідсоткові депозити (ісп. *encaje*) у Центральному банку терміном на рік. Також використовувалися обмеження на репатріацію іноземних інвестицій (поступово відповідний термін було зменшено з п'яти до трьох років). У 1996 р. резервні вимоги для валютних депозитів зросли до 30 %, а правило *encaje* почало застосовуватися до іноземних інвестицій у цінні папери і нерухомість.

## МЕКСИКАНСЬКА КРИЗА, 1993—1995 рр.

Перебіг подій можна поділити на декілька етапів:

1. *Приплив капіталу* (травень 1993 р. — лютий 1994 р.). Зі середини 1993 р. придбання *tesobonos* іноземними інвесторами створило значний приплив капіталу (рис. 8.13, *a*). Монетарні ефекти платіжного балансу стерилізувалися (див. рис. 5.14). Щоб уникнути погіршення статистики фіскальних показників, емісію *tesobonos* було класифіковано як придбання фінансових активів урядом.

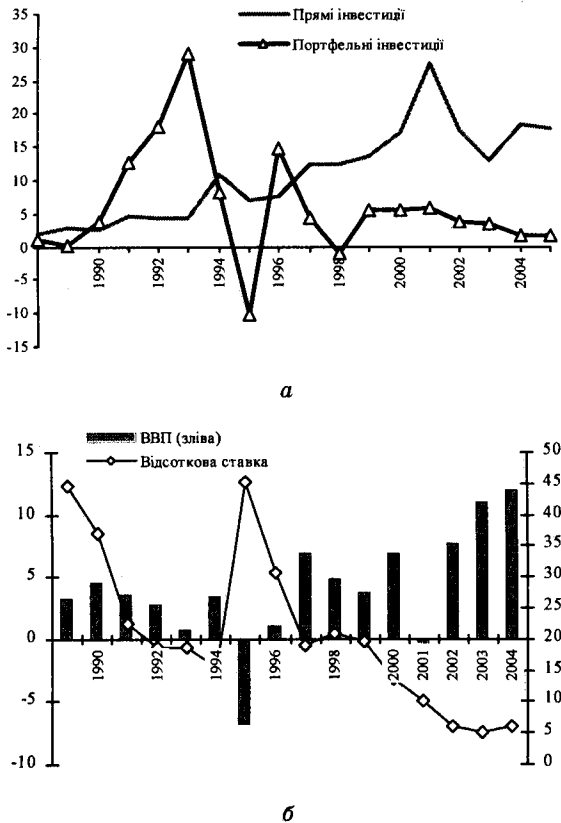


Рис. 8.13. Мексика, 1989—2005 рр.: *a* — приплив іноземного капіталу (млрд дол.); *б* — відсоткова ставка і зростання ВВП (%)

Джерело: IMF International Financial Statistics

Приймаючи значний приплив капіталу ( $BP_0 \rightarrow BP_1$ ), відсутність стерилізації означає збільшення грошової маси ( $LM_0 \rightarrow LM_1$ ) (рис. 8.14, *a*). Використання припливу капіталу для фінансування дефіциту бюджету ( $IS_0 \rightarrow IS_1$ ) перешкоджає зниженню відсоткової ставки, але підвищує загрозу інфляційного

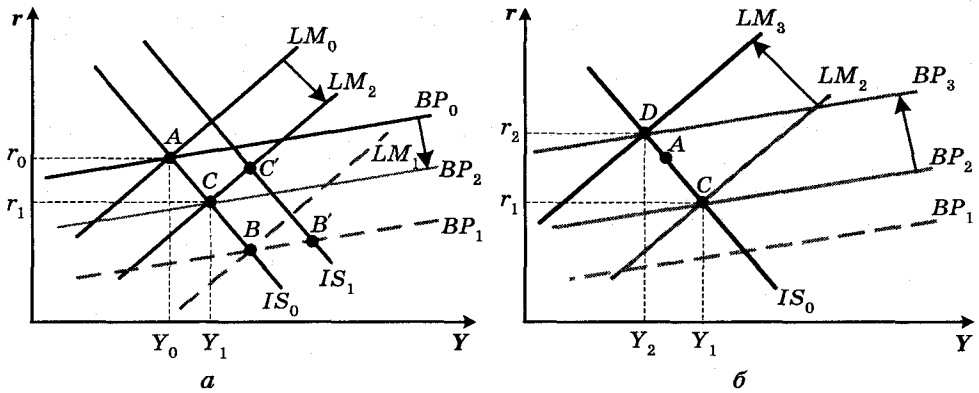


Рис. 8.14. Наслідки припливу-відпливу капіталу: а — приплив капіталу; б — відплив капіталу

“перегріву” економіки (т.  $B'$ ). Часткова стерилізація ( $LM_0 \rightarrow LM_2$ ) дозволяє стимулювати дохід ( $Y_0 \rightarrow Y_1$ ) і знизити відсоткову ставку ( $r_0 \rightarrow r_1$ ) без загрози прискорення інфляції (т.  $C$ ); якщо припустити збільшення урядових видатків, макроекономічну рівновагу характеризує т.  $C'$ . Стабільність грошової бази (див. рис. 5.14) могла супроводжуватися збільшенням пропозиції грошової маси за умови підвищення грошового мультиплікатора, як це сталося у Чилі (1979—1982 рр.). Погіршення торговельного балансу в 1990—1993 рр. не вважалось проблемним, адже в імпорті переважали основні засоби, сировина і комплектуючі частини. Панувала думка, що від'ємне сальдо поточного рахунку віддзеркалює самодостатній приплив капіталу, а не експансійну монетарну чи фіскальну політику. Наприкінці 1993 р. валютні резерви Мексики збільшилися до 25 млрд дол. (див. рис. 5.14). Приплив капіталу був настільки відчутним, що розглядалася можливість ревальвації песо. Проводилися аналогії з Японією і Південною Кореєю, де зростанню експорту передували декілька десятиліть з від'ємним сальдо поточного рахунку. Перспектива обслуговування зовнішнього боргу пов'язувалася зі збільшенням виробництва та обсягів експорту. Відплив капіталу не передбачався: приватні інвестиції спрямовувалися переважно у виробництво, а значне валютне покриття грошової бази мало заспокоїти обережних портфельних інвесторів.

2. Відплив капіталу (березень-грудень 1994 р.). Попри переконливі економічні показники — предмет захоплення за кордоном, не бракувало внутрішніх проблем (незадоволення повільним підвищенням добробуту, вимоги демократизації суспільного життя, внутрішньопартійні суперечності, повстання селян на півдні країни тощо). Коли у березні 1994 р. кандидата у президенти від правлячої партії (PRI) застрелили під час передвиборчого мітингу, це ініціювало відплив капіталу з країни. Впродовж двох місяців валютні резерви зменшилися з 30 до 18 млрд дол. (див. рис. 5.14), але напередодні президентських виборів (серпень 1994 р.) це не позначилося обмежен-

ням грошової маси. “Втеча” іноземних інвесторів створила якісно відмінне становище (рис. 8.14, б). Після відпливу капіталу ( $BP_2 \rightarrow BP_3$ ) на рівні доходу  $Y_1$  виникає дефіцит платіжного балансу. Вирівнювання платіжного балансу вимагало зменшення пропозиції грошової маси ( $LM_2 \rightarrow LM_3$ ), проте монетарні ефекти платіжного балансу дали стерилізувалися, що запобігало падінню виробництва до  $Y_2$ , але коштом втрати валютних резервів. У серпні 1994 р. видавалося, що політика стерилізації виправдала себе, адже ВВП зростав і не було інфляції. Кандидата від PRI Е. Седільйо цілком демократично обрали президентом Мексики. Однак проблеми лише починалися. Оскільки експансійна політика і передвиборчі перипетії послабили банківську систему країни, десятки банків опинилися на межі банкрутства. У вересні 1994 р. вбивство чільного партійного функціонера PRI — Р. Масью (Ruiz Massieu) — посилює неспокій. У жовтні 1994 р. поновилося “втеча” від песо. Ситуацію погіршило погашення tesobonos та продовження стерилізації впливу капіталу. Природно, що більшість інвесторів вважали за краще покинути Мексику. До того ж, у жовтні-листопаді 1994 р. грошова база збільшувалася попри зменшення валютних резервів (див. рис. 5.14). Така монетарна політика остаточно підірвала віру в бажання (і спроможність) підтримувати фіксований обмінний курс песо.

3. *Девальвація песо та перехід до плаваючого обмінного курсу (1994—1995 рр.)*. На початку грудня 1994 р. валютні резерви Мексики зменшилися до 11 млрд дол., а 20 грудня уряд оголосив про “одноразову” девальвацію песо на 15 %. У перші ж дні після девальвації центральний банк втратив ще 5 млрд дол. і нічого не залишалось як перейти до плаваючого обмінного курсу. Попри “плавання” грошової одиниці, економіка Мексики потрапила у глибоку кризу — найгіршу з часів “великої депресії” (1929—1933 рр.), але вже у 1996 р. зростання ВВП поновилося (див. рис. 8.13, б); середньорічний показник 1997—2000 рр. значно перевищив значення успішних 1989—1992 рр. Логіку девальвації песо проілюстровано на рис. 8.15, а. Приймаючи вплив капіталу ( $BP_2 \rightarrow BP_3$ ), на рівні доходу  $Y_2$  (т. С) своєчасна зміна цінових співвідношень нейтралізує погіршення рахунку капіталу поліпшенням поточного рахунку (положення лінії  $BP_2$  не змінюється) і стимулює сукупний попит ( $IS_0 \rightarrow IS_1$ ). Оскільки локальне підвищення  $r$  створює додатне сальдо платіжного балансу (т. С'), його монетизація навіть збільшує грошову масу ( $LM_3 \rightarrow LM_4$ ). Відповідно зростає дохід ( $Y_1 \rightarrow Y_2$ ), що, правда, коштом незначного підвищення відсоткової ставки ( $r_1 \rightarrow r_2$ ). Наслідки девальвації виглядають цілком прийнятними, якщо не враховувати інфляційні наслідки (розділ 9), але підтримка коштами іноземної допомоги потенційно мінімізує негативні наслідки. Подібним чином приплив капіталу полегшує адаптацію до плаваючого обмінного курсу. З початку 1995 р. Мексика отримала від США — 20 млрд дол., країні ЄС і Японії — 10, МВФ — 17,8, урядів латиноамериканських країн та іноземних комерційних банків — 4 млрд дол.

Теоретична схема подій стає дещо іншою для умов плаваючого обмінного курсу (рис. 8.15, б). Приймаючи високу мобільність капіталу, погіршення платіжного балансу ( $BP_2 \rightarrow BP_3$ ) веде до знецінення грошової одиниці, що збільшує



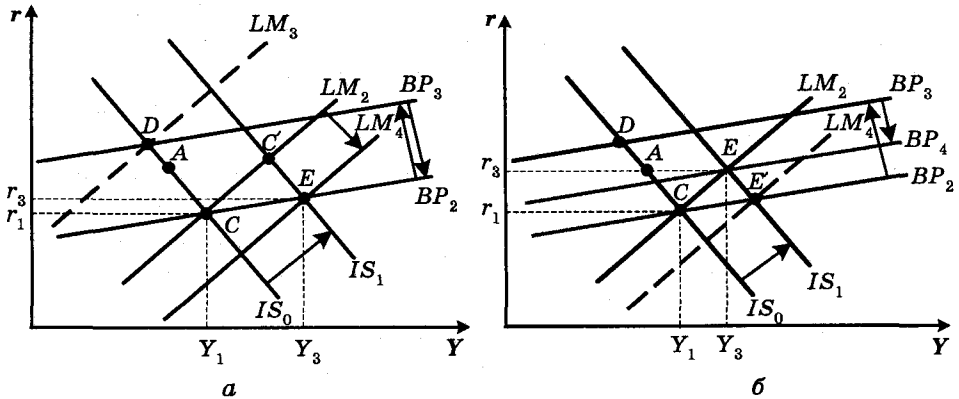


Рис. 8.15. Особливості політики обмінного курсу: *а* — наслідки девальвації грошової одиниці; *б* — перехід до плаваючого обмінного курсу

попит ( $IS_0 \rightarrow IS_1$ ) та поліпшує сальдо поточного рахунку ( $BP_3 \rightarrow BP_4$ ). Незавжди переконатися, що у такому разі експансійний ефект ( $Y_1 \rightarrow Y_3$ ) є слабшим порівняно з фіксованим обмінним курсом (рис. 8.18, *а*). Зміна мобільності капіталу з високої на низьку (таке припущення є достатньо реалістичним для конкретної мексиканської ситуації) додатково погіршує ситуацію. Якщо врахувати згадане вище надходження іноземної допомоги ( $BP_4 \rightarrow BP_2$ ) і супутнє збільшення пропозиції грошової маси ( $LM_2 \rightarrow LM_4$ ) (таке припущення загалом узгоджується з практикою керованого “плавання” грошової одиниці), виникають можливості для збільшення доходу і зниження відсоткової ставки (т. *Е*). Такий сценарій загалом відповідає середньостроковим наслідкам знецінення песо, але не пояснює спад виробництва відразу ж після переходу до його “плавання” (1995 р.). Імовірно, що економічне зростання стимулювалося поновленням припливу капіталу і супутньою стабілізацією обмінного курсу песо. Обидві риси можна пояснити залежністю сукупної пропозиції від RER (розділ 9). На початку 1995 р. девальвація песо контрастно зменшила сукупну пропозицію, що призвело до прискорення інфляції та спаду виробництва. Надалі поступове підвищення RER (з одночасною стабільністю номінального обмінного курсу) дозволило збільшити сукупну пропозицію, аж доки у 2001 р. не відбулося гальмування темпу економічного зростання внаслідок економічного спаду в США та ймовірної появи очікувань девальвації мексиканського песо.

Одним з помітних недоліків валютного контролю є можлива залежність від макроекономічних умов та брак стабільності. Чи не найкраще це ілюструється досвідом Бразилії, де податок на іноземні інвестиції вперше з’явився у серпні 1993 р. (напередодні грошової реформи виникли побоювання щодо інфляційних наслідків портфельних інвестицій). У жовтні 1994 р. ставку податку було підвищено з 5 до 9 %, а оподаткування емісії облігацій бразильських компаній за кордоном — з 3 до 7 %. З початком

мексиканської фінансової кризи у березні 1995 р. податок на іноземні позики довелося скасувати. Проте з липня 1995 р. приплив капіталу зумовив чергову зміну “правил гри”: 1) підвищення податку на іноземні позики до 5 %, а на інструменти з фіксованим доходом — з 5 до 7 %, 2) заборона іноземним інвесторам працювати з ф’ючерсами і опціонами, 3) оподаткування за ставкою 7 % валютних операцій на міжбанківському ринку.

Стимулювання відпливу капіталу практикувалося насамперед у Чилі. У квітні 1994 р. право інвестувати за кордоном отримали чилійські банки і страхові компанії. Приватні пенсійні фонди могли інвестувати за кордоном від 3 до 4 % власних активів (у 1996 р. цей показник зріс до 9 %). Було зменшено до 85 % обсяги та збільшено зі 150 до 180 днів часові межі обов’язкового продажу іноземної валюти. У червні 1995 р. інвестиційні фонди і страхові компанії почали інвестувати за кордоном, а для банків розширювався перелік дозволених інструментів. Також було скасовано вимогу про обов’язковий продаж іноземної валюти.

## 8.7. Макроекономічна рівновага

### 8.7.1. Загальні міркування

Початково модель Манделла — Флемінга розглядалася такою, що ілюструє одночасне досягнення внутрішньої та зовнішньої рівноваги за допомогою лише фіскальної і монетарної політики (англ. *the fiscal-monetary mix*), як випадку несуперечливого платіжного дисбалансу (квадранти II і IV на рис. 8.16, а). Поєднання додатного сальдо платіжного балансу і недостатнього рівня виробництва (квадрант IV) або дефіциту платіжного балансу і “перегріву” економіки (квадрант II) означає, що вирівнювання платіжного балансу допомагає поверненню до рівноважного рівня доходу  $Y^N$ , — це уподібнює до моделі Салтера — Свона (розділ 6). Ідеальний варіант використання економічної політики для підтримання макроекономічної рівноваги проілюстровано на рис. 8.16, б. Припустімо, що в економіці з низькою мобільністю капіталу “перегрів” економіки супроводжується дефіцитом платіжного балансу (т. А). Комбінація рестрикційної фіскальної ( $IS_0 \rightarrow IS_1$ ) і монетарної політики ( $LM_0 \rightarrow LM_1$ ) вирівнює платіжний баланс і повертає економіку до “природного” рівня доходу ( $Y_0 \rightarrow Y^N$ ). Проблеми виникають, якщо недостатній рівень доходу поєднується з від’ємним сальдо платіжного балансу (квадрант I). В обох випадках фіскальна і монетарна політика, орієнтована на вирівнювання платіжного балансу, суперечить досягненню внутрішньої рівноваги. Для квадрантів I і III набір засобів корекції сукупного попиту потрібно доповнити інструментами зміщення, як це пропонує абсорбційний підхід.

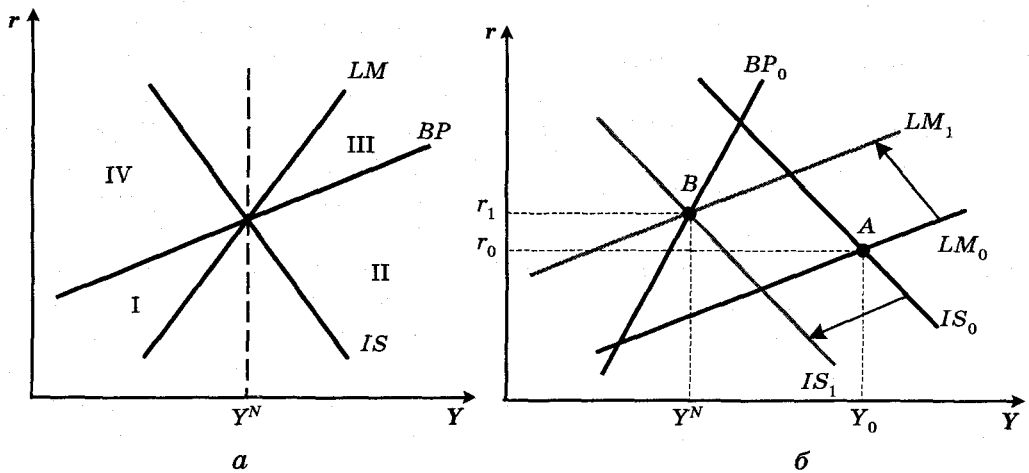


Рис. 8.16. Рівновага доходу і платіжного балансу в моделі Манделла — Флемінга: а — можливі структурні варіанти; б — випадок з повною інформацією

### 8.7.2. Вибір інструментів економічної політики за умов неповної інформації

На рис. 8.16, б показано ідеальний випадок досягнення макроекономічної рівноваги, коли одночасне використання фіскальної і монетарної політики відразу зумовлює бажаний результат (перехід з т. А в т. В). На практиці недостатня інформація про оптимальну амплітуду необхідних фіскальних і монетарних заходів вимагає поступового досягнення поставлених цілей. При цьому виникає проблема вибору інструментів економічної політики (англ. *the assignment problem*). Запропоноване авторами моделі Манделла — Флемінга рішення було таким: найперше використати монетарну політику для вирівнювання платіжного балансу, а згодом фіскальну політику — для досягнення внутрішньої рівноваги (рис. 8.17). Пояснення ґрунтувалося на тому, що монетарна політика передбачувано впливає на платіжний баланс, незалежно від обмінного курсу і мобільності капіталу. Так, рестрикційна монетарна політика завжди підвищує відсоткову ставку (поліпшення рахунку капіталу) і зменшує дохід (поліпшення поточного рахунку), тобто відбуваються симетричні зміни в обох рахунках платіжного балансу.

Неважко переконатися, що у т. С підвищення відсоткової ставки збільшує приплив капіталу, а зниження доходу обмежує попит на імпорт і таким чином поліпшує поточний рахунок. Надалі скорочення видатків бюджету ( $IS_0 \rightarrow IS_1$ ) дозволяє позбутися “перегріву” економіки ( $Y_0 \rightarrow Y^N$ ). Оскільки амплітуда поліпшення поточного рахунку внаслідок зниження рівня

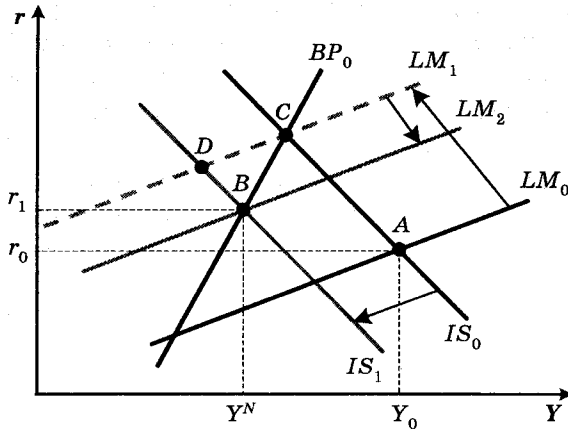


Рис. 8.17. Рекомендоване використання інструментів економічної політики: монетарної (вирівнювання платіжного балансу) і фіскальної (рівновага доходу)

доходу перевищує супутнє погіршення рахунку капіталу через зниження відсоткової ставки (т.  $D$ ), монетарні ефекти платіжного балансу збільшують пропозицію грошової маси ( $LM_1 \rightarrow LM_2$ ). У підсумку відбувається перехід до нового положення макроекономічної рівноваги на “природному” рівні доходу (т.  $B$ ). Навпаки, фіскальна політика асиметрично впливає на обидва рахунки платіжного балансу, що передбачає нижчу ефективність у досягненні рівноваги платіжного балансу. Наприклад, в економіці з високою мобільністю капіталу зменшення видатків бюджету знижує відсоткову ставку, але зменшує дохід. Тобто вплив фіскальної політики на платіжний баланс визначається асиметричною рівнодією змін у сальдо поточного рахунку і рахунку капіталу. Відповідно стає складнішою послідовність досягнення рівноважного рівня доходу.

### 8.7.3. Макроекономічна рівновага в економіці з високою мобільністю капіталу

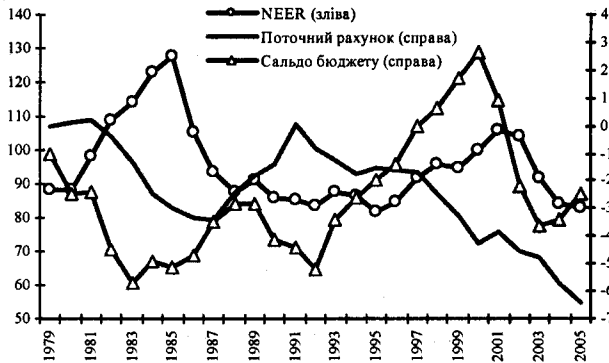
Для економіки з високою мобільністю капіталу набагато сприятливішими є наслідки експансійної фіскальної політики, передусім для випадку  $Y < Y^N$ . Інакше інфляція та підвищення RER створюють рестрикційний вплив (розділ 9). Незалежно від мотивації, тривала експансійна політика збільшує ризик втрати довіри до грошової одиниці, що позбавляє можливостей залучення іноземного капіталу. За таких умов девальвація грошової одиниці стає неunikною — це добре ілюструє функціонування Бреттон-Вудської системи (1946—1971 рр.). Упродовж двох десятиліть тричі було девальвовано британський фунт стерлінгів (1947, 1961, 1967 рр.).

У 1960-х роках девальвували французький франк. Проте найбільш показовою є макроекономічна політика в США напередодні краху Бреттон-Вудської системи. Наприкінці 1962 р. адміністрація президента Д. Кеннеді намагалася використати теоретично передбачувані переваги дефіциту бюджету. Спочатку запровадили субсидування інвестицій, а наступного 1963 р. відбулося зниження ставок подохідного податку і податку на прибуток корпорацій на 20 і 8 % відповідно. У другій половині 1960-х років президент Л. Джонсон (Lyndon Johnson) продовжив експансійну політику. Вважалося, що переконливе зростання доходу та поєднання низьких довгострокових і високих короткочасних відсоткових ставок підвищить довіру до долара. У 1968 р. безробіття знизилося до 3,4 %, але інфляція підвищилася до 5 % проти заледве 1 % на початку 1960-х років. У 1971 р. торговельний баланс вперше за післявоєнні роки став від'ємним. Виникла проблема довіри до долара, адже значно зросли доларові активи за межами США.

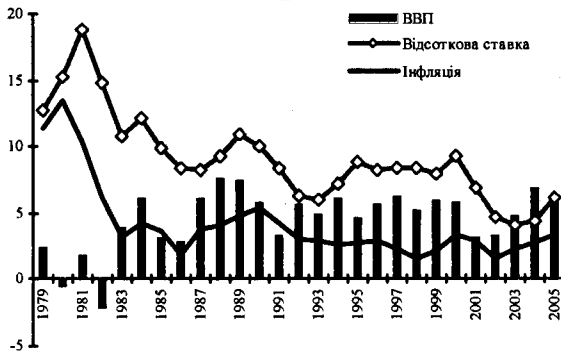
Наприкінці 1960-х років для підтримання рівноваги платіжного балансу було скорочено дефіцит бюджету і обмежено пропозицію грошової маси, але успіху це не мало. У серпні 1970 р. відбулася вимушена девальвація долара, однак після початку нафтової кризи (1974—1975 рр.) експансійна політика знову опинилася у фаворі, адже в 1975 р. ВВП знизився на 0,8 %, а інфляція зросла до 9,1 % річних. Програма президента Д. Картера (Jimmy Carter) передбачала зниження податків на 31 млрд дол. упродовж 1977—1978 рр. та послаблення монетарної політики з метою знецінення долара, що мало поліпшити платіжний баланс і збільшити дохід. Прискорення інфляції не очікувалося, адже стимулювання доходу відбувалося на нижчому від рівноважного рівні. Збільшення видатків бюджету не передбачалося, оскільки в 1975 р. дефіцит бюджету на рівні 4,6 % від ВВП не запобіг стагфляції. У 1978—1979 рр. ВВП зріс на 4,5 і 4,8 % відповідно. В 1978 р. дефіцит бюджету було скорочено до 1,9 % від ВВП, але інфляція підвищилася до 7,6 % річних. Безробіття знизилося до 5,6 % в 1979 р. проти 9 % у 1975 р. Друга світова нафтова криза позначилася прискоренням інфляції до 11,3 % в 1979 р. і 13,5 % — у 1980 р. на тлі скорочення дефіциту бюджету до 1,1 % від ВВП. У 1980 р. дефіцит бюджету збільшився до 2,5 % від ВВП, але це не запобігло зниженню ВВП на 0,5 %. У жовтні 1979 р. пріоритети змінилися на користь обмеження пропозиції грошової маси<sup>1</sup>, адже зайнятість була високою. Наприкінці 1979 р. відсоткова став-

<sup>1</sup> У серпні 1979 р. П. Волкер (Paul Volcker) змінив В. Міллера (William Miller) на посаді голови ФРС. Побоювання інфляції, що посилювалися підвищенням цін на сиру нафту (березень 1979 р.), схилили до змін у монетарній політиці. У жовтні 1979 р. було вирішено перейти до таргетування пропозиції грошової маси, залишаючи відсоткову ставку ендогенним чинником. Це відповідало ідеологічним постулатам монетаризму (розділ 10), але окремими економістами вважалося “угодою з дияволом” [224, р. 270]. Вартує уваги, що П. Волькер ніколи не визнавав себе монетаристом.

ка зросла до 13 % (рис. 8.18, б), а у II кварталі 1980 р. обсяги ВВП стрімко знизилися (частково це пояснювалося запровадженням у березні 1980 р. імпортного мита на нафту і обмежень на кредити комерційних банків). Супутнє зменшення попиту на гроші призвело до зниження відсоткової ставки до 9—10 % (за умов стабільної пропозиції грошової маси. У III кварталі 1980 р. збільшення грошової маси поновили, що відразу ж поліпшило динаміку доходу, але за рахунок деякого прискорення інфляції.



а



б

Рис. 8.18. США: а — сальдо бюджету і поточного рахунку (% від ВВП), NEER (індекс, 2000 = 100), 1979—2005 рр.; б — зростання ВВП (%), відсоткова ставка (%), інфляція (%)

Джерело: IMF International Financial Statistics

З приходом до влади президента Р. Рейгана (листопад 1980 р.) було вирішено поєднати використання експансійної фіскальної політики для досягнення рівноваги доходу і рестрикційної монетарної політики — для зовнішньої рівноваги, що ідеально ілюструє логіку моделі Манделла — Флемінга. Дефіцит бюджету збільшився до 4,5 % у 1982 р. і далі до 5,7 %

від ВВП у 1983 р., головним чином за рахунок зниження ставок оподаткування, хоча стрімко зросли видатки на оборону, і на цьому високому рівні підтримувався до 1986 р. (рис. 8.18, а). Домінуючими стали ідеї “економіки пропозиції” (англ. *supply-side economics*) як альтернативи кейнсіанським і монетаристським моделям. Зниження ставок оподаткування вважалося необхідним для стимулювання попиту і виробництва, тоді як рестрикційна монетарна політика мала підтримувати стабільність цін. Максимальну ставку подохідного податку було знижено з 50 до 28 %, що зменшило відповідні податкові надходження в бюджет на 25 %. Скасування податкових пільг для корпорацій не запобігло стрімкому погіршенню сальдо бюджету, що посилювалося збільшенням видатків на оборону.

Дефіцит бюджету і супутнє підвищення відсоткової ставки, яке посилювалося рестрикційною монетарною політикою (в 1980 р. облікову ставку ФРС було підвищено до 13 %), позначилися припливом капіталу і погіршенням сальдо поточного рахунку. Значне зміцнення долара віталось президентською адміністрацією як чинник економічного зростання і гальмування інфляції. У 1985 р. президент Р. Рейган назвав США “інвестиційною столицею світу” [224, р. 273]. Погіршення торговельного балансу до 120,9 млрд дол. у 1985 р. проти 35,4 млрд дол. трьома роками раніше не розглядалося як вагома проблема. Амплітуда підвищення NEER перевищила 25 %. Обсяги виробництва знижувалися до грудня 1982 р., але наступного року поновилося економічне зростання. Водночас зниження інфляції дозволило знизити відсоткову ставку<sup>1</sup>. Загалом є всі підстави оцінювати політику “рейганоміки” як цілком успішну<sup>2</sup>. Подібні риси мало об’єднання Німеччини: з початку 1990-х років експансійна фіскальна політика поєднувалася з рестрикційною монетарною політикою.

Певним недоліком експансійної фіскальної політики стало збільшення зовнішнього боргу. Хоча прийнятий у 1985 р. закон Грамма — Рудмана (англ. *the Gramm — Rudman bill*) передбачав збалансування бюджету США до 1991 р., профіцит бюджету з’явився лише наприкінці 1990-х років (після 29 років дефіциту бюджету). У 2000 р. це зменшило зовнішній борг до 57,4 % проти 66,6 % від ВВП у 1998 р. [333, р. 41]. Це засвідчило самоодстатність попереднього дефіциту бюджету, але не поліпшило поточного рахунку (рис. 2.14). Побоювання залишаються. З початку 2001 р. адміні-

<sup>1</sup> З метою полегшення припливу капіталу в 1984 р. Конгрес скасував 30 % оподаткування інвестиційного доходу нерезидентів на американські облигації. Було лібералізовано процес емітування облигацій американських компаній за кордоном.

<sup>2</sup> У вересні 1985 р. США все-таки погодилися на узгоджене зниження обмінного курсу долара (англ. *the Plaza Agreement*) з метою поліпшення цінкових співвідношень у зовнішній торгівлі. Упродовж 1985—1987 рр. американський долар знецінився майже вдвічі, але знову подорожчав на 30 % у 1990-х роках.

страція президента Д. Буша вирішила поєднати поступове зниження податків з послабленням монетарної політики. На початку 2003 р. було надано податкові пільги на 670 млрд дол. упродовж наступних десяти років, що мало створити 2 млн нових робочих місць вже у найближчі три роки. Президентська ініціатива позначилася зміцненням долара на світових ринках та зростанням курсу акцій великих американських компаній. Це означає, що інвестори переконані у безпроблемному обслуговуванні державного боргу.

Проте не бракує критичних думок. Відомий економіст Д. Сакс (Jeffrey Sachs) назвав запропоновані зміни “руйнацією бюджету” [77]. Справджується припущення, що підвищення відсоткової ставки нівелюватиме експансійний характер податкових заходів [77]. Політика президента Д. Буша відповідає принциповим засадам “рейганоміки” і заперечує ідеологію Республіканської партії, яка завжди підтримувала збалансовані бюджети. Хоча наслідки дефіциту бюджету 1980-х років було подолано комбінацією підвищення податків за часів президентства Д. Буша-старшого (1988—1992 рр.) і Б. Клінтона (1992—2000 рр.) та прискореного економічного зростання, такої впевненості немає. Якщо у березні 2001 р. Конгрес США прогнозував, що впродовж 2001—2010 рр. сумарний профіцит бюджету становитиме 5,6 трлн дол., насправді дефіцит бюджету може становити 1,5 трлн дол. Ситуацію ускладнюють дві обставини. По-перше, відбувається масовий вихід на пенсію численних представників післявоєнного покоління молодих американців (так званих *babyboomers*). Пік очікується в 2020 р. По-друге, кошти обслуговування державного боргу сягають 15 % видатків бюджету.

Можливостей плавного коригування фіскального і платіжного дисбалансів зазвичай бракує у країнах, що розвиваються. Показовим є приклад Бразилії, яка використовувала економічні “рецепти” рейганоміки задовго до обрання Р. Рейгана президентом США. Поєднання експансійної фіскальної політики з рестрикційною монетарною політикою мало на меті в 1960—1970-х роках як стимулювання припливу капіталу (через підвищення відсоткової ставки), так і профілактику інфляційних очікувань. “Інвестиційний” дефіцит бюджету вважався важливим чинником збільшення виробництва. Зокрема, уряд підтримував низькі ціни на дизельне паливо і субсидував сільське господарство. Пожвавлення виробництва мало поліпшити торговельний баланс і забезпечити обслуговування зовнішнього боргу. В 1976—1977 рр. сальдо поточного рахунку дещо поліпшилося, але ненадовго (рис. 8.19), так що з початку 1979 р. довелося девальвувати місцеву грошову одиницю. Попри підвищення відсоткової ставки, у 1980 р. інфляція перевищила 100 % річних, сальдо платіжного балансу далі погіршувалося, а валютні резерви зменшилися вдвічі. Хоча поштовх для





Рис. 8.19. Бразилія: поточний рахунок (% від ВВП) і відсоткова ставка (%), 1965—1982 рр.

*Джерело: Lal D., Maxfield S. The political Economy of Stabilization in Brazil // Political and Economic Integrations in Economic Policy Reform: Evidence from Eight Countries. — Oxford; Cambridge: Basil Blackwell.*

кризи заборгованості 1982—1983 рр. створено підвищенням світової відсоткової ставки і стагнацією світової економіки, першопричиною кризових явищ у Бразилії стало надмірне збільшення внутрішнього попиту. Зі середини 1990-х років видавалося, що співвідношення  $D/Y$  можна знизити до безпечного рівня, проте поновлення дефіциту бюджету призвело до чергової девальвації у січні 1999 р. Платіжний баланс поліпшився, але не надовго. Влітку 2002 р. виникли побоювання можливого дефолту за зовнішніми зобов'язаннями, які досягли 250 млрд дол. На початку серпня 2002 р. МВФ надав Бразилії чергову позику на суму 30 млрд дол. У наступні роки ситуацію поліпшили сприятливі умови торгівлі та назріле поліпшення сальдо бюджету (рис. 13.8).

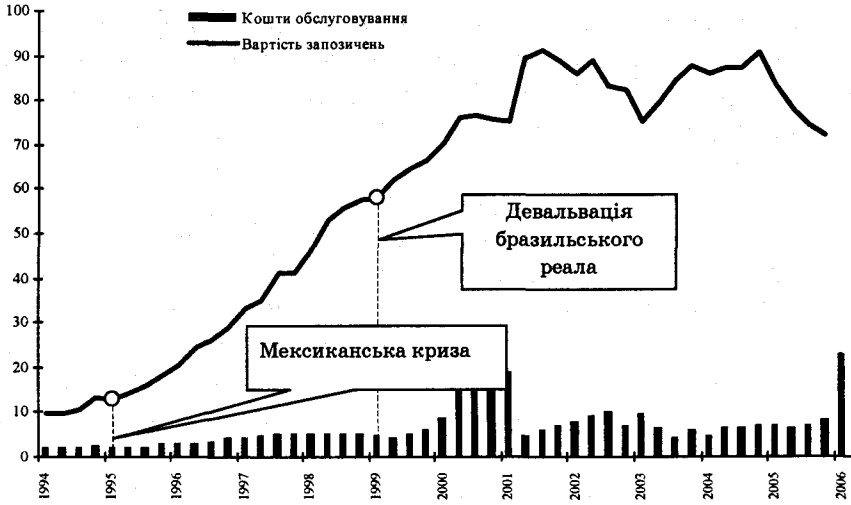
Порівняння наслідків поєднання експансійної фіскальної і рестрикційної монетарної політики у США і Бразилії виявляє відмінні довгострокові наслідки. У США короткочасне стимулювання доходу виявило довгострокову самодостатність (принаймні на прикладі 1980—1990-х років), а знецінення долара не мало інфляційних наслідків і не перешкоджало збільшенню доходу. Натомість у Бразилії бракувало плавного переходу від від'ємного до додатного сальдо поточного рахунку, а стрімка зміна настроїв інвесторів пояснювалася як надмірно експансійною політикою, так і зневірою у створенні надійного перевищення заощаджень над інвестиціями, яке визначає довгострокову макроекономічну рівновагу.

Іншим прикладом є Аргентина. З початку 1990-х років “піраміда” зовнішніх запозичень для фінансування дефіциту бюджету стрімко зростала: 1993 р. — 8,8 млрд дол., 1995 — 18,2; 1997 р. — 41,0 млрд дол. У 1998 р. локальне зниження динаміки ВВП зумовило збільшення держав-

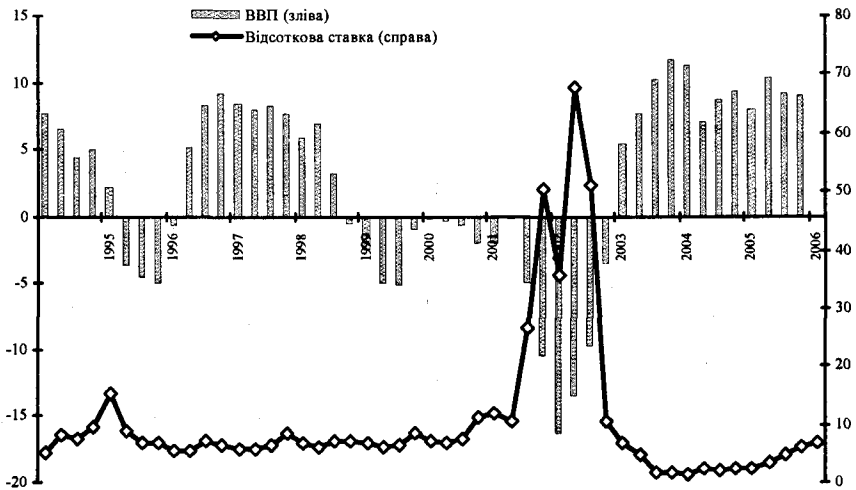
ного боргу на 13,4 млрд дол., а кошти його обслуговування зросли до 2 % від ВВП. Девальвація бразильського реала справді позначилася спадом виробництва, але видавалося, що в 2000 р. буде повторено оптимістичну траєкторію післякризового 1996 р. Хоча до цього схилило обрання президентом право-консервативного кандидата Ф. де ла Руа (Fernando de la Rúa), очікуваного післявиборчого переходу до рестрикційної політики не відбулося<sup>1</sup>. На середину 2000 р. вартість портфеля урядових облігацій зросла до 72,2 млрд дол., а коштів обслуговування зовнішнього боргу — до 3,5 % від ВВП. З початку 2001 р. зросла відсоткова ставка (рис. 8.20, б), що засвідчило втрату довіри. Наприкінці 2001 р. Аргентина відмовилася від обслуговування зовнішнього боргу, а в січні 2002 р. вимушено перейшла до плаваючого обмінного курсу песо. Звичайно, можна пояснити проблеми аргентинської економіки підтриманням фіксованого обмінного курсу, однак набагато ймовірнішою причиною виглядає нехтування фіскальних обмежень, яке позначилося надмірними зовнішніми запозиченнями. Фактично Аргентина повторила невдалий досвід Мексики, що загалом є звичною латиноамериканською практикою<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> Головний недолік політичного циклу полягає у можливій непопулярності рестрикційної економічної політики серед виборців. Це зумовлює використання експансійної політики напередодні виборів і загрожує стрімким погіршенням економічної ситуації після них. Особливим є випадок “подвійної гри”, коли сумнівні гасла використовуються для перемоги на виборах (не більше) та наступного переходу до зваженої економічної політики [95, с. 188—189].

<sup>2</sup> Так, упродовж 2002 р. до аргентинського дефолту і проблем бразильської економіки додалися економічні труднощі у Парагваї та криза банківської системи в Уругваї. Тривала рецесія в уругвайській економіці (з 1998 р.) та побоювання девальвації грошової одиниці призвели до масового зняття депозитів та “втечі” капіталу. Наслідком паніки у банківському секторі стало зменшення валютних резервів майже вп’ятеро — з 3 млрд дол. до заледве 650 млн дол. У відповідь уряд заморозив депозити у державних банках. Серйозність ситуації спонукала американський уряд до надання позики Уругваю на суму 1,5 млрд дол., не чекаючи рішень МВФ (до цього таке трапилося лише під час мексиканської кризи).



а



б

Рис. 8.20. Аргентина: вибрані економічні показники, 1994—2006 рр.: а — емісія урядових облігацій на зовнішніх ринках (млрд дол.); б — темпи росту ВВП і відсоткової ставки грошового ринку (%)

Джерело: [www.oecd.org](http://www.oecd.org), IMF International Financial Statistics

### 8.7.4. Особливості досягнення макроекономічної рівноваги в економіці з невисокою мобільністю капіталу

Приймаючи незалежність потоків капіталу від відсоткової ставки ( $k = 0$ ), інструментів фіскальної і монетарної політики недостатньо для досягнення макроекономічної рівноваги (рис. 8.21).

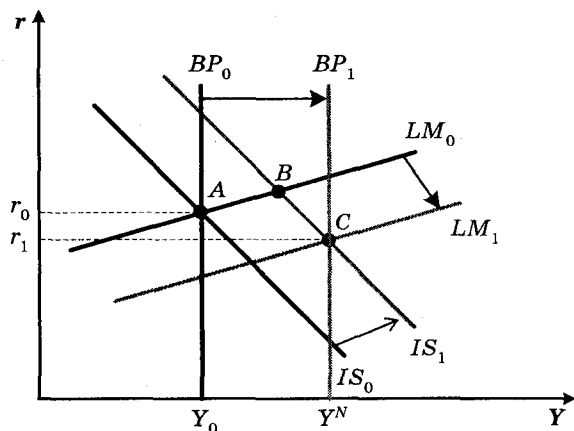


Рис. 8.21. Стимулювання доходу в економіці з відсутністю мобільності капіталу

Для фіксованого обмінного курсу експансійна фіскальна і монетарна політика не в змозі підвищити дохід, оскільки неминуче виникає дефіцит платіжного балансу. Макроекономічну рівновагу на рівні доходу  $Y^N$  здатні забезпечити девальвація грошової одиниці або торговельний протекціонізм, які знижують RER і поліпшують поточний рахунок ( $BP_0 \rightarrow BP_1$ ), збільшуючи сукупний попит ( $IS_0 \rightarrow IS_1$ ). У т. B спостерігається додатне сальдо платіжного балансу. Відповідно монетарні ефекти платіжного балансу збільшують грошову масу ( $LM_0 \rightarrow LM_1$ ), дохід зростає ( $Y_0 \rightarrow Y^N$ ), а відсоткова ставка — знижується ( $r_0 \rightarrow r_1$ ). У т. C економіка досягає макроекономічної рівноваги. По-перше, економіка перебуває на “природному” рівні доходу  $Y^N$ . По-друге, підтримується рівновага платіжного балансу у вузькому розумінні ( $CA = 0$ ). У моделі Манделла — Флемінга девальвація грошової одиниці та торговельний протекціонізм однаково поліпшують платіжний баланс і стимулюють попит.

Яскравим прикладом нехтування обмежень платіжного балансу стала політика стимулювання платоспроможного попиту. З кінця 1940-х років — до другої половини 1980-х років енциклопедичну колекцію таких “епізодів” зібрано в Латинській Америці. Досить дивно, але в сучасній українській

економічній думці не бракує випадків “озвучення” логіки стимулювання платоспроможності попиту: низька купівельна спроможність населення спричинює низьку платоспроможність і недостатній попит; низький попит — мізерна реалізація; немає реалізації — відсутні імпульси до виробництва [41, с. 12]<sup>1</sup>. На жаль, зазначені “імпульси” зонайбільше є короткочасними.

Для плаваючого обмінного курсу особливістю використання фіскальної політики в економіці з невисокою мобільністю капіталу є можливість знецінення грошової одиниці. Відповідно для випадків припливу капіталу зміцнення грошової одиниці може нейтралізуватися збільшенням дефіциту бюджету. Вірно вибрана амплітуда дефіциту бюджету потенційно запобігає небажаному зміцненню грошової одиниці та зниженню рівня доходу понад “природне” значення. Зазначені міркування можна використати для дещо іншого пояснення економічної політики в Польщі наприкінці 1990-х років, ніж це зроблено у розділі 7.

За умов значного припливу капіталу виникали можливості надмірного збільшення грошової маси (фіксований обмінний курс) або зміцнення грошової одиниці (плаваючий обмінний курс). Регульований обмінний курс злого ускладнив контроль за грошовою масою. Навесні 2000 р. перехід до “плавання” злого пояснювався передусім антиінфляційними міркуваннями. Логіку подій представлено на рис. 8.22. Приплив капіталу ( $BP_0 \rightarrow BP_1$ ) створює тенденцію до зміцнення грошової одиниці (плаваючий обмінний курс) або збільшення грошової маси (фіксований обмінний курс). Для плаваючого обмінного курсу значне збільшення дефіциту бюджету ( $IS_0 \rightarrow IS_2$ ) запобігає зміцненню грошової одиниці та максимально збільшує дохід ( $Y_0 \rightarrow Y_1$ ). Водночас підвищується відсоткова ставка ( $r_0 \rightarrow r_1$ ). Макроекономічна рівновага досягається у т. С. Підвищення відсоткової ставки можна уникнути, якщо збільшення дефіциту бюджету ( $IS_0 \rightarrow IS_1$ ) підтримати збільшенням грошової маси ( $LM_0 \rightarrow LM_1$ ). За таких умов макроекономічну рівновагу визначає т. В'. Зрозуміло, що вибір експансійної політики як засобу нейтралізації підвищення обмінного курсу ґрунтувався на припущенні, що економіка Польщі не є “перегрітою”. Така ідентифікація рівноважного рівня доходу могла пояснюватися значним “перехідним” спадом

<sup>1</sup> У дещо іншій інтерпретації чинником обмеження попиту стає лібералізація цін [90, с. 64]. Це веде до знецінення коштів господарських суб'єктів і погіршення міжгалузевих цінових співвідношень, що знижує конкурентоспроможність виробництва і зменшення надходження в бюджет. Далі виникає скорочення урядових витратків, зменшення обігових коштів і обсягів реалізації, а також зростає бюджетна заборгованість населенню і господарствам. У підсумку катастрофічне падіння купівельної спроможності “знищило споживача” і позбавило виробника як внутрішнього ринку, так і обігових коштів. Виробництво втратило рентабельність і виявилось паралізованим неплатежами. Таке пояснення містить неповторний структуралістський присмак, адже визнається факт “вугьких місць” і шкідливість обмеження дефіциту бюджету.

## ЛАТИНСЬКА АМЕРИКА: ДОСВІД СТИМУЛЮВАННЯ ПЛАТОСПРОМОЖНОГО ПОПИТУ

*Перші спроби.* В Аргентині під час правління Х. Перона (Juan Peron) в 1947—1948 рр. реальна заробітна плата зросла на 55 %, а частка заробітної плати у ВВП — до 49 проти 40 % у 1946 р. Проте вже у 1949 р. практично вичерпалися валютні резерви, а інфляція підвищилася до 31 %. Упродовж 1952—1954 рр. спостерігався глибокий економічний спад. Так само у Бразилії збільшення видатків бюджету в 1951 р. призвело до погіршення сальдо поточного рахунку та прискорення інфляції до 22 % у 1952 р. Для обмеження сукупного попиту в 1953 р. уряд скасував значну частину соціальних виплат і субсидій, що у січні 1954 р. спричинило заворушення в найбільших містах Бразилії.

*Чилі (1970—1973 рр.).* З приходом до влади президента С. Альєнде (Salvador Allende) дефіцит бюджету збільшився з 2,7 % у 1970 р. до 13,0 % — у 1972 р. Реальна заробітна плата в 1971 р. зросла на 31—41 % для робітників та 8—10 % — для службовців. У 1972 р. зарплата робітників зросла ще на 27 %. Чилійський ВВП зріс на 7,7 % в 1971 р., однак цього не сталося у наступному 1972 р. А в 1973 р. економіку Чилі спіткала справжня катастрофа: ВВП знизився на 5,6 %, дефіцит бюджету досяг 24,7 % від ВВП, інфляція перевищила 353 %. Реальна заробітна плата впала до рівня середини 1960-х років. Виникли труднощі з постачанням продуктів харчування. Валютні резерви зменшилися до критичного рівня, а ринковий обмінний курс песо перевищив офіційне значення у 10 разів. У вересні 1973 р. військовий заколот поклав край правлінню С. Альєнде.

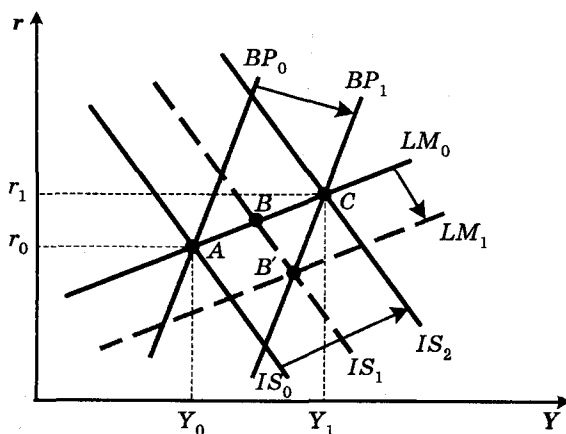
*Аргентина (1973—1975 рр.).* У 1973 р. було збільшено субсидії для сімей на 40 %, встановлено мінімальну заробітну плату в розмірі 1 тис. дол. та підвищено ставки заробітної плати на 200 дол., а також запроваджено адміністративне регулювання цін і відсоткової ставки (її зафіксували на рівні 13 % річних). Ціни на м'ясо були знижені на 13,5 %, а на одяг, взуття і медикаменти — на 15 %. Дефіцит бюджету монетизувався. Початкові результати вражали. У 1973 р. ВВП і реальна заробітна плата зросли на 5,8 і 20,5 %, а безробіття зменшилося до 4,5 %. У 1974 р. ВВП зріс на 6,5 %, а валютні резерви — втричі (до 2 млрд дол.). Експорт у 1973 р. збільшився на 68 %, а імпорт — лише на 17 %. Заохочений таким розвитком подій, у 1974 р. аргентинський уряд далі стимулював платоспроможний попит: мінімальна заробітна плата зросла до 1,6 тис. дол., а середній розмір ставок заробітної плати підвищувався двічі (на 13 % — у квітні та 15 % — у листопаді). Теоретично передбачувані наслідки не забарилися. У 1975 р. економічна політика була іншою: девальвація песо, підвищення цін на нафту на 181 %, на газ — 60, на електроенергію — 50 %. Про зростання ВВП не йшлося, а місячна інфляція досягла двозначних

чисел. Валютні резерви вичерпалися. Наступного 1976 р. військові повернулися до влади — вчетверте у післявоєнній історії Аргентини.

*Перу* (1986—1988 рр.). Політика президента А. Гарсія (Alan Garcia) теж мала передбачувані результати: початково збільшення бюджетних видатків і торговельний протекціонізм сприяли зростанню виробництва; згодом погіршився платіжний баланс; нарешті, комбінована дія “подвійного” дефіциту спричинила прискорення інфляції та завершення експерименту. В 1986 р. було збільшено видатки бюджету, підвищено заробітну плату, підвищено ставки імпортного мита тощо. ВВП послідовно зріс на 9,5 і 7,8 % у 1986 та 1987 рр., але у наступні два роки знизився на 8,8 і 10,4 %, відповідно. Інфляція підвищилася зі 62 % у 1986 р. до 2775 % — у 1989 р. Практично зникли валютні резерви. Виникла гостра необхідність економічного реформування.

Декілька дрібніших “епізодів” трапилися у Бразилії (1979—1980, 1986—1987 рр.), Аргентині (1985—1986 рр.), Мексиці (1978—1981 рр., 1994 р.). Численні програми стимулювання платоспроможного попиту надали підстави для однієї з інтерпретацій “ефекту текіли” (мексиканська горілка, виготовлена з кактуса агави): після чергової невдалої спроби експансійного збільшення доходу наступав період гіркого “похмілля”, але лише для того, щоб через декілька років усе розпочалося з початку.

*Джерело: Шевчук В. Економічні реформи у Латинській Америці: від фінансової стабілізації до стійкого економічного зростання. — Л.: Каменяр, 1999.*



*Рис. 8.22. Приплив капіталу і збільшення дефіциту бюджету в економіці з невисокою мобільністю капіталу (плаваючий обмінний курс)*

виробництва та підвищеним безробіттям, яке перевищувало 10 %. За таких умов навіть щорічне зростання ВВП понад 5 % не видавалося ознакою “перегрітості” економіки. Загалом така помилка є поширеною для країн, що розвиваються, коли наявність вільних ресурсів розглядається ознакою дієвості кейнсіанського стимулювання доходу.

## 8.8. Взаємодія відкритих економік

Теоретичні конструкції моделі Манделла — Флемінга легко використати для пояснення економічної політики у системі двох країн.

### 8.8.1. Лог-лінійна модель для двох країн

Деяко складніший варіант моделі Манделла — Флемінга для двох країн (у лог-лінійному вигляді) представлено Б. Маккаллумом [268, р. 111—115]. З урахуванням відмінностей між реальною і номінальною відсотковими ставками система рівнянь запишеться

а) країна А

$$y_t = a_0 + a_1 g_t - a_2 r_t + a_3 q_t + a_4 y_t^*, \quad (8.24)$$

$$m_t - p_t = c_0 + c_1 y_t - c_2 i_t, \quad (8.25)$$

$$r_t = i_t - (E_t p_{t+1} - p_t), \quad (8.26)$$

$$q_t = e_t - (p_t - p_t^*), \quad (8.27)$$

$$i_t = i_t^* + E_t e_{t+1} - e_t, \quad (8.28)$$

б) країна В

$$y_t^* = a_0 + a_1 g_t^* + a_2 r_t^* - a_3 q_t + a_4 y_t, \quad (8.29)$$

$$m_t^* - p_t^* = b_0 + b_1 y_t^* - b_2 i_t^*, \quad (8.30)$$

$$r_t^* = i_t^* - (E_t p_{t+1}^* - p_t^*), \quad (8.31)$$

де  $r_t$  та  $i_t$ ,  $r_t^*$  та  $i_t^*$  — відповідно реальна і номінальна відсоткові ставки у країнах А і В;  $E_t p_{t+1}$  і  $E_t p_{t+1}^*$  — очікування майбутніх рівнів цін у країнах А і В,  $E_t e_{t+1}$  — очікування обмінного курсу у період часу  $t$  на період часу  $t+1$ .

У рівняннях (8.24) та (8.29) подано рівняння *IS* для країн А і В, відповідно. Рівновагу грошового ринку визначено у рівняннях (8.25) і (8.30). Реальна відсоткова ставка залежить від очікувань рівня цін на період  $t-1$  (рівняння (8.26) і (8.31)), де  $E_t p_{t+1} - p_t$  — очікувана інфляція. Рівняння (8.24)—(8.26) і (8.29)—(8.31) є симетричними з погляду характеристики функціональних залежностей окремої економіки, тоді як рівняння (8.27) і (8.28) визначають особливості рівноваги платіжного балансу (в координатах країни А).



У рівнянні (8.27) визначено RER, а рівнянні (8.28) — відкритий паритет відсоткових ставок (розділ 12). Очікування девальвації підвищують номінальну ставку. Система з 8-ми рівнянь дозволяє визначити вісім залежних змінних. Для фіксованого обмінного курсу залежними стають такі змінні:  $y_t, y_t^*, r_t, r_t^*, p_t, p_t^*, m_t, m_t^*$ . Відповідно для плаваючого обмінного курсу залежними є змінні:  $y_t, y_t^*, r_t, r_t^*, p_t, p_t^*, e_t, q_t$ . Кількість залежних змінних зменшується припущенням про спільну відсоткову ставку:  $r_t = r_t^*$ .

Рівноважні значення на основі рівнянь (8.24)—(8.31) розглядаються короткочасними, оскільки визнається можливість самодостатнього збільшення доходу [268, р. 111—115]. Довгостроковими є такі значення, що враховують залежність доходу в обох країнах від “природного” рівня

$$y_t = y_t^N, \quad (8.32)$$

$$y_t^* = y_t^{N*}, \quad (8.33)$$

де  $y_t^N$  та  $y_t^{N*}$  — “природні” значення доходу для країн А і В, відповідно.

З урахуванням рівнянь (8.33) і (8.34) залежними змінними додатково стають номінальні відсоткові ставки, відповідно  $i_t$  та  $i_t^*$ . Очікування майбутніх значень відчутно ускладнює процедуру отримання формальних розв’язків, тому нижче подається лише графічна інтерпретація основних результатів. Технічні деталі спрощуються припущеннями про грошову стабільність ( $E_t p_{t+1} = p_t$ ) або відсутність очікувань девальвації ( $E_t e_{t+1} = e_t$ )<sup>1</sup>. За таких умов збігаються не лише реальна і номінальна ставки ( $r_t = i_t$ ), але й номінальні відсоткові ставки в обох країнах ( $i_t = i_t^*$ ). За таких умов система рівнянь скорочується до двох рівнянь з двома невідомими —  $r_t$  і  $q_t$ . У розділі 9 докладніше розглянуто вплив гнучкого ціноутворення, коли динаміка цін впливає на макроекономічні показники.

### 8.8.2. Фіксований обмінний курс

Припустімо, що у країні А зменшено пропозицію грошової маси ( $LM_0 \rightarrow LM_1$ ) (рис. 8.23). Виникає додатне сальдо платіжного балансу (т. В), яке створено поліпшенням поточного рахунку внаслідок зменшення доходу ( $Y_0 \rightarrow Y_1$ ) та поліпшенням рахунку капіталу через підвищення відсоткової ставки ( $r_0 \rightarrow r_1$ ). Для малої відкритої економіки монетарні ефекти пла-

<sup>1</sup> Статистично припущення про стабільність очікувань обмінного курсу обґрунтовується гіпотезою про “випадкове блукання” (англ. *random walk*), яка останнім часом отримує все більше емпіричних підтверджень [268, р. 121].

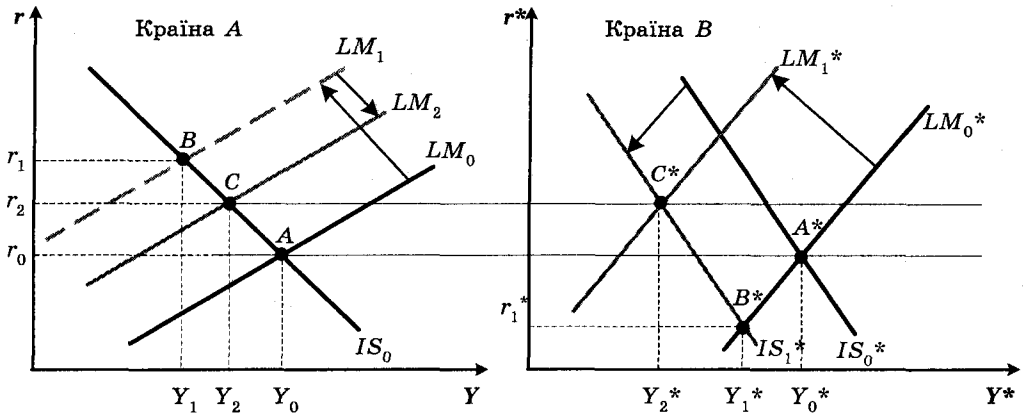


Рис. 8.23. Вплив рестрикційної монетарної політики у системі з двох країн (фіксований обмінний курс)

тіжного балансу збільшують пропозицію грошової маси до попереднього рівня, проте у великій відкритій економіці цьому перешкоджає зміна відсоткової ставки. Новий рівень ставки  $r_2$  визначається рівнодією економічних процесів в обох країнах — A і B. Оскільки  $E = \text{const}$ , за умови  $P = \text{const}$ , цінові співвідношення у країнах A і B не змінюються. Проте зменшення доходу в країні A обмежить попит на імпорт з країни B. Погіршення сальдо поточного рахунку змінить рівновагу на товарному ринку країни-торговельного партнера ( $IS_0^* \rightarrow IS_1^*$ ). Зміщення  $IS^*$  вліво зменшує дохід і знижує відсоткову ставку (т. B\*). Загалом це послаблює тенденцію до підвищення ставки у країні A, так що цей показник стабілізується на деякому проміжному рівні  $r_2$  ( $r_0 < r_2 < r_1$ ). Подальші події в обох країнах визначаються новим рівнем спільної відсоткової ставки  $r_2$ .

У країні A зниження ставки створює можливості для часткової монетизації додатного сальдо платіжного балансу, так що пропозиція грошової маси збільшується ( $LM_1 \rightarrow LM_2$ ). Відповідно знижується відсоткова ставка ( $r_1 \rightarrow r_2$ ) і збільшується дохід ( $Y_1 \rightarrow Y_2$ ). У країні B вища ставка ( $r_0 \rightarrow r_2$ ) посилює наслідки від'ємного сальдо поточного рахунку, створеного попереднім зменшенням сукупного попиту. Зменшення доходу ( $Y_0^* \rightarrow Y_1^*$ ) недостатньо для нейтралізації погіршення рахунку капіталу (т. B\*). Підвищення відсоткової ставки до  $r_2$  супроводжується втратою валютних резервів та зменшенням грошової маси ( $LM_0^* \rightarrow LM_1^*$ ). Макроекономічна рівновага досягається у т. C\*, з подальшим зменшенням доходу ( $Y_1^* \rightarrow Y_2^*$ ). У підсумку наслідки збільшення пропозиції грошової маси у країні A є невтішними для обох країн: 1) зменшення доходу ( $Y_0 \rightarrow Y_2$  і  $Y_0^* \rightarrow Y_2^*$ ) і 2) підвищення відсоткової ставки ( $r_0 \rightarrow r_2$ ).

Після зменшення витраток бюджету в країні А ( $IS_0 \rightarrow IS_1$ ) виникає тенденція до зниження відсоткової ставки ( $r_0 \rightarrow r_1$ ) і зменшення доходу ( $Y_0 \rightarrow Y_1$ ) (рис. 8.24).

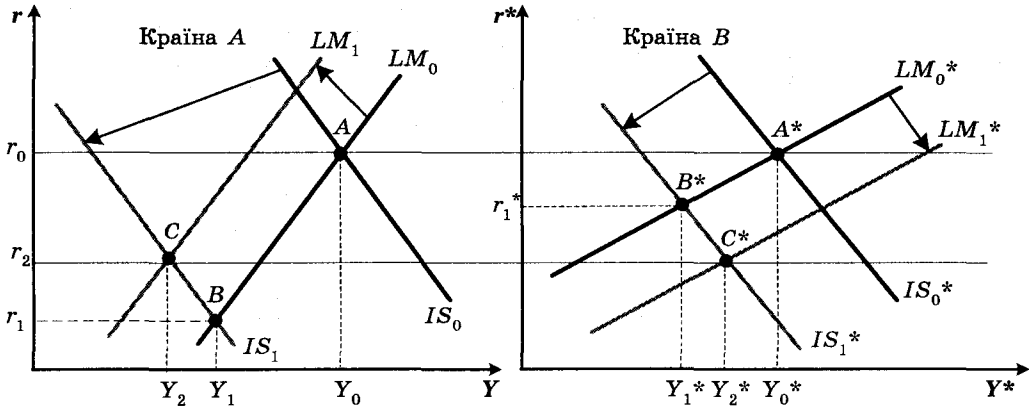


Рис. 8.24. Вплив рестрикційної фіскальної політики у системі з двох країн (фіксований обмінний курс)

Водночас погіршується сальдо платіжного балансу (т.  $B$ ), адже поліпшення поточного рахунку є недостатнім, щоб компенсувати погіршення сальдо рахунку капіталу. Зменшення доходу в країні А обмежує експортні можливості країни В. Сальдо поточного рахунку погіршується, що зменшує сукупний попит ( $IS_0^* \rightarrow IS_1^*$ ). На відміну від ситуації з монетарною політикою (рис. 8.25), напрям змін відсоткової ставки в обох країнах збігається. Однак амплітуда зниження  $r$  є нижчою для країни В, оскільки гранична схильність до імпорту в країні А не перевищує одиницю ( $CA_Y < 1$ ). Таким чином рівноважне значення відсоткової ставки є вищим, ніж у країні А і меншим, ніж у країні В ( $r_1 < r_2 < r_1^*$ ). Відповідно у країні А спостерігається від'ємне сальдо платіжного балансу (т.  $B$ ), а у країні В — додатне сальдо платіжного балансу (т.  $B^*$ ). Відплив капіталу з країни А зменшує грошову масу ( $LM_1 \rightarrow LM_0$ ); навпаки, у країні В цей показник збільшується ( $LM_0^* \rightarrow LM_1^*$ ).

Наслідки зменшення витраток бюджету в країні А можна підсумувати так:

1. Зниження відсоткової ставки ( $r_0 \rightarrow r_2$ ). Це сприятливий вислід, оскільки поліпшує можливості довгострокового інвестування.
2. Зменшення доходу ( $Y_0 \rightarrow Y_2$  і  $Y_0^* \rightarrow Y_2^*$ ). В обох країнах дохід знижується, що надає зменшенню витраток бюджету рестрикційного характеру.

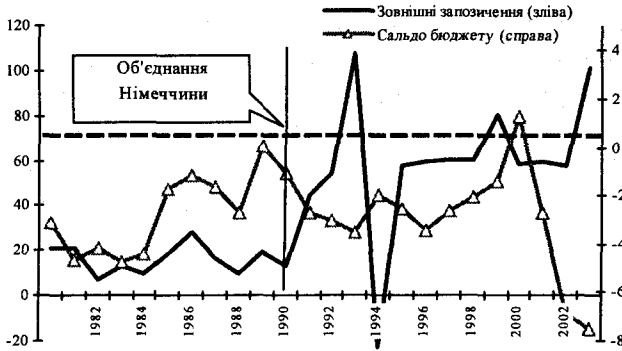


Рис. 8.25. Німеччина: зовнішні запозичення (млрд дол.) і сальдо бюджету (% від ВВП), 1980—2003 рр.

Джерело: IMF International Financial Statistics

ру. Амплітуда зниження доходу залежить від окремих структурних характеристик. Помітно, що “монетаристський” вигляд  $IS - LM$  є сприятливішим для країни В.

3. Перерозподіл грошової маси (валютних резервів) на користь країни В.

Логіку фіскальної політики у системі з двох країн за умов фіксованого обмінного курсу зручно проілюструвати прикладом збільшення дефіциту бюджету під час об’єднання двох Німеччин — Східної і Західної. Ще у 1988 р. спостерігався незначний профіцит, проте у наступні два роки дефіцит бюджету зріс до 3 % від ВВП (рис. 8.25). Хоча збільшення дефіциту бюджету підвищило відсоткову ставку, Бундесбанк з антиінфляційних міркувань додатково обмежив пропозицію грошової маси. Це створило відчутні труднощі для системи фіксованих обмінних курсів європейських країн. Найпершим наслідком став вплив капіталу з країн ЄС. Об’єднання Німеччини не супроводжувалося доцільною для такої ситуації ревальвацією марки. Велика Британія, Франція та Італія мали вибір: 1) обмежити пропозицію грошової маси з метою дотримання фіксованих обмінних курсів стосовно німецької марки або 2) девальвувати грошові одиниці. Збільшення попиту в Німеччині не мало відчутного впливу на європейські економіки.

Через деякий час невизначеність щодо ратифікації Маастрихтської угоди окремими країнами (Франція) та зниження обмінного курсу долара лише посилили переконання у неминучості девальвації потенційно слабких грошових одиниць [224, р. 237]. У підсумку в 1992 р. виникла потужна

спекулятивна “атака” на грошові одиниці європейських країн. Спершу валютні спекулянти “атакували” фінську марку і шведську крону. Дуже швидко спекулятивна “атака” поширилася на країни — учасниці ERM. З труднощами підтримання фіксованого обмінного курсу зіткнулися центральні банки Великої Британії, Італії та Франції. Витративши за декілька днів понад 30 млрд дол. на підтримку обмінного курсу, 16 вересня 1992 р. Банк Англії вимушено перейшов до плаваючого обмінного курсу; тоді ж італійську ліру було вилучено з ERM, а іспанську пезету — девальвовано на 5 %. Наприкінці 1992 р. англійський фунт та італійська ліра втратили 30 % вартості стосовно німецької марки, попри масовані валютні інтервенції Бундесбанку. Лише 16 вересня 1992 р. на підтримку фунта і ліри було витрачено 36 млрд нім. марок, а до кінця місяця — 92,7 млрд нім. марок [224, р. 241]. Збільшення пропозиції грошової маси стерилізувалося, що підвищило відсоткову ставку та сповільнило зростання німецької економіки<sup>1</sup>. В серпні наступного 1993 р. коридор коливань обмінного курсу європейських валют було розширено з  $\pm 2,25$  до  $\pm 15$  %, що засвідчило *de facto* втрату характеристик стандартного фіксованого обмінного курсу системою ERM.

### 8.8.3 Плаваючий обмінний курс

Обмежує грошову масу в країні *A* ( $LM_0 \rightarrow LM_1$ ) знижує дохід ( $Y_0 \rightarrow Y_1$ ) і підвищує відсоткову ставку ( $r_0 \rightarrow r_1$ ), що поліпшує сальдо обох рахунків платіжного балансу (рис. 8.26). Це означає зміцнення грошової одиниці, яке, зі свого боку, обмежує експорт ( $IS_0 \rightarrow IS_1$ ). Перебіг подій у країні *B* залежить від того, який з двох ефектів у зовнішній торгівлі домінує — доходу чи ціновий. Зменшення доходу в країні *A* обмежує експорт країни *B*. Протилежну тенденцію створює зниження RER у країні *B*. Якщо ефект доходу переважає, сукупний попит зменшується  $IS_0^* \rightarrow IS_1^*$  (саме це показано на рис. 8.26). Проте теоретично можливим є випадок, коли переважання цінового ефекту створює збільшення сукупного попиту в країні *B*. Незалежно від співвідношення між двома ефектами — ціновим і доходу, зміна сукупного попиту в країні *B* позначиться тиском у бік зниження спільної для двох країн відсоткової ставки. На рівні ставки  $r_2$  у країні *A* виникає підвищення обмінного курсу, що зменшує попит ( $IS_1 \rightarrow IS_2$ )

<sup>1</sup> Добрі новини полягали у тому, що локальне гальмування динаміки доходу припинило тенденцію до підвищення заробітної плати (ознака “перегріву” економіки) і змусило федеральний уряд Німеччини, керівництво земель, опозиційні партії і профспілки підписати у 1993 р. пакт солідарності, який обмежував зростання дефіциту бюджету.

## ЄВРОПЕЙСЬКА МОНЕТАРНА СИСТЕМА

EMS було створено у грудні 1978 р. Її попередницею була система “валютної змії” (англ. *the snake*), що діяла з 1972 р. і передбачала підтримання фіксованого обмінного курсу європейських валют до німецької марки у вузькому валютному коридорі. У 1978 р. участь у “валютній змії” брали лише Данія, Нідерланди, Німеччина і Бельгія — Люксембург. Це створювало значний песимізм стосовно перспектив EMS, проте впродовж 1980-х років зазначена система обмінних курсів виявилася достатньо успішною. Небезпідставно вважалося, що вдале функціонування EMS створює передумови для створення валютного союзу. В грудні 1991 р. було підписано Маастрихтську угоду про поглиблення європейської інтеграції (передбачалося перетворити Європейське Співтовариство у Європейський Союз). Головним елементом EMS був ERM, що визначав правила підтримання фіксованих обмінних курсів стосовно синтетичної грошової одиниці — єкю (англ. *European Currency Unit* — ECU) — у межах  $\pm 2,25\%$  навколо визначеного паритетного значення за допомогою валютних інтервенцій центральних банків, підтриманих відповідною монетарною політикою. У ширшому розумінні EMS характеризувалася декларованим політичним виміром, що не обмежувався підтриманням фіксованих обмінних курсів до ECU. Передбачався спільний наголос на потребі координації економічної політики і взаємній залежності та відповідальності країн-учасниць [268, р. 230; 273, р. 73—78].

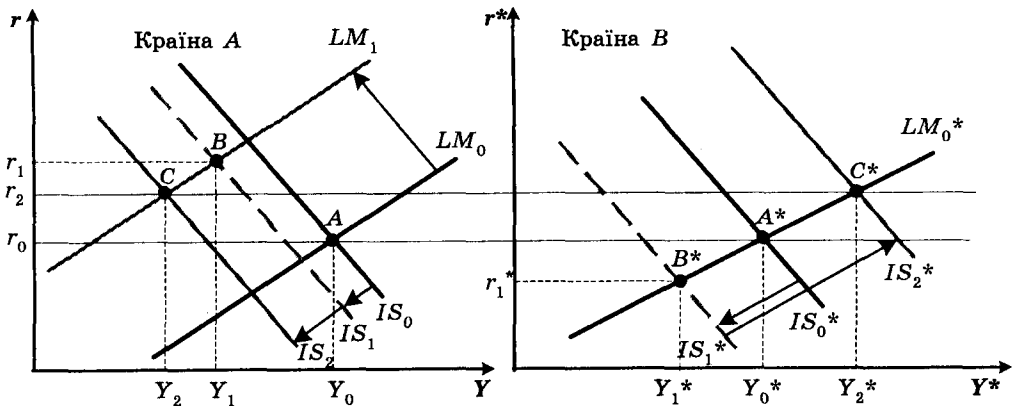


Рис. 8.26. Вплив монетарної політики у системі з двох країн (плаваючий обмінний курс)

через погіршення поточного рахунку. Відповідно відбувається подальше зниження доходу ( $Y_1 \rightarrow Y_2$ ). У країні В вплив капіталу знижує обмінний курс і поліпшує поточний рахунок. Наступне збільшення попиту стимулює

дохід ( $Y_1^* \rightarrow Y_2^*$ ) понад початкове значення  $Y_0^*$ . Таким чином зменшення грошової маси у країні А створює такі зміни: 1) підвищення спільної відсоткової ставки ( $r_0 \rightarrow r_2$ ), 2) асиметричне зменшення доходу в країні А стосовно країні В, де дохід збільшується, 3) зміцнення грошової одиниці у країні А (відповідно у країні В грошова одиниця знецінюється).

На рис. 8.27 показано наслідки скорочення дефіциту бюджету в країні А. Безпосереднім наслідком рестрикційної фінансової політики ( $IS_0 \rightarrow IS_1$ ) стає зменшення доходу ( $Y_0 \rightarrow Y_1$ ) і зниження відсоткової ставки ( $r_0 \rightarrow r_1$ ). Це означає, що поліпшення сальдо поточного рахунку поєднується з погіршенням сальдо рахунку капіталу. Зменшення доходу в країні А обмежує експорт країні В, що зумовлює відповідне зменшення сукупного попиту ( $IS_0^* \rightarrow IS_1^*$ ). Виникає тенденція до зменшення доходу і зниження відсоткової ставки. З іншого боку, значення відсоткової ставки вирівнюються впливом капіталу з країни А у країну В. Відповідно у країні А знецінення грошової одиниці поживляє попит за рахунок збільшення експорту ( $IS_1 \rightarrow IS_2$ ), що супроводжується підвищенням відсоткової ставки. У країні В несприятливий ціновий ефект створює подальше зменшення сукупного попиту ( $IS_1^* \rightarrow IS_2^*$ ), що знижує дохід і встановлює спільну відсоткову ставку  $r_2$ . Наслідки рестрикційної фінансової політики у країні А можна підсумувати: зниження спільної відсоткової ставки ( $r_0 \rightarrow r_2$ ), зменшення доходу в обох країнах, знецінення грошової одиниці країни А.

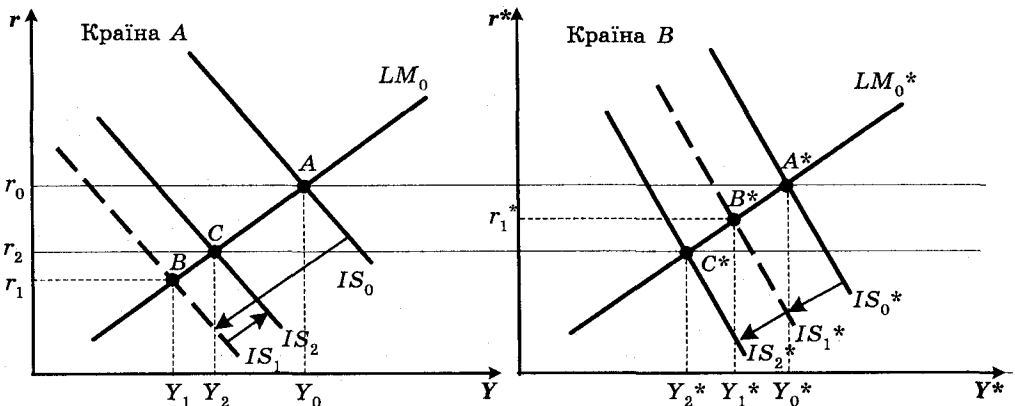


Рис. 8.27. Вплив фінансової політики у системі з двох країн (плаваючий обмінний курс)

Схематичний аналіз впливу “рейганоміки” на економіку Японії виявляє практично всі характерні риси поєднання експансійної фінансової і рестрикційної монетарної політики в американській економіці: підвищення

відсоткової ставки, приплив капіталу, зміцнення грошової одиниці, погіршення поточного рахунку (рис. 8.28). Експансійні наслідки збільшення дефіциту бюджету в США частково нівелювалися зміцненням долара. Збільшення попиту в США і знецінення єни стимулювали зростання японської економіки через збільшення експорту.

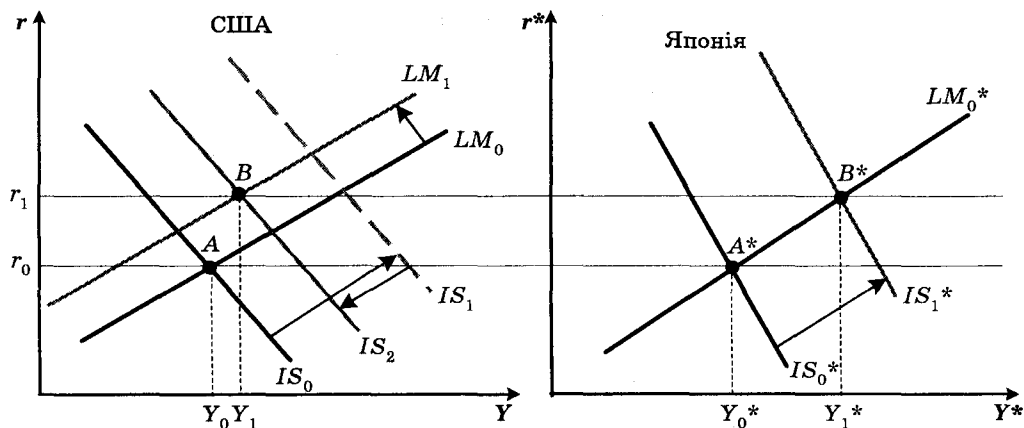


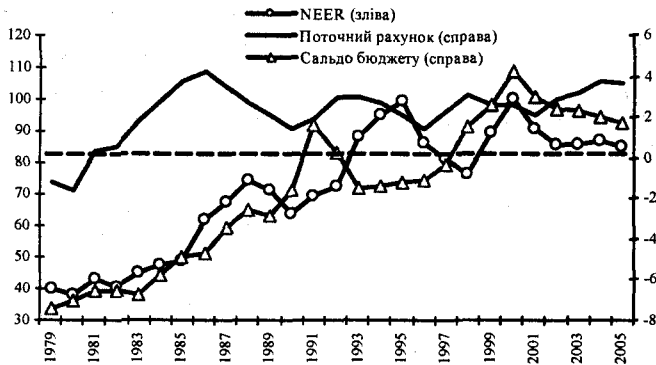
Рис. 8.28. Вплив фіскальної політики у системі з двох країн (плаваючий обмінний курс)

Теоретична схема досить вдало узгоджується з даними японської економіки (рис. 8.29). У 1986 р. додатне сальдо поточного рахунку поліпшилося до 4 % проти від’ємного сальдо на рівні 2 % від ВВП у 1980 р. На протипагу економіці США, дефіцит бюджету в Японії скорочувався. У 1984—1985 рр. зростання японського ВВП перевищило 4 %, тоді як скорочення темпу економічного зростання майже вдвічі у 1986 р. асоціюється з відчутним зміцненням єни. Порівняння реальних відсоткових ставок у США (рис. 8.18) і Японії (рис. 8.29) виявляє стрімке зростання цього показника в обох країнах<sup>1</sup>. Деяко нижчий рівень японської реальної відсоткової ставки можна пояснити очікуваннями зміцнення єни<sup>2</sup>. Надалі ставка у США поступово знижувалася, а в Японії — підвищувалася. У 1996 р. реальна відсоткова ставка за позиками американських банків становила 6,4 %, а японських банків — 5,5 %. Для експансійної фіскальної політики у США модель Манделла — Флемінга вірно передбачає підвищення реальної відсоткової ставки, погіршення поточного рахунку в США,

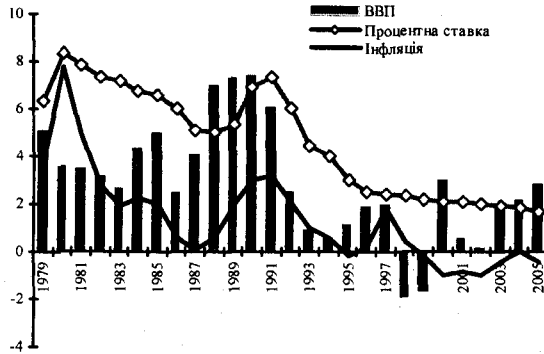
<sup>1</sup> Потрібно врахувати, що для визначення реальної відсоткової ставки необхідно від номінальної відсоткової ставки відняти значення інфляції.

<sup>2</sup> Доповнення моделі Манделла — Флемінга очікуваннями реальної відсоткової ставки можна знайти у літературі [267, р. 859—915].





а



б

Рис. 8.29. Японія: а — сальдо бюджету і поточного рахунку (% від ВВП), NEER (індекс, 2000 = 100), 1979—2005 рр.; б — зростання ВВП (%), відсоткова ставка (%), інфляція (%)

Джерело: IMF *International Financial Statistics*

зміцнення долара і помірковане збільшення доходу. Для країни — торговельного партнера — Японії — справджується очікуване теоретично поліпшення доходу і поточного рахунку.

## Навчальні завдання

1. У країнах  $A$  і  $B$  підтримується фіксований обмінний курс. У країні  $A$  цінова еластичність експорту-імпорту є вищою, а залежність від доходу за кордоном — нижчою. У котрій з країн підвищення рівня внутрішніх цін потужніше впливає на дохід, відсоткову ставку і пропозицію грошової маси? Покажіть за допомогою відповідних мультиплікаторів.

2. У малій відкритій економіці з високою мобільністю капіталу підтримується фіксований обмінний курс. Проілюструйте графічно наслідки: а) стерилізації припливу капіталу за допомогою фіскальної політики, б) поєднання вищого попиту на гроші зі збільшенням дефіциту бюджету, в) адміністративного підвищення рівня цін.

3. У малій відкритій економіці з невисокою мобільністю капіталу підтримується плаваючий обмінний курс. Проілюструйте графічно наслідки поєднання: а) припливу капіталу зі збільшенням пропозиції грошової маси, б) зменшення видатків бюджету з послабленням монетарної політики.

4. Економічна політика країн Латинської Америки у 1970-ті роки характеризувалася поєднанням дефіциту бюджету з рестрикційною монетарною політикою. Поясніть логіку такого вибору інструментів економічної політики.

5. В. Юрчишин [103] подає статистичну модель номінального обмінного курсу:  $E = a_0 + a_1P - a_2M$ , де  $P$  — рівень цін, а  $M$  — пропозиція грошової маси. Як довести, що збільшення грошової маси може зміцнювати грошову одиницю?

6. У країнах  $A$  і  $B$  з високою мобільністю капіталу структурні характеристики є однаковими, окрім залежності сальдо поточного рахунку від доходу. В котрій з країн зниження світової відсоткової ставки помітніше вплине на основні макроекономічні показники? Відповідь проілюструйте графічно в координатах " $r-Y$ " та " $E-Y$ ".

7. Для умов фіксованого обмінного курсу проаналізуйте залежність впливу девальвації грошової одиниці на пропозицію грошової маси від еластичності попиту на гроші стосовно відсоткової ставки.

8. Проаналізуйте наслідки стерилізації монетарних ефектів платіжного балансу при проведенні експансійної фіскальної політики для різноманітних варіантів мобільності капіталу.

9. Проаналізуйте наслідки торговельного протекціонізму для різноманітних варіантів мобільності капіталу.

10. У системі з двох країн проаналізуйте наслідки експансійної монетарної політики для випадку переважання у країні  $B$  цінового доходу (рис. 8.26).

11. У системі з двох країн проаналізуйте наслідки: а) девальвації грошової одиниці; б) збільшення дефіциту бюджету за допомогою емісії урядових облігацій, в) монетизації дефіциту бюджету, г) спаду виробництва за кордоном.

12. За допомогою моделі Манделла — Флемінга для двох країн поясніть теоретично наслідки збільшення дефіциту бюджету в Німеччині (1990—1992 рр.) для економічної ситуації у країнах ЕРМ.

13. Модель Манделла — Флемінга була теоретичним запереченням проблеми Самуельсона — Тобіна (стимулювання економічного розвитку американської економіки за допомогою зниження відсоткової ставки ФРС, що мало супроводжуватися стрімким обмеженням дефіциту бюджету). Поясніть неможливість використання рецепту Самуельсона — Тобіна у відкритій економіці.

14. Допустимо, що на додаток до рівноваги платіжного балансу, а також товарного і грошового ринків, у економіці дотримуються фіскальні обмеження:  $G + r\Delta B = T$ , де  $G$  — видатки бюджету,  $T$  — податки,  $r$  — відсоткова ставка,  $B$  — урядові облігації. Як це вплине на проведення експансійної фіскальної політики? Проілюструйте за допомогою відповідних мультиплікаторів.

## Рекомендована література

*Бурда М., Виплош Ч.* Макроекономіка: європейський контекст. — К.: Основи, 1998. — С. 100—132, 315—334, 338—340, 390—398, 403—408.

*Манків Г.* Макроекономіка: Підручник для України. — К.: Основи, 2000. — С. 339—360.

*Boughton J.* On the Origins of the Fleming — Mundell Model. Working Paper No. 107. — Washington: IMF, 2002.

*Frenkel J., Razin A.* The Mundell — Fleming Model: A Quarter Century Later // IMF Staff Papers, 1987. — Vol. 34. — P. 567—620.

*Frenkel J., Razin A., Yuen C.-W.* Fiscal Policies and Growth in the World Economy. — 3<sup>rd</sup> Edition. — Cambridge, Mass.; London: The MIT Press, 1996. — P. 65—130.

*Marston R.* Stabilization Policies in Open Economies // Handbook of International Economics / R. Jones and P. Kenen (eds.). — Vol. I. — Book 3. — Amsterdam; N. Y.; Oxford: North-Holland, 1985. — P. 859—915.

*McCallum B.* International Monetary Economics. — N. Y.; Oxford: Oxford University Press, 1996. — P. 111—134.

*Nuti D.* The Polish Zloty, 1990—1999: Success and Underperformance // American Economic Review. — Vol. 90. — No. 2. — P. 53—57.

*Stevenson A., Muscatelli V., Gregory M.* Macroeconomic Theory and Stabilisation Policy. — Glasgo; Oxford; Philip Allan/Barnes&Noble Books, 1993. — P. 212—230.

---

## Розділ 9

# РІЗНОМАНІТНІ РОЗШИРЕННЯ МОДЕЛІ IS—LM—BP

Численні розширення канонічної моделі Манделла — Флемінга точніше моделюють структурні особливості окремих відкритих економік. Декілька припущень істотно видозмінюють висновки канонічної моделі Манделла — Флемінга, так що відповідні теоретичні конструкції точніше вважати розширенням більш універсальної моделі IS—LM—BP для відкритої економіки. Врахування ефекту добробуту надає моделі Манделла — Флемінга відомих ознак класичної теорії. Це розглядається у підрозділі 9.1. Декілька розширень моделі Манделла — Флемінга для умов гнучкого ціноутворення і залежності сукупної пропозиції від REE розглянуто у підрозділі 9.2. У підрозділі 9.3 аналізуються наслідки девальвації грошової одиниці для різноманітних припущень щодо обмежень платіжного балансу. Підрозділ 9.4 містить неформальні міркування щодо зв'язку між обмінним курсом та динамікою доходу в Мексиці, Бразилії і Чехії. Проаналізовано результати економетричного дослідження чинників динаміки доходу та інфляції у країнах Східної Європи. На прикладі української економіки у підрозділах 9.5 і 9.6 проілюстровано використання логінійної моделі для теоретичного обґрунтування статистичної гіпотези, економетричного оцінювання і прикладної інтерпретації наслідків припливу капіталу.

### ЗАСАДНИЧІ ПОНЯТТЯ

ефект добробуту

“пастка ліквідності”

цінова еластичність сукупної пропозиції

девальвація грошової одиниці

ефект Лаурсена — Метцлера

ефект Кейнса

гнучке ціноутворення

інфляція

## 9.1. Ефект добробуту

У канонічній моделі Манделла — Флемінга (8.1)—(8.3) фінансові активи приватного сектора не впливають на сукупний попит, що є істотним спрощенням, яке послаблюється вже згаданим ефектом добробуту (див. розділ 3). Ще один механізм впливу цінового чинника на сукупний попит створює залежність приватного споживання від порівняльних цін або ефект Лаурсена — Метцлера (англ. *the Laursen — Metzler effect*).

### 9.1.1. Теоретичне пояснення

Ефект добробуту враховує реальну грошову масу  $M/P$ , а в розширеному варіанті — урядові облігації, акції фондового ринку, нерухомість тощо. Вплив цінових співвідношень не обмежується ефектом добробуту, адже для відкритої економіки порівняльні ціни модифікують залежність приватного споживання від доходу, що віддалено нагадує ефект добробуту. Враховуючи ефекти добробуту і Лаурсена — Метцлера, рівняння  $IS$  набуває вигляду

$$Y = C\left(\frac{P(Y-T)}{J}, r, \frac{W}{J}\right) + I(r) + G + CA(q, Y, Y^*),$$

$$C_r < 0, \quad C_{\frac{P(Y-T)}{J}}, \quad C_{\frac{W}{J}} > 0, \quad (9.1)$$

$$W = M + B + EF, \quad (9.2)$$

де  $W$  — сумарна вартість активів приватних споживачів, а  $J$  — загальний рівень цін  $J = P^a (EP^*)^{1-a}$ .

В економіці з визначенням загального рівня цін вартістю товарів внутрішньої торгівлі та імпорту,  $P$  і  $EP^*$  відповідно, ефект Лаурсена — Метцлера означає, що приватне споживання залежить від доходу  $P(Y-T)/J$ , скоригованого на цінові співвідношення у зовнішній торгівлі. Якщо  $a = 1$ , ефект Лаурсена — Метцлера зникає. Згідно з ефектом Лаурсена — Метцлера, поліпшення умов торгівлі ( $\uparrow P^*/P$ ) зменшує приватне споживання, збільшує заощадження і таким чином поліпшує сальдо поточного рахунку. Через ефект добробуту рахунок капіталу безпосередньо впливає на приватне споживання. Внутрішні облігації приносять дохід  $rB^1$ , який створює додатковий зв'язок між відсотковою ставкою і приватним споживанням.

<sup>1</sup> У такому контексті вираз для загальної вартості портфеля активів можна переписати:  $W = M + rB + EF$ .

У такому разі припущення  $C_r < 0$  означає, що обернений зв'язок між відсотковою ставкою та поточним споживанням переважає протилежний вплив очікувань майбутнього інвестиційного доходу. Врахування ефекту добробуту зміщує акценти від кейнсіанського трактування приватного споживання на користь пояснень у дусі неокласичної школи.

Ефекти добробуту і Лаурсена — Метцлера створюють додаткові механізми впливу рівня цін та обмінного курсу на сукупний попит. Вищий рівень цін ( $\uparrow P$ ) недвозначно знижує реальну вартість портфеля активів, проте підвищує номінальну вартість доходу. Сумарний вплив залежить від рівнодійної протилежно спрямованих ефектів добробуту (зменшення споживання) та Лаурсена — Метцлера (збільшення споживання). Девальвація грошової одиниці ( $\uparrow E$ ) так само знижує реальну вартість портфеля активів. За умови значного ефекту добробуту та слабкої цінової еластичності зовнішньої торгівлі девальвація втрачає привабливість як засіб стимулювання доходу, але підвищується ймовірність поліпшення торговельного балансу. Ефект Лаурсена — Метцлера посилює рестрикційне спрямування девальвації. Ще один механізм впливу створює залежність відсоткової ставки від очікувань обмінного курсу. На практиці заклики до збільшення грошової маси та видатків бюджету з метою стимулювання доходу не враховують, що супутнє знецінення грошової одиниці обмежує приватне споживання. Фактично відбуваються зміни у структурі сукупного попиту на користь країн — торговельних партнерів та й то лише у випадку помітної цінової еластичності експорту-імпорту.

Ефект добробуту посилює аргументацію автоматичного повернення до “природного” рівня доходу. В принципі логіка класичної школи є вразливою для критики у двох “особливих” кейнсіанських випадках: а) “пастки ліквідності”, коли попит на гроші ідеально залежить від  $r$  ( $L_r = \infty$ ), або б) незалежності сукупного попиту від  $r$  ( $C_r = I_r = 0$ ). Обидві ситуації перешкоджають поверненню до рівноважного значення доходу за допомогою цінового механізму (підвищення або зниження рівня цін), відомого як ефект Кейнса (англ. *the 'Keynes effect'*). Наприклад, для зниження доходу понад рівноважне “природне” значення наступне зниження рівня цін ( $\downarrow P$ ) збільшує пропозицію реальної грошової маси ( $\uparrow M/P$ ). Зі свого боку, це збільшує сукупний попит, що й повертає економічну систему до “природного” значення. Проте у випадках “пастки ліквідності” або нейтральності сукупного попиту стосовно відсоткової ставки очікуваного повернення до  $Y^N$  не відбувається. У “пастці ліквідності” немає можливостей для подальшого зниження ставки, а в іншому екстремальному випадку зниження ставки не веде до збільшення сукупного попиту (обидві ситуації ілюструє кейнсіанська інтерпретація моделі IS—LM на рис. 8.2, а). Ефект добробу-

ту дозволяє обійти обидві кейнсіанські “пастки”, оскільки зміна вартості фінансових активів безпосередньо регулює попит на ринку товарів і послуг.

Вплив ефекту добробуту не обмежується приватним споживанням. Так само підвищення реальної вартості грошових активів збільшує попит на гроші

$$\frac{M}{P} = L(Y, r, M/P), \quad L_M > 0. \quad (9.3)$$

Ефект добробуту на грошовому ринку частково нівелює наслідки збільшення пропозиції грошової маси, адже після підвищення реальної вартості активів  $M/P$  виникає протилежна тенденція до зменшення грошової маси (у реальному вимірі).

“Пастка ліквідності” зазвичай асоціюється з проблемою дефляції. Тривале поєднання спадної динаміки цін, дефляційних очікувань і нульової відсоткової ставки робить неефективною монетарну політику та загрожує втратами доходу. Близькі до нульової, відсоткові ставки спостерігалися в США та інших промислових країнах під час “великої депресії” (1929—1933 рр.), а також у Швейцарії 1970-х років. Переконливим сучасним прикладом є Японія. З урахуванням очікувань дефляції у “пастці ліквідності” неефективність монетарної політики означає, що розширення грошової бази не впливає на показники цін і доходу, адже ідеальне заміщення грошей і облігацій не створює змін у сукупному попиті. Відповідно профілактика “пастки ліквідності” повинна передбачати визначення невисоких (але додатних) цільових показників інфляції. Натомість у “пастці ліквідності” зростає значення експансійної фіскальної політики. Переваги має варіант фінансування урядових видатків кредитами центрального банку, адже це допомагає очікуванню інфляції. Видатки на інфраструктуру, освіту і охорону здоров'я не лише стимулюватимуть сукупний попит, але й матимуть сприятливий вплив на довгострокове економічне зростання.

### 9.1.2. Вплив на інструменти економічної політики

Повертаючись до наслідків монетарної політики для плаваючого обмінного курсу, ефект добробуту створює істотні відмінності (рис. 9.2). Після збільшення пропозиції грошової маси ( $LM_0 \rightarrow LM_1$ ) супутне підвищення попиту на гроші створює протилежну тенденцію ( $LM_1 \rightarrow LM_2$ ), так що сумарне збільшення грошової маси ( $LM_0 \rightarrow LM_2$ ) є меншим від очікуваного. Водночас збільшення грошових активів стимулює попит на ринку товарів і послуг ( $IS_0 \rightarrow IS_1$ ). Таким чином ефект добробуту є асиметричним: якщо



## МІЖНАРОДНА “ПАСТКА ЛІКВІДНОСТІ” В ЯПОНСЬКІЙ ЕКОНОМІЦІ

З початку 1995 р. ставка міжбанківського ринку в Японії стрімко знизилася з 2 до 0,5 % річних, а у 1999 р. цей показник впав практично до нуля (рис. 9.1, а). Зі середини 2002 р. під тиском дефляції та банківської кризи виник небачений досі феномен від’ємної ставки за депозитами (для багатьох японців це виправдано, адже інакше підвищується ризик пограбування у власній оселі та можливість втратити заощаджені кошти). Загальна спадна тенденція призвела до зниження ставки за позиками комерційних банків до 1,4 %. Низька дохідність банківських операцій істотно зменшила обсяги кредитування, що посилювало депресивний стан сукупного попиту. В намаганні стимулювати попит уряд вимушено звернувся до позик поштової системи та центрального банку. Водночас очікування майбутньої дефляції підвищили реальну відсоткову ставку. З 1985 р. оптові ціни в Японії знижувалися, що контрастувало з іншими промисловими країнами (рис. 9.1, б). У 2000—2001 рр. знижувалися й споживчі ціни. Практично реальні ставки в Японії не відрізнялися від значень інших промислових країн, адже інакше відбувався б вплив капіталу. Лише 14 липня 2006 р. облікову ставку Банку Японії було підвищено з 0,1 до 0,25 % — вперше за 7 років.

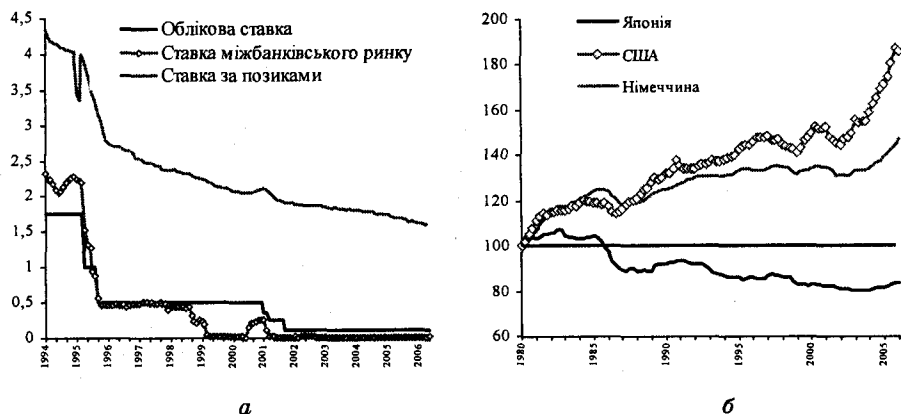


Рис. 9.1. Японія: вибрані показники: а — відсоткові ставки (%), 1994—2006 рр.; б — оптові ціни, 1980—2005 рр.;

Джерело: IMF International Financial Statistics

Попри зниження короточасних відсоткових ставок, дохідність довгострокових облігацій становила понад 2 %. Це розглядалося ознакою небажання економічних агентів тримати урядові облігації, яке частково пояснювалося підвищеним ризиком (за умов невисокої відсоткової ставки вартість облігацій набуває підвищеної чутливості до вартості кредитних ресурсів на міжбанківському ринку). З іншого боку, високий попит на гроші міг означати сподівання майбутнього підвищення ставки або зміцнення обмінного курсу

ени (це дає переваги від придбання іноземних облігацій). Очікування “міцної” ени посилили спекулятивний (за визначенням Д. Кейнса) попит на гроші, що перешкоджало зниженню обмінного курсу засобами експансійної монетарної політики. Обидві взаємопов’язані події — “пастка ліквідності” та очікування “міцної” ени — перешкодили стимулюванню сукупного попиту і поглибили спад виробництва. У відкритій економіці з ідеальною мобільністю капіталу зниження відсоткової ставки могло відбутися лише за умови, що ена далі зміцнюватиметься, як це відбувалося упродовж 1980—1990-х років (звідси — міжнародний характер японської “пастки ліквідності”). За умов плаваючого обмінного курсу спроби знецінення ени не мають успіху, адже сприймаються тимчасовим явищем.

Зниження цін не позначилося збільшенням сукупного попиту (ефект Кейнса). Роздрібний товарообіг знижується з 1999 р. Стагнація внутрішнього попиту призвела до гальмування динаміки доходу. У квітні 2003 р. безробіття зросло до 5,8 %, а з того часу дещо знизилося — до 4,3 % у квітні 2006 р. (до 1997 р. цей показник не перевищував 3,5 %). З часів “великої депресії” жодна країна не мала такого тривалого поєднання низького темпу зростання (в середньому 1,3 % за 1990—2005 рр.), зменшення добробуту, дефляції та фінансового стресу. Оцінюється, що за умови збереження траєкторії 1980-х років ВВП був би вищим на 25 %. З метою штучного зменшення заощаджень у 2002 р. державні гарантії банківських вкладів обмежено сумою у 10 млн єн (83,3 тис. дол.). Підвищений ризик банківських депозитів мав збільшити приватне споживання, хоча не бракувало припущень, що це ініціює масовий перехід вкладників до більших фінансових установ, що загрожуватиме банкрутством дрібних банків і поглибить проблеми великих банків, які й так терпали від надлишку кредитних ресурсів.

Монетарна політика Центрального банку опинилась у власній пастці, а саме: зникли можливості подальшого зниження відсоткової ставки, яка без того наблизилася до 0 %, тоді як очікування економічних агентів перешкождали знеціненню ени. Очікування подальшої стагнації економіки веде до зменшення обсягів кредитування, попри низьку відсоткову ставку та експанційно-орієнтовані зміни у правилах бухгалтерського обліку (з 1998 р.). Зниження цін обмежує прибутки компаній і підвищує реальну вартість державного боргу. В 2001 р. збанкрутували 19 тис. малих і середніх компаній. Масові скорочення зачепили таких промислових гігантів, як Fujitsu, Toshiba і Hitachi. Наприкінці 2001 р. державний борг перевищив 130 % від ВВП, хоча ще наприкінці 1998 р. цей показник становив лише 110,2 % від ВВП. Рейтингове агентство Moody’s погрожувало зниженням рейтингу Японії до рівня Польщі й ПАР. Хоча з 2002 р. економіка Японії поновила зростання, немає певності, що період дефляції завершено.

Американський економіст Р. Маккіннон вихід із ситуації вбачав у подоланні очікувань дефляції за допомогою заниженого фіксованого обмінного курсу ени до долара. Це мало зумовити кероване прискорення інфляції в Японії, а відповідно — підвищення номінальної та зниження реальної відсоткової ставки. Більшість економістів погоджувалися, що обмінний курс повинен знизитися до 180—200 єн за долар — це мало поновити кредитування економіки

комерційними банками, поліпшити інвестиційні перспективи (у минулому побоювання “міцної” ени заохочували інвестиції за кордоном), збільшити обсяги житлового будівництва (дефляція перешкоджає цьому через очікування подальшого зниження вартості землі). Проте у 2004—2006 рр. обмінний курс не перевищував 120 єн за дол. В економіці з додатним сальдо зовнішньої торгівлі збільшення грошової маси доцільно супроводжувати придбанням іноземних облігацій, щоб запобігти інфляційному погіршенню цінової конкурентоспроможності.

Запровадження фіксованого обмінного курсу може бути корисним з іншого погляду. Р. Дорнбуш вважав, що попит на облігації японського уряду підтримувався лише сумним досвідом японських споживачів, які потерпіли від інвестицій у цінні папери приватних компаній на початку 1990-х років, коли луснула “мильна бульбашка” фондового ринку. На такому тлі облігації японського уряду виглядають єдиним надійним капіталовкладенням, однак цьому може настати кінець. Відповідно масова переорієнтація інвесторів на іноземні облігації загрожує стрімким знеціненням ени, борговою кризою та подальшим зниженням сукупного попиту. В такому контексті втрачає мотивацію придбання іноземних облігацій як засіб стимулювання економіки через кероване знецінення ени. Використання дефіциту бюджету для подолання економічного спаду ілюструє традиційну кейнсіанську пропозицію щодо подолання “пастки ліквідності”. Проте в Японії виразно помітно як недостатню ефективність експансійної фіскальної політики у збільшенні доходу, так і несприятливі довгострокові наслідки такого вибору економічної політики, адже брак очікуваного поживлення економіки ставить під сумнів можливість безперешкодного обслуговування державного боргу. Ситуацію навряд чи поліпшить дозвіл комерційним банкам купувати урядові облігації безпосередньо на первинному ринку. Інша антикризова пропозиція передбачає можливість прискорення інфляції до 2—3 % річних за допомогою оголошення центральним банком вищого інфляційного орієнтира. Це повинно прискорити інфляцію через механізм очікувань економічних агентів — без збільшення грошової маси.

Окремі економісти пропонували вирішити проблему дефляції за допомогою скорочення надлишкових потужностей, передусім у роздрібній торгівлі та будівництві (японський варіант “економіки пропозиції”). Для цього якраз потрібно зменшити обсяги кредитування (тобто “пастка ліквідності” значною мірою втрачає актуальність). Практично цього можна досягти за допомогою публікації списку підприємств-боржників чи навіть націоналізації банківської системи. Необхідність реструктуризації не заперечується прихильниками “економіки попиту”, але після попереднього використання фіскальних стимулів.

*Джерело: Дорнбуш Р. Два страхіття глобальної економіки // День. — 2001. — № 209; Current account balances // The Economist. — 2006. — March 17<sup>th</sup>. — P. 77—79; Hunt B., Laxton D. The zero Interest Floor (ZIF) and Its Implications for Monetary Policy in Japan. Working Paper No. 186. — Washington: IMF, 2001; Japan: the non-performing country // The economist. — 2002. — February 16<sup>th</sup>. — P. 24—26; McKinnon R. Wading in the yen trap // The Economist. — July 24. — P. 77—79; The Global Economy After September 11 // World Economic Outlook. — Washington: IMF, 2001.*

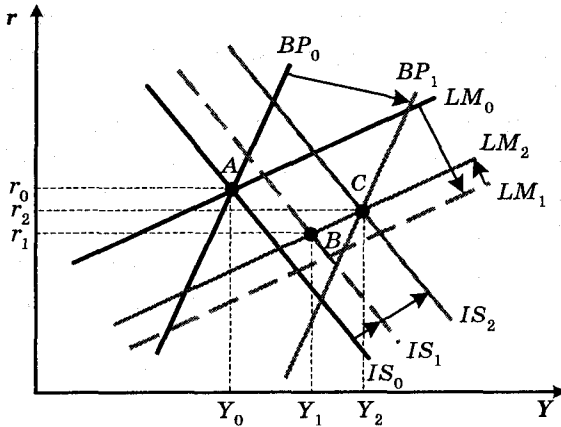


Рис. 9.2. Експансійна монетарна політика для обмеженої мобільності капіталу з урахуванням ефекту добробуту (плаваючий обмінний курс)

збільшення приватного споживання стимулює дохід, то попит на гроші — зменшує. Ефекти добробуту на товарному і грошовому ринках однаково підвищують відсоткову ставку. В стані внутрішньої рівноваги (т. *B*) виникає від’ємне сальдо платіжного балансу за рахунок збільшення  $Y$  та зниження  $r$ ; наступне знецінення грошової одиниці ( $\uparrow E$ ) поліпшує платіжний баланс ( $BP_0 \rightarrow BP_1$ ) і збільшує сукупний попит ( $IS_1 \rightarrow IS_2$ ). Макроекономічна рівновага досягається у т. *C*. Ефект добробуту посилив експансійний характер монетарної політики, але коштом підвищення відсоткової ставки.

Аналітичні міркування стверджуються відповідними мультиплікаторами

$$\frac{dY}{dM} = \frac{(1-L_M)(k+C_r+I_r)+C_M L_r}{L_r(1-C_Y)+L_Y(k+C_r+I_r)}, \quad (9.4, a)$$

$$\frac{dr}{dM} = -\frac{(1-L_M)(1-C_Y)-C_M L_Y}{L_r(1-C_Y)+L_Y(k+C_r+I_r)}, \quad (9.4, б)$$

$$\frac{dE}{dM} = \frac{CA_Y((1-L_M)(C_r+I_r)+C_M L_r)+k((1-L_M)(1-C_Y+CA_Y)+C_M L_r)}{CA_q(L_r(1-C_Y)+L_Y(k+C_r+I_r))}. \quad (9.4, в)$$

Зазначимо, що знаки біля  $L_M$  і  $C_M$  є протилежними у мультиплікаторі для доходу (вираз (9.4, а)), тоді як відмінностей немає для відсоткової ставки<sup>1</sup>. Після збільшення пропозиції грошової маси ефект добробуту стає чинником

<sup>1</sup> Ефект добробуту враховує лише грошові активи ( $W = M$ ). Для спрощення аналітичних конструкцій приймається, що  $C_M = C_{M/W}$ .

подальшого зниження обмінного курсу; навпаки, супутнє збільшення попиту на гроші обмежує амплітуду знецінення грошової одиниці (вираз (9.4, в)).

Подібний аналіз можна провести для фіскальної політики (рис. 9.3). Враховуючи розширене трактування фінансових активів  $(M + B)/P$ , урядові облигації впливають на рівновагу грошового ринку, що підвищує рівноважне значення  $r$  і зменшує амплітуду збільшення  $Y$ . Ймовірно, що підвищений попит на гроші створить додатне сальдо платіжного балансу внаслідок підвищення  $r$  (поліпшення рахунку капіталу) та зменшення  $Y$  (поліпшення поточного рахунку). Після збільшення видатків бюджету ( $\uparrow G$ ) за допомогою урядових облигацій (тобто без збільшення пропозиції грошової маси) збільшується сукупний попит ( $IS_0 \rightarrow IS_1$ ). Оскільки мобільність капіталу невисока, в новому стані внутрішньої рівноваги (т.  $B$ ) монетарні ефекти платіжного балансу зменшують грошову масу. Відповідно ефект добробуту послаблює експансійний вплив фіскальної політики ( $IS_1 \rightarrow IS_2$ ). Так само зменшення попиту на гроші посилює несприятливі наслідки монетарних ефектів платіжного балансу (це показано на рис. 9.4).

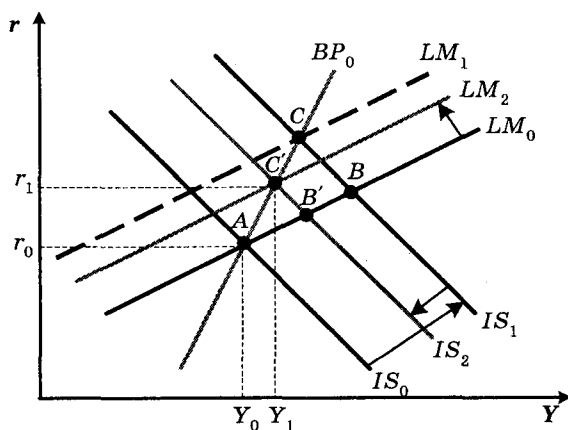


Рис. 9.3. Експансійна фіскальна політика для обмеженої мобільності капіталу з урахуванням ефекту добробуту (фіксований обмінний курс)

Приймаючи недостатність ефекту добробуту як чинника вирівнювання платіжного балансу (інакше мало б відбутися повернення до рівноваги в т.  $A$ ), у стані внутрішньої рівноваги (т.  $B'$ ) зберігається від'ємне сальдо платіжного балансу. Відповідно досягнення рівноваги платіжного балансу передбачає зменшення грошової маси ( $LM_0 \rightarrow LM_2$ ). Макроекономічна рівновага досягається на рівні доходу  $Y_1$  та відсоткової ставки  $r_1$  (т.  $C'$ ). Незважно помітити, що ефект добробуту послаблює стимулюючий вплив

фіскальної політики, але амплітуда підвищення відсоткової ставки та скорочення пропозиції грошової маси є меншою.

Для експансійної фіскальної політики напрям впливу ефекту добробуту безпосередньо залежить від мобільності капіталу. Якщо в економіці з високою мобільністю капіталу дефіцит бюджету збільшує пропозицію грошової маси, то в економіці з низькою мобільністю — скорочує. Відповідно в економіці з невисокою залежністю потоків капіталу від відсоткової ставки зменшення грошової маси послаблює стимулюючий вплив, а з високою мобільністю капіталу — посилює дію фіскальної політики. Врахування урядових облігацій в ефекті добробуту є дискусійним. Якщо поточне збільшення видатків бюджету сприймається ознакою майбутнього збільшення податків, то урядові облігації не повинні збільшувати вартість фінансових активів приватного сектора (тотожність Рікардо).

В економіці зі значним ефектом добробуту нестабільність фондового ринку та різноманітні спекулятивні “бульбашки” можуть бути надміру дестабілізуючими. Залежність ефекту добробуту від вартості цінних паперів є найсильнішою у США, де з кожного долара додаткової вартості цінних паперів на фондовому ринку приблизно 5 центів витрачається на приватне споживання. Наприкінці 2000 р. саме ажіотаж навколо фондового ринку як “суміш реальності та самообдурення” розглядався вагомою причиною майбутніх проблем [77]. Невиправданий оптимізм навколо переваг так званої Нової Економіки (англ. *New Economy*) — зниження ризиків, висхідна динаміка курсу акцій, сприятливий вплив підвищеної відкритості у світовій економіці, тривалий у часі профіцит бюджету — позначився зростанням капіталізації фондового ринку впродовж заледве п’яти років на 8 трлн дол., та зростанням “паперового багатства” американських споживачів. Залежність сукупного попиту від фондового ринку є нижчою у країнах Західної Європи і Японії, а у Франції та Італії — зовсім не спостерігається. Загалом у європейських країнах ефект добробуту набагато помітніше залежить від вартості нерухомості. На витрати споживачів впливає як очікувана вартість активів, так і залежність споживчого кредиту від вартості нерухомості.

## 9.2. Вплив цін на сукупний попит і пропозицію

Найпростіше врахувати, що зміни сукупного попиту супроводжуються змінами загального рівня цін. Складнішим для теоретичної інтерпретації є припущення щодо залежності сукупної пропозиції від цінового чинника.

### 9.2.1. Гнучке ціноутворення

Припущення канонічної моделі Манделла — Флемінга про ідеальну цінову еластичність сукупної пропозиції є надто спрощеним. Фактично це означає, що реальна заробітна плата залишається незмінною, принаймні у короткочасному плані. Реалістичніше припустити, що рівень цін залежить від сукупного попиту і реальна заробітна плата буде змінюватися, маючи вплив на сукупну пропозицію

$$Y = Q_p \left( \frac{P}{\bar{W}} \right), \quad Q_p > 0, \quad (9.5)$$

де  $\bar{W}$  — номінальна заробітна плата.

Фіксований характер номінальної заробітної плати у рівнянні (9.5) досить тонко відбиває реалії ринку праці (принаймні у короткочасному плані). Найпростіше брак гнучкості заробітної плати пояснюється процедурою укладання трудових контрактів: номінальна заробітна плата залишається незмінною упродовж тривалого періоду. Якщо заробітна плата у номінальному вимірі залишається незмінною ( $\bar{W} = \text{const}$ ), підвищення рівня цін  $P$  негайно знижує реальну заробітну плату  $\bar{W}/P$ , що стимулює попит на робочу силу. Наступне залучення додаткової кількості працюючих збільшує обсяги виробництва.

Після доповнення рівнянням сукупної пропозиції система чотирьох рівнянь (8.1)—(8.3), (9.5) дозволяє врахувати ціновий ефект у моделі Манделла — Флемінга. Підвищення (або зниження) рівня цін  $P$  впливає на стан макроекономічної рівноваги двома шляхами. По-перше, змінюється RER, що безпосередньо впливає на сальдо поточного рахунку. По-друге, змінюється пропозиція реальної грошової маси  $M/P$ . У підсумку макроекономічна рівновага змінюється внаслідок змін на грошовому і товарному ринках (ефект добробуту). Амплітуда змін макроекономічних показників ( $Y$ ,  $P$ ,  $r$ ) вирішальною мірою залежить від цінової еластичності сукупної пропозиції  $Q_p$ .

Канонічна модель Манделла — Флемінга передбачає, що сукупна пропозиція є ідеально чутливою до зміни рівня цін ( $Q_p = \infty$ ), як це вважають

прихильники кейнсіанської школи. Графічно у координатах “ $P—Y$ ” (рис. 9.4) це означає горизонтальний нахил лінії  $AS_0$ . Зрозуміло, що у цьому випадку зміни сукупного попиту (лінія  $AD_0$ ) позначаються пропорційними змінами доходу (т.  $D$ )<sup>1</sup>.

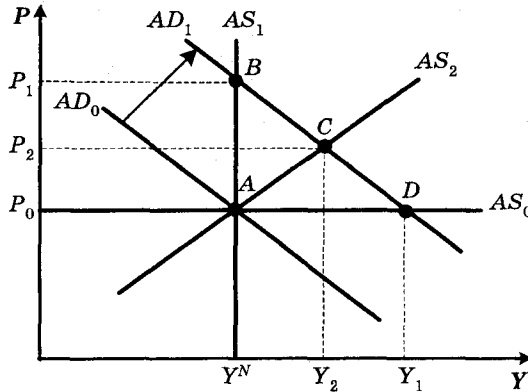


Рис. 9.4. Відмінні припущення щодо цінової еластичності сукупної пропозиції

Зазначені зміни є стійкими у часі (тобто не коригуються самостійно), що передбачає використання економічної політики для досягнення максимального рівня зайнятості — це актуально для випадку  $Y < Y^N$ . Збільшення сукупного попиту ( $AD_0 \rightarrow AD_1$ ) стимулює дохід ( $Y_0 \rightarrow Y_1$ ) без прискорення інфляції ( $P = \text{const}$ ). У стилізованому класичному варіанті сукупна пропозиція не залежить від рівня цін ( $Q_p = 0$ ), що означає вертикальну лінію  $AS_1$ . За таких умов збільшення сукупного попиту матеріалізується суто у підвищенні цін ( $P_0 \rightarrow P_1$ ), тоді як економіка залишається на “природному” рівні доходу  $Y^N$  (т.  $B$ ). Збільшення доходу залежить винятково від чинників виробництва — капіталу і робочої сили. Лінія  $AS_2$  з додатним нахилом показує поміркований варіант залежності сукупної пропозиції від цінового чинника ( $0 < Q_p < \infty$ ), коли експансійне стимулювання доходу ( $Y_0 \rightarrow Y_2$ ) супроводжується підвищенням рівня цін ( $P_0 \rightarrow P_2$ ).

Урахування гнучкого ціноутворення дозволяє переглянути наведені вище наслідки експансійної фіскальної політики (рис. 9.5). Якщо  $Q_p > 0$ , поряд зі збільшенням дефіциту бюджету ( $IS_0 \rightarrow IS_1$ ) виникає тенденція до підвищення рівня цін ( $P_0 \rightarrow P_1$ ). Наступне підвищення RER ( $\downarrow q$ ) погіршує сальдо поточного рахунку, що безпосередньо впливає на рівновагу ринку товарів і послуг ( $IS_1 \rightarrow IS_2$ ) та сальдо платіжного балансу ( $BP_0 \rightarrow BP_1$ ).

<sup>1</sup> Технічно рівняння  $AD$  отримують шляхом вилучення відсоткової ставки з рівнянь  $IS$  і  $LM$ . Неважко показати, що лінія  $AD$  має від’ємний нахил.



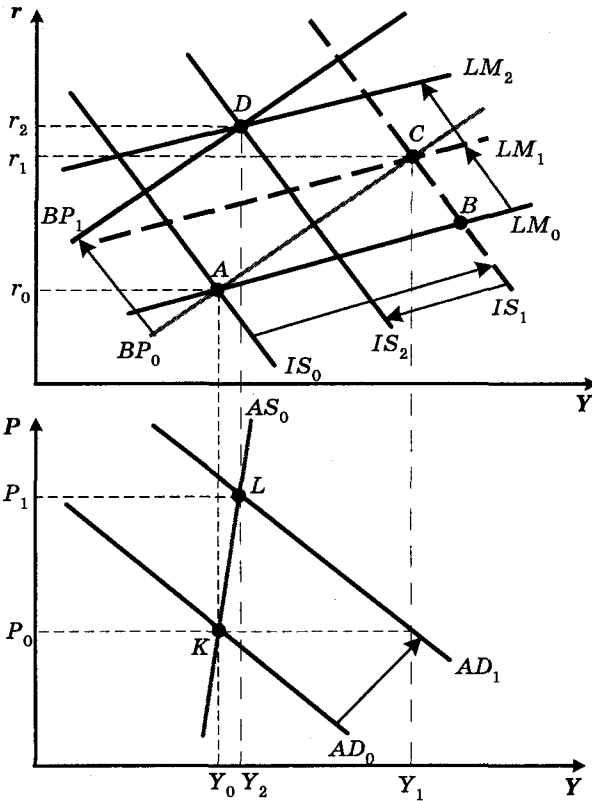


Рис. 9.5. Вплив експансійної фіскальної політики в економіці з гнучким ціноутворенням (фіксований обмінний курс)

Нарешті, підвищення рівня цін збільшує амплітуду необхідного зменшення грошової маси ( $LM_1 \rightarrow LM_2$ ). Порівнюючи з випадком ідеальної цінової еластичності (т. C), у новому стані макроекономічної рівноваги (т. D) зменшується дохід ( $Y_1 \rightarrow Y_2$ ) і підвищується відсоткова ставка ( $r_1 \rightarrow r_2$ ). У підсумку збільшення сукупного попиту ( $AD_0 \rightarrow AD_1$ )<sup>1</sup> веде до незначного збільшення доходу ( $Y_0 \rightarrow Y_2$ ) і відчутного підвищення рівня цін ( $P_0 \rightarrow P_1$ ).

Загалом підвищення цін зменшує привабливість експансійної фіскальної політики тим більше, чим нижчою є цінова еластичність сукупної пропозиції:

<sup>1</sup> Точніше, йдеться про рівнодіну від збільшення витратків бюджету та скорочення грошової маси внаслідок монетарних ефектів платіжного балансу.

$$\frac{dY}{dG} = \frac{k}{(I_r + C_r) \left( CA_Y + \frac{CA_q}{Q_p} \right) + k \left( 1 - C_Y + CA_Y + \frac{CA_q}{Q_p} \right)}. \quad (9.6, a)$$

Для екстремального кейнсіанського випадку ідеальної цінової еластичності сукупної пропозиції вплив збільшення видатків бюджету нічим не відрізняється від передбачень канонічної моделі Манделла — Флемінга (при  $Q_p = \infty$  вираз (9.6, а) стає виразом (8.11, а)). В іншому екстремальному випадку, що характеризується припущенням в дусі класичної школи про нееластичну сукупну пропозицію ( $Q_p = 0$ ), експансійна фіскальна політика не впливає на дохід. Легко переконатися, що у такому разі підвищення відсоткової ставки є максимальним:

$$\frac{dr}{dG} = \frac{CA_Y + \frac{CA_q}{Q_p}}{(C_r + I_r) \left( CA_Y + \frac{CA_q}{Q_p} \right) + k \left( 1 - C_Y + CA_Y + \frac{CA_q}{Q_p} \right)}. \quad (9.6, б)$$

Для  $Q_p = 0$  єдиним наслідком експансійної фіскальної політики стає підвищення  $r$  та “витіснення” приватних інвестицій. Так само для економіки з обмеженою мобільністю капіталу зменшення грошової маси буде помітнішим:

$$\frac{dM}{dG} = \frac{k \left( L_Y + \frac{1}{Q_p} \right) - L_r \left( CA_Y + \frac{CA_q}{Q_p} \right)}{(C_r + I_r) \left( CA_Y + \frac{CA_q}{Q_p} \right) + k \left( 1 - C_Y + CA_Y + \frac{CA_q}{Q_p} \right)}. \quad (9.6, в)$$

Для кейнсіанського припущення про ідеальну цінову еластичність сукупної пропозиції вирази (9.6, б) і (9.6, в) стають виразами (8.11, б) і (8.11, в), відповідно.

Урахування “перегріву” економіки та супутнього підвищення рівня цін має вагомим практичне значення для економічної політики у відкритій економіці. Повертаючись до наведеного вище прикладу Польщі, за умов поступового зниження обмінного курсу експансійне збільшення дефіциту бюджету як засіб нейтралізації наслідків припливу капіталу призвело до “перегріву” економіки, який позначився прискоренням інфляції. Вже зі

середини 1999 р. у Польщі відбувалося поступове зростання споживчих цін, що у 2000 р. перевищило 10 % (у попередньому 1999 р. інфляція становила 7,3 %). Можна вважати, що поєднання надмірного збільшення доходу та прискорення інфляції стало найвагомим чинником збільшення попиту на імпорт. Необхідне скорочення дефіциту бюджету відбувалося зі складнощами. На початку липня 2002 р. подав у відставку міністр фінансів М. Белька (Marek Belka), який відстоював нижчий дефіцит бюджету. Ця звістка відразу ж позначилася знеціненням злотого на 5 %. Новий міністр фінансів Г. Колодко (Grzegorz Kolodko), який вже обіймав цю посаду в 1993—1997 рр., відразу ж запропонував низку експансійних заходів: списання заборгованості, зарахування до витрат заборгованості підприємств-партнерів, надання державних гарантій за кредитами комерційних банків на реструктуризацію великих підприємств (не менше тисячі працюючих), податкові пільги для малих підприємств. В урядових колах переважає думка, що зростанню польської економіки перешкоджають надто високі відсоткові ставки та “міцний” злотий.

Дилема між стимулюванням доходу та інфляцією все більше визначає пріоритети політики обмінного курсу в промислових країнах. У середині 2002 р. знецінення долара розглядалося для американської економіки чинником “набирання обертів після невеликого спаду наприкінці 2001 р.”, проте визнавався зворотний бік “слабкого” долара — можливість прискорення інфляції [40]<sup>1</sup>. Це відбуватиметься попри можливе заміщення товарів іноземного виробництва американською продукцією. Оскільки для такого заміщення потрібен час, імпортери можуть отримати підвищений прибуток на різниці обмінних курсів. Подальше зміцнення євро може мати антиінфляційний вплив, запобігти підвищенню відсоткової ставки і стимулювати внутрішній попит. Натомість у Японії “сильна” єна загрожує рецидивами дефляції і втратою конкурентоспроможності в азійському регіоні, оскільки грошові одиниці Китаю, Гонконгу і Малайзії прикріплено до долара.

У країнах Латинської Америки упродовж 1980-х — першої половини 1990-х років підвищення цін пропорційно повторювало амплітуду знецінення грошової одиниці, проте впродовж останнього часу з’являються свідчення, що у низькоінфляційному середовищі зв’язок істотно слабше. Якщо у Чилі в 1992 р. обмінний курс визначав приблизно 45 % змін індексу

<sup>1</sup> Аргумент виглядає не так переконливо для американських реалій другої половини 1980-х — початку 1990-х років [247, р. 117]. Упродовж 1985—1987 рр. долар знецінився на 50 % стосовно німецької марки і японської єни, проте жодного прискорення інфляції не спостерігалось. Початково це позначилося прискореним зростанням експорту стосовно імпорту, але з початку 1990-х років відчутне знецінення долара не створило очікуваного поліпшення торговельного балансу.

цін, то у 1999 р. — 5 % [228, р. 39—41]. Після девальвації бразильського реала (січень 1999 р.) упродовж майже року не відчувалося прискорення інфляції [229, р. 100]. Такий вислід пояснювався декількома аргументами: невисокою часткою критичного імпорту в промисловому виробництві, добровільним зниженням рентабельності промислових і торговельних компаній, збільшенням виробництва у сільському господарстві та поліпшенням умов торгівлі. Проте восени 1999 р. поновився “звичний” зв’язок: знецінення грошової одиниці вело до підвищення споживчих цін. Це зумовило перехід до зміцнення реала з початку 2000 р. (рис. 9.8, б).

У більш загальному випадку інфляційний вплив девальвації грошової одиниці (англ. *pass-through*) залежить від низки чинників [299, р. 101]:

а) *початкові умови*. У “перегрітій” економіці ( $Y > Y^N$ ) прискорення інфляції повинно бути відчутнішим, оскільки немає можливостей збільшення виробництва (це має антиінфляційну дію через збільшення попиту на гроші). Поширено вважати, що девальвація не повинна супроводжуватися значним підвищенням цін в економіці зі значним безробіттям ( $Y < Y^N$ );

б) *критичне завищення RER*. Якщо девальвація грошової одиниці коригує відхилення RER у бік завищення, це прискорює конвергенцію до рівноважного значення RER і не матиме інфляційної “віддачі”;

б) *відкритість економіки*. У відкритішій економіці прискорення інфляції є відчутнішим, оскільки ціни на більшість товарів визначаються світовим ринком, що веде до їх пропорційного подорожчання у національній грошовій одиниці;

в) *підтримка фіскальною і монетарною політикою*. Супутнє зменшення внутрішньої абсорбції обмежує сукупний попит і запобігає прискоренню інфляції;

г) *часовий горизонт*. У більшості випадків прискорення цін виявляє себе з деяким часовим лагом, однак у доларизованій економіці набагато ймовірніше, що знецінення грошової одиниці практично відразу прискорить інфляцію;

г) *цикл ділової активності*. Інфляційні наслідки девальвації мають бути нижчими під час циклічного спаду виробництва нижче рівноважного значення (реcesія), тоді як протилежне стосується її використання під час циклічного підйому виробництва.

### 9.2.2. Залежність сукупної пропозиції від реального обмінного курсу

У відкритій економіці зі залежністю від критичного імпорту пропозицію робочої сили визначає реальна заробітна плата з урахуванням загального рівня цін  $N_s = N_s(W/J)$ , тоді як попит на неї — у внутрішніх цінах  $N_d = N_d(W/P)$  [267, р. 884]. Поєднуючи попит і пропозицію робочої сили, в дусі теоретичних припущень класичної школи неважко отримати залежність виробництва від RER:

$$Y = Q_q \left( \frac{P}{EP^*} \right), \quad Q_q > 0. \quad (9.7)$$

Нову інтерпретацію експансійної фіскальної політики показано на рис. 9.6. Порівнюючи з гнучким ціноутворенням (рис. 9.5), підвищення RER внаслідок підвищення рівня цін ( $P_0 \rightarrow P_1$ ) стимулює сукупну пропозицію ( $AS_0 \rightarrow AS_1$ ). Це послаблює тенденцію до підвищення рівня цін ( $P_1 \rightarrow P_2$ ), ініційовану попереднім збільшенням сукупного попиту ( $AD_0 \rightarrow AD_1$ ). Поряд з частковим зниженням рівня цін зростає рівноважне значення доходу ( $Y_2 \rightarrow Y_3$ ). У координатах “ $r-Y$ ” помітно, що амплітуда зменшення реальної грошової маси ( $LM_0 \rightarrow LM_3$ ), погіршення платіжного балансу ( $BP_0 \rightarrow BP_2$ ) та рівноваги на ринку товарів і послуг ( $IS_0 \rightarrow IS_3$ ) є меншою, ніж для гнучкого ціноутворення. Таким чином для фіксованого обмінного курсу залежність сукупної пропозиції від RER (рівняння (9.7)) поліпшує наслідки експансійної фіскальної політики, а саме: 1) результуюче підвищення відсоткової ставки є меншим — ( $r_0 \rightarrow r_3$ ) проти ( $r_0 \rightarrow r_2$ ); 2) збільшення доходу є більшим — ( $Y_0 \rightarrow Y_3$ ) проти ( $Y_0 \rightarrow Y_2$ ); 3) зменшення пропозиції грошової маси є менш промовистим — ( $LM_0 \rightarrow LM_3$ ) проти ( $LM_0 \rightarrow LM_2$ ).

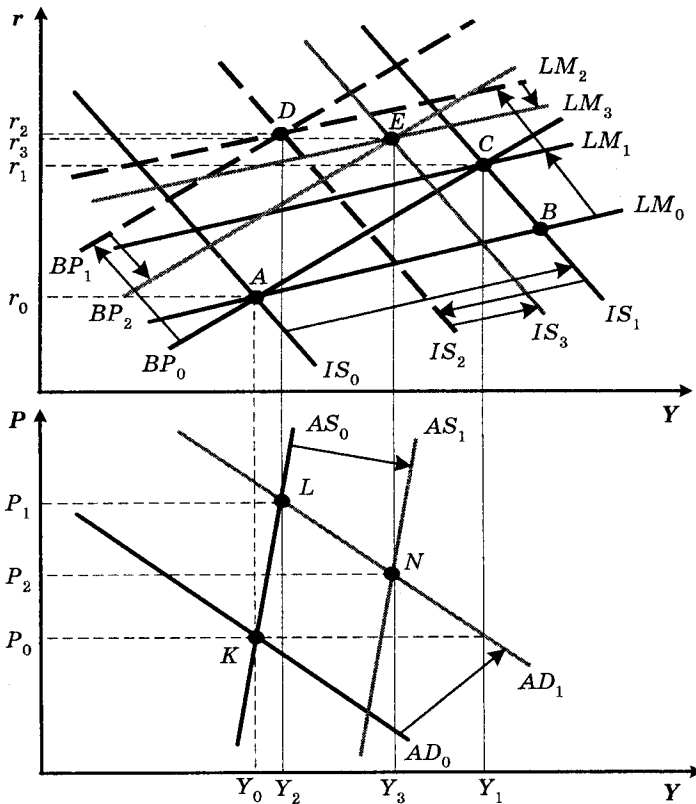


Рис. 9.6. Вплив експансійної фіскальної політики в економіці із залежністю сукупної пропозиції від RER (фіксований обмінний курс)

### 9.3. Девальвація грошової одиниці в економіці із залежністю сукупної пропозиції від реального обмінного курсу

Якщо під час “великої депресії” (1929—1933 рр.) девальвація грошової одиниці стимулювала сукупний попит і обсяги виробництва, то вже після Другої світової війни з’явилося переконання, що наслідки девальвації потрібно розглядати щонайменше для випадку перебування економіки на “природному” рівні<sup>1</sup>. Зрозуміло, що це передбачало помітну інфляційну “віддачу” політики обмінного курсу. Ще песимістичнішими є висновки для випадку залежності виробництва від RER, як це виявилось у багатьох країнах, що розвиваються.

<sup>1</sup> Зокрема, цієї думки дотримувалися спеціалісти МВФ [294, р. 5].

### 9.3.1. Відсутність обмежень платіжного балансу

Для випадку нехтування обмеженнями платіжного балансу розширену модель легко трансформувати у систему з двох рівнянь за допомогою вилучення з моделі Манделла — Флемінга відсоткової ставки та нехтування рівновагою платіжного балансу (рівняння (9.3)). Після цього отримуємо систему з двох рівнянь із двома невідомими —  $Y$  та  $P$  (додаток С). Ця модель отримує класичні риси у тому, що дохід визначено із урахуванням сукупної пропозиції. Разом з тим не втрачено такі кейнсіанські риси, як залежність доходу від пропозиції грошової маси чи урядових видатків.

Девальвація грошової одиниці збільшує сукупний попит ( $AD_0 \rightarrow AD_1$ ) внаслідок поліпшення сальдо поточного рахунку (рис. 9.7).

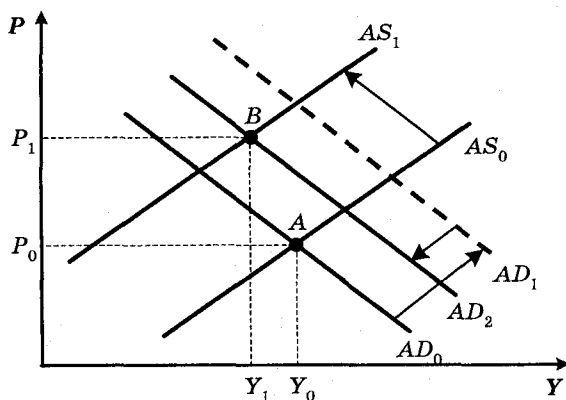


Рис. 9.7. Девальвація грошової одиниці (відсутність обмежень платіжного балансу)

Якщо ефект добробуту в приватному споживанні переважає відповідний ефект у попиті на гроші ( $C_M \rightarrow L_M$ ), то сукупний попит зменшується ( $AD_1 \rightarrow AD_2$ ). Вплив девальвації на сукупну пропозицію є недвозначно рестрикційним ( $AS_0 \rightarrow AS_1$ ). У підсумку дохід зменшується ( $Y_0 \rightarrow Y_1$ ), а рівень цін — зростає ( $P_0 \rightarrow P_1$ ). Несприятливий вплив знецінення грошової одиниці на дохід є найбільш промовистим у разі помітної залежності сукупної пропозиції від RER (високе значення  $Q_q$ )

$$\frac{dY}{dE} = \frac{C_M + (1 - L_M) \frac{C_r + I_r}{L_r}}{1 + CA_Y + \frac{C_r + I_r}{L_r} L_Y - C_Y + \frac{CA_q + C_M + (1 - L_M) \frac{C_r + I_r}{L_r}}{Q_q}} \quad (9.8, a)$$

Інфляційні наслідки девальвації засвідчує відповідний мультиплікатор

$$\frac{dP}{dE} = 1 - \frac{C_M + (1 - L_M) \frac{C_r + I_r}{L_r}}{Q_q \left( 1 + CA_Y + L_Y \frac{C_r + I_r}{L_r} - C_Y \right) + CA_q + C_M + (1 - L_M) \frac{C_r + I_r}{L_r}} \quad (9.8, б)$$

Вплив девальвації грошової одиниці на  $Y$  і  $P$  є симетричним: чим більшою є амплітуда підвищення рівня цін, тим меншим — зниження доходу. Якщо сукупна пропозиція не залежить від RER ( $Q_q = 0$ ), рівень доходу не змінюється, як це передбачають моделі класичної школи. Ефект добробуту послаблює інфляційні наслідки знецінення грошової одиниці через зменшення попиту на ринку товарів і послуг, тоді як слабший попит на гроші має протилежний вплив. Висока залежність сальдо поточного рахунку від доходу і RER, відповідно  $CA_Y$  і  $CA_q$ , недвозначно сприяє підвищенню рівня цін; навпаки, вища залежність приватного споживання від доходу ( $C_Y$ ) обмежує підвищення рівня цін. Подібно впливає висока цінова еластичність сукупної пропозиції.

### 9.3.2. Врахування обмежень платіжного балансу

Враховуючи обмеження платіжного балансу, девальвація грошової одиниці втрачає рестрикційний вплив на дохід, оскільки  $dY/dE = 0$ . Так само не змінюється відсоткова ставка. Інструментальним чинником нейтральності обмінного курсу стосовно доходу і ставки стає підвищення рівня цін, що нівелює наслідки поліпшення сальдо поточного рахунку і збільшення грошової маси. Амплітуда підвищення цін стає пропорційною збільшенню грошової маси:

$$\frac{dP}{dE} = \frac{dM}{dE} = \frac{1}{L_r \Delta} \left\{ k(CA_q + Q_q(1 + CA_Y - C_Y - L_Y C_M)) + (C_r + I_r + L_r C_M)(CA_q + Q_q CA_Y) \right\}, \quad (9.9)$$

де  $\Delta > 0$ .

Безпосередньо після девальвації грошової одиниці поліпшується сальдо поточного рахунку, збільшується пропозиція грошової маси і виникає тенденція до зниження реальної відсоткової ставки і збільшення доходу, як це передбачається для гнучких цін (т. В)<sup>1</sup>. Проте скорочення сукупної

<sup>1</sup> Зрозуміло, що у випадку ідеальної цінової еластичності сукупної пропозиції зазначені сприятливі наслідки будуть промовистішими.



пропозиції позначається подальшим підвищенням цін, яке погіршує сальдо поточного рахунку через несприятливе підвищення RER. Попри збільшення номінальної грошової маси, у реальному вимірі пропозиція грошової маси не змінюється. У підсумку економіка повертається до попереднього стану макроекономічної рівноваги. Єдиним наслідком девальвації грошової одиниці стає підвищення рівня цін.

## 9.4. Емпіричні результати

Подану в розділі 5 характеристику наслідків девальвації для Мексики, Бразилії та Чехії доповнено аналізом динаміки доходу. Девальвація мексиканського песо позначилася глибоким спадом виробництва у 1995 р., але ненадовго (рис. 9.8, *a*). З початку 1998 р. побоювання погіршення платіжного балансу зумовили знецінення песо, проте це не запобігло сповільненню динаміки промислового виробництва. Навпаки, з початку 2000 р. зміцнення песо виглядає чинником стимулювання промислового виробництва. Проте у 2001 р. виразний спад виробництва спостерігається на тлі стабільності обмінного курсу песо. Враховуючи динаміку торговельного балансу (рис. 5.11), справді виникає враження, що девальвація песо асиметрично впливає на показники внутрішньої і зовнішньої рівноваги (рис. 6.4). У 1996 р. торговельний баланс залишався додатним, проте з другої половини 1997 р. додатний темп зростання ВВП спостерігається на тлі погіршення сальдо експорту-імпорту.

Візуальне враження повністю відповідає емпіричним результатам

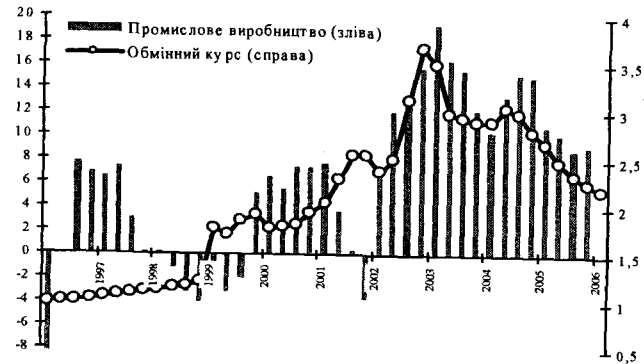
$$\begin{aligned}
 ind_t = & 0,258ind_{t-1} & -0,057e_t & +0,196cpi_{t-1} & -0,035trade_{t-1}, \\
 & (2,372^{**}) & (-2,189^{**}) & (4,238^*) & (-3,989^*) \\
 R^2 = & 0,43, & DW = 2,01, & ADF = -4,54^*, & 
 \end{aligned} \tag{9.10}$$

$$\begin{aligned}
 trade_t = & -4,070ind_{t-1} & +1,853e_t & +0,247r_{t-1}^{US}, \\
 & (-3,508^*) & (5,793^*) & (3,359^*) \\
 R^2 = & 0,39, & DW = 2,35, & ADF = -4,76^*, & 
 \end{aligned} \tag{9.11}$$

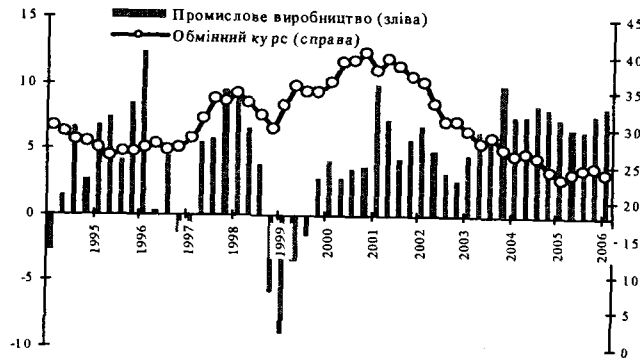
де  $ind_t$  — промислове виробництво (індекс, 1995 = 100),  $e_t$  — номінальний обмінний курс (песо/дол.),  $cpi_t$  — споживчі ціни (індекс, 1995 = 100),  $trade_t$  — торговельний баланс (% від ВВП),  $Z_t^{us}$  — вартість кредитних ресурсів грошового ринку в США.



а



б



в

Рис. 9.8. Динаміка промислового виробництва (%) і обмінного курсу: а — Мексика, 1993—2006 рр.; б — Бразилія; в — Чехія

Джерело: IMF International Financial Statistics

Перші різниці логарифмів квартальних показників за 1989—2005 рр. брались з *International Financial Statistics*. Статистичні характеристики оцінених рівнянь є цілком надійними (подібно це стосується результатів для Бразилії та Чехії). Девальвація песо поліпшує торговельний баланс, але знижує обсяги промислового виробництва, що відповідає припущенню про залежність сукупної пропозиції від RER і не суперечить іншим оцінкам (розділ 6). Інфляція стимулює промислове виробництво, а поліпшення торговельного балансу має протилежний вплив (з лагом у квартал). Пожвавлення виробництва погіршує торговельний баланс, що загалом відповідає специфікації поточного рахунку в моделі IS—LM—BP. Важче пояснити пряму залежність торговельного балансу від підвищення відсоткової ставки у США, адже погіршення рахунку капіталу внаслідок різниці ставок має поліпшити торговельний баланс.

Девальвації бразильського реала (рис. 9.8, б) передував майже річний спад промислового виробництва, проте відразу ж після неї очікуваного збільшення виробництва не відбулося. Економічне зростання почалося лише восени 1999 р. і тривало приблизно до середини 2001 р. Варто зауважити, що у 2001 р. відчутне знецінення реала не поліпшило динаміку промислового виробництва. Навпаки, у IV кварталі 2001 р. обсяги виробництва зменшилися на 3,7 %. Візуально виглядає, що обмінний курс принаймні не поліпшує динаміку доходу, хоча сприятливий вплив на торговельний баланс (див. рис. 5.12) не викликає сумніву. Емпіричні результати підтверджують таке враження

$$\begin{aligned} ind_t = & -0,025e_t + 0,007ind_t^{US} + 0,042cpi_{t-1}, \\ & (-1,136) \quad (2,189^{**}) \quad (1,873^{***}) \\ R^2 = & 0,43, \quad DW = 2,01, \quad ADF = -3,74^*, \end{aligned} \quad (9.12)$$

$$\begin{aligned} trade_t = & -19,037ind_{t-1} + 1,233e_t, \\ & (-5,051^*) \quad (2,224^*) \\ R^2 = & 0,36, \quad DW = 1,82, \quad ADF = -4,45^*, \end{aligned} \quad (9.13)$$

де  $ind_t^{us}$  — промислове виробництво в США (індекс, 2000 = 100). Решту позначень збережено (зрозуміло, що тепер вони стосуються іншої економіки — бразильської).

Подібно до Мексики, сприятливим для промислового виробництва стає прискорення інфляції. Так само пожвавлення виробництва погіршує торговельний баланс. Ефект “локомотива” стверджується сприятливою залежністю промислового виробництва від аналогічного показника американської економіки, але відповідний коефіцієнт є невисоким.

У Чехії до 2003 р. динаміка промислового виробництва повторює траєкторію обмінного курсу, хоча останнім часом зміцнення крони не перешкоджає економічному зростанню (рис. 9.8, в). Девальвація крони (травень 1997 р.) супроводжувалася пожвавленням виробництва, яке трансформувалося у його спад наприкінці 1998 р. — на початку 1999 р. — в унісон із локальним зміцненням крони. Загалом виникає враження, що економіка Чехії відповідає стилізованим кейнсіанським припущенням про стимулюючий вплив девальвації грошової одиниці.

Справді, емпіричні оцінки виявляють пряму залежність між обмінним курсом і промисловим виробництвом, але немає впливу на торговельний баланс

$$\begin{aligned} ind_t = & 1,033ind_t^{GER} + 0,142e_t + 0,008trade_{t-1}, \\ & (25,616^*) \quad (2,579^{**}) \quad (4,401^*) \\ R^2 = & 0,27, \quad DW = 2,03, \quad ADF = -2,88^{**}, \end{aligned} \quad (9.14)$$

$$\begin{aligned} trade_t = & 20,592ind_{t-3} + 4,755e_t + 0,167bd, \\ & (1,918^{***}) \quad (0,880) \quad (2,257^{**}) \\ R^2 = & 0,08, \quad DW = 1,95, \quad ADF = -3,19^{**}, \end{aligned} \quad (9.15)$$

де  $ind_t^{GER}$  — промислове виробництво у Німеччині (індекс, 2000 = 100).

Динаміка промислового виробництва у Чехії практично ідеально повторює зміни промислового виробництва у Німеччині. Поліпшення торговельного балансу виявилось сприятливим для промислового виробництва, тоді як пожвавлення виробництва поліпшує торговельний баланс. Таким чином можна стверджувати про сприятливе “правило 45”. Повертаючись до проблеми “подвійного дефіциту” (розділи 3 і 4), у Чехії поліпшення сальдо бюджету недвозначно поліпшує торговельний баланс (брак відповідних даних не дозволив протестувати вплив сальдо бюджету для Мексики і Бразилії). Отриманий результат посилює твердження, що справжньою причиною девальвації чеської крони був саме дефіцит бюджету як першопричина дефіциту торговельного балансу, а не напівміфічне “завищення” обмінного курсу. Своєчасне поліпшення фіскальних показників у 1995—1996 рр. мало б з певністю вирівняти торговельний баланс і запобігти знеціненню грошової одиниці. Опосередковано такий висновок підтримує корекція обмінного курсу в бік підвищення відразу ж після девальвації крони (рис. 9.8, в).

## 9.5. Вплив інструментів девальвації на динаміку реального обмінного курсу

Нижче проілюстровано використання лог-лінійної IS—LM—BP моделі із залежністю сукупної пропозиції від реальної грошової маси і RER для теоретичного обґрунтування й емпіричного тестування придатності інструментів знецінення грошової одиниці для зниження RER, що актуально для плаваючого обмінного курсу. В підрозділі 9.6 розглянута модель буде використано для теоретичної інтерпретації припущень фіксованого обмінного курсу.

### 9.5.1. Теоретична модель

З урахуванням функціональних залежностей сукупної пропозиції у лінійному вигляді розширення моделі IS—LM—BP можна переписати

$$y_t = a_1(m_t - p_t) - a_2q_t + u_t, \quad (9.16)$$

$$q_t = e_t + p_t^* - p_t, \quad (9.17)$$

$$y_t = b_1(m_t - j_t) + b_2q_t + b_3g_t - b_4y_t + \varepsilon_t, \quad (9.18)$$

$$j_t = \gamma p_t + (1 - \gamma)(e_t + p_t^*), \quad (9.19)$$

$$m_t - p_t = c_1y_t - c_2r_t, \quad (9.20)$$

$$m_t \equiv g_t + cr_t + (1 - s)ef_t - gb_t, \quad (9.21)$$

$$b_2q_t - b_4y_t + k(r_t - r_t^* - \psi) = sef_t, \quad (9.22)$$

де  $y_t$  — дохід;  $m_t$  — пропозиція грошової маси;  $g_t$  — дефіцит бюджету;  $e_t$  і  $q_t$  — номінальний і реальний обмінні курси;  $u_t$  і  $\varepsilon_t$  — макроекономічні шоки сукупної пропозиції і сукупного попиту;  $\psi$  — інвестиційний ризик;  $f_t$  — сальдо платіжного балансу (= валютні резерви);  $cr_t$  — кредити комерційних банків;  $gb_t$  — урядові облігації (позначення для інших змінних збережено).

Сукупну пропозицію  $y_t$  збільшують реальна грошова маса ( $m_t - p_t$ ) та підвищення RER (рівняння (9.16)). Обидва припущення є реалістичними для української економіки, враховуючи обмежені можливості залучення капіталу на фінансовому ринку та залежність від критичного імпорту чинників виробництва. Додатково на обсяги виробництва впливають макроекономічні шоки  $u_t$ . Реальний обмінний курс  $q_t$  визначено на основі ПКС (рівняння (9.17)). Рівняння (9.18) показує пряму залежність сукупного

попиту від реальної грошової маси ( $m_t - j_t$ ) (ефект добробуту), RER, дефіциту бюджету і макроекономічних шоків ( $\varepsilon_t$ ). Також враховано обернену залежність сальдо поточного рахунку як складової сукупного попиту від доходу. Загальний рівень цін  $j_t$  залежить від внутрішніх цін та вартості товарів імпорту, де  $\gamma$  — ваговий коефіцієнт (рівняння (9.19)). У рівнянні (9.20) визначено пропозицію грошової маси і попит на гроші. Докладніше структуру пропозиції грошової маси  $m_t$  подано у рівнянні (9.21). При повній стерилізації монетарних ефектів ( $s = 1$ ) сальдо платіжного балансу  $ef_t$  не впливає на пропозицію грошової маси  $m_t$ . У рівнянні (9.22) подано умову рівноваги двох рахунків платіжного балансу: 1) поточного та 2) капіталу і фінансових операцій. При цьому додатне сальдо платіжного балансу  $ef_t$  означає як чистий приплив капіталу, так і збільшення валютних резервів (у національній грошовій одиниці).

## 9.5.2. Розв'язок моделі

Припускаючи стабільність доходу ( $y = \text{const}$ ) і нехтуючи рівновагою грошового ринку (рівняння (9.20)), для умов плаваючого обмінного курсу одночасний розв'язок для  $e_t$  і  $q_t$  забезпечують рівняння (9.16), (9.18) і (9.22). Після необхідних підстановок отримуємо:

$$e_t = m_t - p_t^* - \alpha_1(r_t - r_t^*) + \alpha_2 g_t - \alpha_3 u_t + \alpha_4 \varepsilon_t, \quad (9.23)$$

$$q_t = -\beta_1(r_t - r_t^* - \psi) - \beta_2 g_t + \beta_3 u_t - \beta_4 \varepsilon_t, \quad (9.24)$$

де

$$\begin{aligned} \alpha_1 &= k(\gamma b_1 + b_2 + (1 + b_4)(a_2 - a_1)) / \Delta; & \alpha_2 &= b_3(b_2 + b_4(a_2 - a_1)) / \Delta; \\ \alpha_3 &= (b_2 - \gamma b_1 b_4) / \Delta; & \alpha_4 &= (b_2 + b_4(a_2 - a_1)) / \Delta; \\ \beta_1 &= k(b_1 - a_1(1 + b_4)) / \Delta; & \beta_2 &= a_1 b_3 b_4 / \Delta; \\ \beta_3 &= b_1 b_4 / \Delta; & \beta_4 &= a_1 b_4 / \Delta, \end{aligned}$$

а визначник матриці коефіцієнтів становить  $\Delta = b_1(b_2 + a_2 b_4) - a_1(b_2 + (1 - \gamma)b_1 b_4)$ .

Знаки більшості коефіцієнтів стають недвозначними при підвищеній залежності від реальної грошової маси сукупного попиту порівняно зі сукупною пропозицією ( $b_1 > a_1$ ). При цьому  $\Delta > 0$ , що робить вплив інструментів економічної політики та макроекономічних шоків близьким до стандартного “підручничкового” варіанту. Так, технологічні інновації ( $u_t > 0$ ) знижують RER через антиінфляційну дію збільшення обсягів виробництва, попри ймовірне знецінення  $e_t$ . Збільшення сукупного попиту ( $\varepsilon_t > 0$ ), навпаки, підвищує RER і знецінює грошову одиницю. Виходячи з впливу RER, можна стверджувати про поліпшення сальдо платіжного балансу

в першому випадку та його погіршення — у другому випадку. Збільшення грошової маси пропорційно знижує номінальний обмінний курс, не впливаючи на значення RER. Подібно RER є нейтральним до зміни рівня цін  $p_t^*$  завдяки обернено пропорційним змінам номінального обмінного курсу. Скорочення дефіциту бюджету ( $g_t < 0$ ) дозволяє як знизити RER, так і зміцнити грошову одиницю. Екзогенний характер відмінностей у рівнях відсоткової ставки ( $r_t - r_t^* - \psi$ ) найлегше пояснити нерозвиненим фінансовим ринком та значною премією від ризику, що перешкоджає визначенню ставки рівновагою пропозиції грошової маси і попиту на гроші. З іншого боку, ліберальне регулювання створює стимули для спекулятивних потоків капіталу, що можуть істотно впливати на динаміку номінального і реального обмінних курсів.

### 9.5.3. Емпіричні результати

Для економетричного оцінювання використовувалися квартальні дані за період 1993—1997 рр. Більшість показників отримано з *матеріалів Державного комітету України*. Пропозицію грошової маси  $m_t$  визначено грошовим агрегатом M2 (з урахуванням зі строкових депозитів у іноземній валюті). Номінальний обмінний курс  $e_t$  включає курс аукціонів НБУ (січень—листопад 1993 р.), курс обмежених аукціонів НБУ (лютий—серпень 1994 р.) і курс УМВБ — із жовтня 1994 р. Дефіцит бюджету  $g_t$  враховує кошти Пенсійного фонду. Рівень цін  $p_t^*$  характеризується відносним рівнем цін Росія/Україна  $rusp_t$ . Відмінності у рівнях відсоткової ставки ( $r_t - r_t^*$ ) визначено різницею реальних відсоткових ставок за кредитами комерційних банків у Росії і Україні. Показник  $q_t$  розраховано на основі середньозважених арифметичних значень обмінного курсу української грошової одиниці до долара США і російського рубля з ваговими коефіцієнтами 0,8 і 0,2 відповідно. Для забезпечення стаціонарності вихідних даних усі змінні (окрім відсоткової ставки) використано у вигляді перших різниць:  $x_t = \ln X_t - \ln X_{t-1}$ .

Після оцінювання системи рівнянь (9.23)—(9.24) методом 2SLS з інструментальними змінними отримано такі результати:

$$\begin{aligned}
 e_t = & -0,053 & + & 0,429m_t & + & 0,161m_{t-1} & - & 0,007g_t & - \\
 & (-2,190^{**}) & & (7,502^*) & & (1,273) & & (-1,910^{***}) \\
 & - 0,840rusp_t & - & 0,008(r_t - r_t^*); \\
 & (-6,260^*) & & (-6,542^*) & & & & \\
 R^2 = & 0,97, & & DW = 2,79, & & ADF = -3,87^{**}; & & 
 \end{aligned}
 \tag{9.25}$$

$$\begin{aligned}
 q_t = & -0,026 & + & 0,663m_t & - & 0,288m_{t-1} & - & 0,007g_t & + \\
 & (-1,043) & & (11,223^*) & & (-2,192^{**}) & & (-1,915^{***}) \\
 & + & 0,327rusp_t & - & 0,002(r_t - r_t^*); \\
 & (2,368^{**}) & & (-2,289^{**}) & & & & & (9.26) \\
 R^2 = & 0,86, & & DW = & 2,13, & & ADF = & -4,70^*.
 \end{aligned}$$

Статистична значущість більшості коефіцієнтів та прийнятні статистичні характеристики регресійних рівнянь (9.25) і (9.26) дозволяють предметний аналіз отриманих результатів. У обох випадках скоригований коефіцієнт детермінації  $R^2$  свідчить про досить сильний зв'язок між факторами та результатом, а за  $F$ -критерієм Фішера обидва регресійних рівняння є значущими на рівні 1 %. Щоправда, статистика DW засвідчує деяку автокореляцію залишків у рівнянні (9.25), однак результати тесту ADF заперечують гіпотезу про нестационарність залишків рівнянь (9.25) і (9.26) зі значущістю не нижче 5 %.

Вплив збільшення грошової маси на номінальний обмінний курс (рівняння (9.25)) є близьким до теоретично очікуваного. Коефіцієнт при  $m_t$  є меншим від 1, але статистично значущим і доволі високим. З часом вплив монетарного чинника на обмінний курс швидко зменшується, що засвідчує величина і брак статистичної значущості коефіцієнта при  $m_{t-1}$ . Слабший, ніж очікується теоретично, зв'язок між монетарним агрегатом  $M2$  і обмінним курсом можна пояснити невисокою залежністю імпорту від доходу ( $b_4$ ) і, навпаки, високою залежністю експорту від RER ( $b_2$ ).

Дещо несподівано збільшення грошової маси знижує RER (рівняння (9.25)). Брак очікуваної нейтральності монетарної політики у доларизованій економіці найлегше пояснити недостатньою гнучкістю цін у короткочасному плані, а саме: деяким "запізненням" агентів ринку при визначенні цін на основі доларового еквівалента (певні підстави для цього могло створювати адміністративне регулювання цін). У віддаленішій перспективі інфляційна "віддача" монетарної експансії стає незаперечною. З урахуванням двох кварталів сумарний коефіцієнт залежності RER від пропозиції грошової маси є майже вдвічі нижчим від аналогічного показника для номінального обмінного курсу. Це означає, що короткочасне зниження RER відбувається коштом майбутнього прискореного знецінення грошової одиниці.

Збільшення різниці між рівнями цін в Росії та Україні ( $rusp_t > 0$ ) підвищує обмінний курс української грошової одиниці. Вплив  $rusp_t$  на RER теж заперечує логіку моделі (9.16)—(9.22), хоча й має інтуїтивно зрозумілий



зміст: нижча від теоретично передбачуваної, залежність номінального обмінного курсу від зміни рівня цін країн — торговельних партнерів залишає простір для відповідної корекції RER. Практично немає підстав говорити про “імпорт” інфляції з Росії для умов плаваючого обмінного курсу (інакше коефіцієнт при  $rusr_t$  мав би від’ємний знак).

Попри обмежений вплив відсоткової ставки на рівновагу товарного і грошового ринків в українській економіці, теоретично цей показник може відігравати помітну роль у формуванні номінального обмінного курсу через стимулювання потоків капіталу. Невисокі коефіцієнти для різниці відсоткових ставок у регресійних рівняннях (9.25) і (9.26) засвідчують брак істотного впливу на динаміку номінального і реального обмінних курсів. Проте варто зауважити, що абсолютні значення коефіцієнтів при  $r_t - r_t^*$  узгоджуються з теоретично визначеними співвідношеннями з рівнянь (9.23) і (9.24). Для високих значень  $a_2$  і  $b_2$  справджується  $\alpha_1 > \beta_1$ , що засвідчує підвищену чутливість номінального обмінного курсу до потоків капіталу порівняно з RER (зміни у рівні цін лише частково повторюють амплітуду коливань обмінного курсу).

Підвищення обмінного курсу внаслідок погіршення фіскальних показників може пояснюватися високою залежністю сукупної пропозиції від реальної грошової маси, тоді як обернений зв’язок між дефіцитом бюджету і RER не залежить від структурних характеристик. Варто зауважити, що одночасне підвищення номінального і реального обмінних курсів передбачається моделлю Манделла — Флемінга для випадку ідеальної мобільності капіталу.

## 9.6. Приплив капіталу в економіку із залежністю сукупної пропозиції від реального обмінного курсу та пропозиції грошової маси

Логіку моделі (9.16)—(9.22) можна використати для ілюстрації наслідків припливу капіталу в українську економіку та пов’язаної з цим теоретичної дискусії.

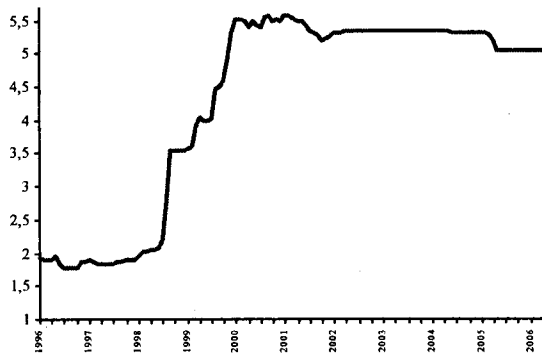
### 9.6.1. Інтерпретація припливу капіталу

Для конкретних умов 1996—1997 рр. приплив капіталу можна розглядати наслідком зменшення премії від ризику  $\psi$  — це природно для ситуації після проведення грошової реформи. Інші “стилізовані” факти є такими:

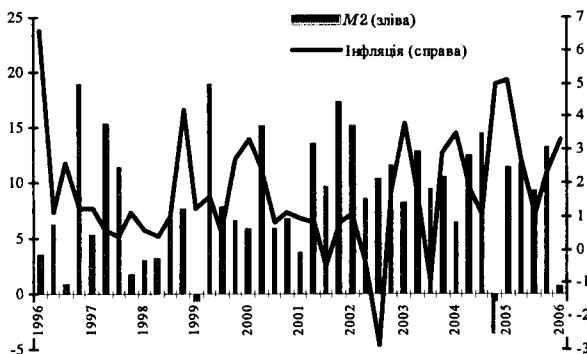
— приплив капіталу використовувався переважно для придбання ОВДП;

— упродовж 1997—1998 рр. НБУ підтримував *de facto* стабільність обмінного курсу гривні (рис. 9.9, а). Надалі траєкторія обмінного курсу нагадує фіксований обмінний курс з міні-девальваціями. До початку 2000 р. періоди короткочасної (до декількох місяців) стабільності обмінного курсу змінювалися несподіваним (без попереднього оголошення) переходом до нижчого рівноважного значення;

— приплив капіталу не стерилізувався повністю, що призвело до помітної нестабільності пропозиції грошової маси (рис. 9.9, б).



а



б

Рис. 9.9. Україна: монетарні показники, 1996—2006 рр.: а — обмінний курс (грн/дол.); б — інфляція і грошовий агрегат M2 (%)

Джерело: IMF *International Financial Statistics*

З кінця 1996 р. щоквартальне збільшення пропозиції грошової маси у поєднанні з гальмуванням інфляції створило аргументи на користь послаблення монетарної політики. Виникла відома структуралістська аргументація: збільшення грошової маси необхідно для подолання спаду виробництва; наступне підвищення попиту на гроші створює підстави для надійного гальмування інфляції. Набрала обертів критика ліберальної моделі “ринкового блицкригу”, що практикувалася із жовтня 1994 р. [56, с. 11].

Численні автори стверджували про “кредитно-грошовий зашморг”, створений “політикою дорогих грошей” НБУ, “загострення дефіциту грошей у силу зростання цін”, дошкульний “грошовий голод”<sup>1</sup>. З нестачею грошової маси пов’язувався невисокий рівень монетизації української економіки, штучні неплатежі та бартеризація. Відсутність обігових коштів як наслідок рестрикційної монетарної політики розглядалася найвагомішою передумовою поширення бартеру, обсяги якого впродовж 1995—1999 рр. зросли вдвічі. Натуралізація господарських зв’язків бачилася (цього разу цілком справедливо) причиною деградації банківської системи, криміналізації і тінізації економіки.

На підставі логіки стимулювання платоспроможного попиту робилися висновки, що “економічне зростання не може початися навіть при нульовій інфляції”. Доцільність експансійної монетарної політики підтримувалася аргументами про “величезний резерв потужностей” для виробництва конкурентноздатної продукції і значну кількість кваліфікованих працівників. Однорічні монетаристські підходи до стабілізації економіки і зміцнення грошової одиниці розглядалися причиною загострення кризи платежів, спаду виробництва, зменшення платоспроможного попиту та посилення кризи збуту. Безапеляційно стверджувалося, що в Україні жорстка монетарна політика проводиться “без урахування загальних економічних умов на шкоду економічному зростанню”, дорогі кредити “перекрили кисень” для розвитку реального сектора економіки, спричинили “грошовий голод” і “знекровлення економіки”, зі створенням безгрошового господарства та поверненням до “первісних форм обміну”.

Системний виклад критичних зауважень та структуралістських пропозицій зроблено відомим політиком Є. Марчуком. У структуралістському дусі робився висновок, що “без оживлення платоспроможного попиту підприємств (незалежно від форм власності) і купівельної спроможності населення якісь серйозні покращення чи якісні зрушення у вітчизняній економіці неможливі” [56, с. 31]. Пропонувалося провести помірну, керо-

<sup>1</sup> Критичний огляд різноманітних оцінок монетарної ситуації зроблено В. Шевчуком [97, с. 365—375], де можна простежити авторство наведених цитат.

вану емісію задля фінансування виробничих галузей із найшвидшим оборотом капіталу (легкої, харчової і переробної промисловості), створення реального інвестиційного ресурсу та відчутної підтримки аграрного сектора економіки [56, с. 14]. Висловлювалася думка, що страшна не емісія сама по собі, а те, куди спрямовується грошова маса і яким чином використовується [56, с. 36]. Ставилося завдання заміни зовнішніх та внутрішніх запозичень механічною монетизацією дефіциту бюджету [56, с. 13]. Висловлювалися побоювання щодо “штучної ревальвованості” гривні та браку реального і кваліфікованого контролю за діяльністю НБУ [56, с. 17—18]. Певним дисонансом з традиційною структуралістською програмою звучала хіба що підтримка девальвації грошової одиниці; на додаток до здешевлення внутрішнього боргу, стимулювання експорту і зменшення імпорту, це розглядалося засобом знецінення фіктивного капіталу, нарощеного на вторинному ринку цінних паперів [56, с. 19].

Вже після виникнення фінансової кризи (серпень—вересень 1998 р.) з’явилося достатньо цікаве трактування процесу обслуговування зовнішнього боргу як “макроекономічного нонсенсу” [56, с. 15], яке цілком відповідає аргументам латиноамериканських структуралістів 1960—1980-х років. Послідовність аргументів була такою: припустімо, що у серпні 1998 р. Україна мала виплатити 450 млн дол. зовнішнього боргу. Для цього Міністерство фінансів емітувало ОВДП на 850 млн грн, які в один день викупив НБУ за “створені з повітря кошти”. Таким чином уряд позичив державні кошти під 70 % річних, щоб купити в НБУ долари (котрі були придбані Національним банком за емісійні кошти) і віддати позичений під 13,6 % річних зовнішній борг. Наголошувалося, що впродовж року ці позичені долари відразу ж повернулися до країн-донорів у вигляді сплати за “низькоякісний другосортний ширвжиток”, котрий за інших умов було б з тим самим успіхом вироблено на вітчизняних підприємствах.

Нонсенс вбачався у створенні НБУ грошей “з повітря” під час емісії, позичанні їх уряду, отриманні позики з відсотками і черговому “пусканні коштів на вітер”. Ставилося риторичне запитання: кому належать гроші, котрі НБУ позичає державі? Відповіддю стала пропозиція зарахування сеньйоражу в дохід бюджету [56, с. 16]. Для серйознішого аналізу можуть стати у пригоді наведені нижче теоретичні та економетричні аргументи.

## СТРУКТУРАЛІЗМ

Ідеологи структуралізму, що виник у 1950-х роках у Латинській Америці, заперечували теоретичні аргументи монетаризму про безпосередній зв'язок між пропозицією грошової маси та інфляцією і виробили альтернативний погляд на проведення економічної політики у нестабільному середовищі країн "третього світу". Грошова маса розглядалася щонайбільше "наближеною" характеристикою інфляції. Фундаментальною причиною підвищення цін розглядалася фрагментація окремих ринків, що вело до автономного визначення попиту і пропозиції, а відповідно — відносних цін [155, р. 163]. Окремі ринки характеризувалися невисокою ціновою еластичністю сукупної пропозиції та відсутністю диверсифікованих зв'язків з іншими секторами економіки. Приймалося, що антиінфляційне обмеження попиту призводить до цілком протилежного наслідку — підвищення цін, тоді як під впливом гальмування інфляції не відбувається збільшення виробництва. Зазначені міркування значною мірою стверджуються наведеними вище емпіричними оцінками.

Прихильники структуралізму не вважали інфляцію економічним лихом і критикували будь-які обмеження пропозиції грошової маси у монетаристському дусі. Замість рестрикційної монетарної політики для зниження інфляції до поміркованих значень (у межах 15—20 % річних) пропонувалося адміністративне заморожування цін і заробітної плати, а також запровадження фіксованого обмінного курсу.

У структуралізмі визнавалося, що проведення антиінфляційної політики ускладнюється боротьбою різноманітних економічних груп за перерозподіл доходу [142, р. 140—142, 146—150]. Добре організовані у профспілкових лавах робітники протестують проти кожного підвищення цін, в тому числі з наслідками девальвації грошової одиниці. Монополізм виробників дозволяє перекласти підвищення собівартості на споживачів. Потужні фінансово-промислові групи намагаються впливати на політичні процеси, щоб мінімізувати втрати від несприятливих змін в економічній політиці, спрямованих на підвищення конкурентності економічного середовища.

Переважаючі ідеологи структуралізму сповідували ліві погляди на економічний розвиток. Справедливий перерозподіл доходу за допомогою активного державного втручання розглядався необхідною передумовою економічного зростання. Теоретики структуралізму підтримували поглиблення політики ISI.

### 9.6.2. Розв'язок моделі

Модель (9.16)—(9.22) можна використати у дещо іншому теоретичному контексті, ніж це зроблено у підрозділі 9.5. По-перше, врахування рівноваги грошового ринку (рівняння (9.22)) веде до визнання відсоткової ставки залежною змінною. По-друге, можна послабити обмеження на стабільність доходу. Таким чином, на основі моделі (9.16)—(9.22) виникає система 4-х рівнянь з чотирма невідомими. Для плаваючого обмінного курсу залежними змінними є  $y_t$ ,  $r_t$ ,  $e_t$  і  $p_t$ , а для фіксованого обмінного курсу — змінні  $y_t$ ,  $r_t$ ,  $m_t$ ,  $p_t$ .

У наведеному вигляді розв'язок системи рівнянь становить:

$$y_t = \alpha_0 + \alpha_1 g_t + \alpha_2 (e_t + p_t^*) + \alpha_3 (r^* + \psi) + \alpha_4 u_t + \alpha_5 \varepsilon_t, \quad (9.27)$$

$$p_t = \beta_0 + \beta_1 g_t + \beta_2 (e_t + p_t^*) + \beta_3 (r^* + \psi) + \beta_4 u_t + \beta_5 \varepsilon_t, \quad (9.28)$$

$$r_t = \delta_0 + \delta_1 g_t + \delta_2 (e_t + p_t^*) + \delta_3 (r^* + \psi) + \delta_4 u_t + \delta_5 \varepsilon_t, \quad (9.29)$$

$$m_t = \eta_0 + \eta_1 g_t + \eta_2 (e_t + p_t^*) + \eta_3 (r^* + \psi) + \eta_4 u_t + \eta_5 \varepsilon_t, \quad (9.30)$$

де

$$\alpha_1 = b_3 (ka_2 - a_1 b_2 c_2) / \Delta;$$

$$\alpha_2 = 0;$$

$$\alpha_3 = kc_2 ((1 - \gamma)a_1 b_1 - a_1 b_2 - a_2 b_1) / \Delta;$$

$$\alpha_4 = (k(b_2 - (1 - \gamma)b_1) + b_1 b_2 c_2) / \Delta;$$

$$\alpha_5 = (ka_2 - a_1 b_2 c_2) / \Delta;$$

$$\beta_1 = b_3 (k(1 - c_1 a_1) + a_1 b_4 c_2) / \Delta;$$

$$\beta_2 = \eta_2 = [k(a_2(1 + b_4 - b_1 c_1) + (1 - a_1 c_1)(b_2 - (1 - \gamma)b_1)) + c_2(b_2(b_1 - a_1) + b_1 b_4(a_2 - (1 - \gamma)a_1))] / \Delta;$$

$$\beta_3 = kc_2(a_1(1 + b_4) - b_1) / \Delta;$$

$$\beta_4 = -(k(1 + b_4 - b_1 c_1) + b_1 b_4 c_2) / \Delta;$$

$$\beta_5 = (k(1 - a_1 c_1) + a_1 b_4 c_2) / \Delta;$$

$$\delta_1 = b_3 ((1 - c_1 a_1)b_2 + a_2 b_4) / \Delta;$$

$$\delta_2 = 0;$$

$$\delta_3 = k((1 - a_1 c_1)(b_2 - (1 - \gamma)b_1) + (1 + b_4 - b_1 c_1)a_2) / \Delta;$$

$$\delta_4 = -((1 - b_1 c_1) b_2 + (1 - \gamma) b_1 b_4) / \Delta;$$

$$\delta_5 = ((1 - a_1 c_1) b_2 + a_2 b_4) / \Delta;$$

$$\eta_1 = b_3 (k(1 - c_1 (a_1 - a_2)) + c_2 (b_4 (a_1 - a_2) - b_2)) / \Delta;$$

$$\eta_3 = -k c_2 [b_2 + \gamma b_1 - (1 + b_4) (a_1 - a_2)] / \Delta;$$

$$\eta_4 = (c_2 (b_2 - \gamma b_1 b_4) - k(1 + b_4 - c_1 (b_2 + \gamma b_1))) / \Delta;$$

$$\eta_5 = (k(1 - c_1 (a_1 - a_2)) - c_2 (b_2 - b_4 (a_1 - a_2))) / \Delta,$$

а визначник матриці коефіцієнтів системи рівнянь становить  $\Delta = c_2 [b_2 (b_1 - a_1) - b_1 b_4 (a_1 (1 - \gamma) - a_2)] + k[(1 - c_1 a_1) (b_2 - (1 - \gamma) b_1) + a_2 (1 + b_4 - c_1 b_1)]$ . Якщо  $b_1 > a_1$ , для достатньо високих значень  $\gamma$  визначник  $\Delta$  стає додатним.

Дефіцит бюджету  $g_t$  стимулює дохід за умов високої мобільності капіталу, що повністю відповідає канонічній моделі Манделла — Флемінга. Водночас це підвищує рівень цін та відсоткову ставку. Вплив на грошову масу залежить від мобільності капіталу та інших структурних характеристик. Збільшення пропозиції грошової маси можна очікувати за умови потужного фінансового ефекту, що нівелює наслідки цінового ефекту в сукупній пропозиції і попиті. Девальвація грошової одиниці не впливає на обсяги виробництва і реальну відсоткову ставку, тоді як вплив на рівень цін і пропозицію грошової маси є достатньо складним для безпосередньої інтерпретації. Макроекономічні шоки  $u_t$  і  $e_t$  можуть бути однаковою мірою експансійними. Недвозначно антиінфляційним є макроекономічний шок  $u_t$ , тоді як протилежними є наслідки шоку  $e_t$ . Так само асиметричним є вплив обох шоків на відсоткову ставку.

### 9.6.3. Графічна інтерпретація

Модель (9.16)—(9.22) пояснює можливість одночасного поєднання гальмування інфляції та збільшення пропозиції грошової маси. Інструментальним чинником стає монетизація припливу капіталу. Теоретичну інтерпретацію подій показано на рис. 9.10. Приплив капіталу ( $\downarrow \psi$ ) поліпшує сальдо платіжного балансу ( $BP_0 \rightarrow BP_1$ ). Внаслідок монетизації припливу капіталу  $f_t$  виникає тенденція до збільшення пропозиції грошової маси ( $LM_0 \rightarrow LM_1$ ), зниження відсоткової ставки та збільшення доходу (т.  $B$ ). Дефіцит бюджету стимулює попит та змінює рівновагу на ринку товарів і послуг ( $IS_0 \rightarrow IS_1$ ). Це підвищує відсоткову ставку, а відповідно — пожвавлює приплив капіталу і додатково збільшує грошову масу ( $LM_1 \rightarrow LM_2$ ). Якщо прийняти гнучкість обмінного курсу, при переході з т.  $B$  у т.  $C$  виникає тенденція до підвищення  $e_t$ . Тобто збільшення дефіциту бюджету стає

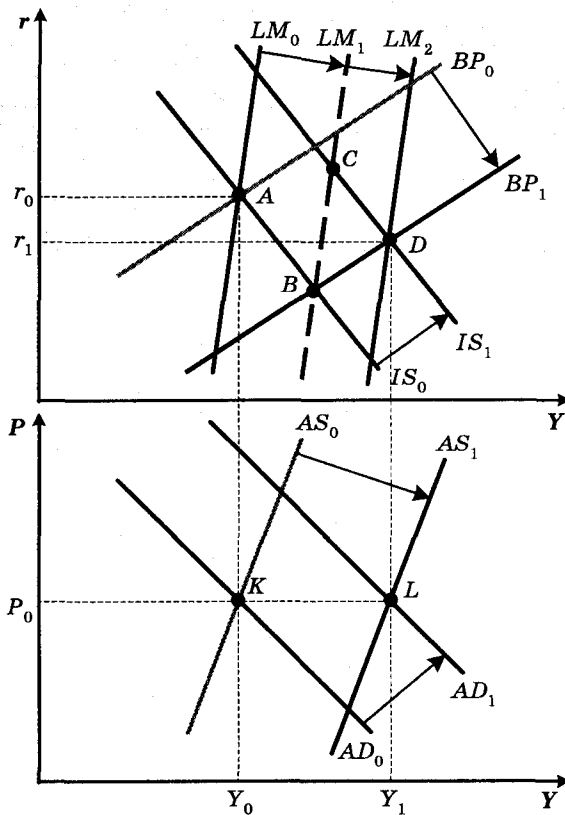


Рис. 9.10. Макроекономічні наслідки припливу капіталу (грошова стабільність)

чинником зміцнення грошової одиниці — в українській економіці цей висновок стверджується економетрично для даних 1993—1997 рр. (вираз (9.25)).

#### 9.6.4. Економетричне оцінювання

Задля забезпечення стаціонарності квартальні дані  $y_t$ ,  $e_t$ ,  $m_t$  (грошовий агрегат  $M2$ ) та  $p_t$  використано у вигляді  $\Delta x_t = \ln X_t - \ln X_{t-1}$ . Це означає, що вивчалася динаміка зазначених показників (дані за 1995—1999 рр. отримано з матеріалів Державного комітету України). Подібно дані  $g_t$  і  $f_t$  (прямі та портфельні інвестиції) використано у вигляді  $\Delta x_t = X_t - X_{t-1}$  (% від ВВП). Фіктивну змінну  $nbi$  використано для вивчення ефективності змін в економічній політиці: 0 — 1995—1997 рр. (приплив капіталу), 1 — 1998—1999 рр. (відплив капіталу). Отримані результати подано у табл. 9.1. При оцінюванні використано метод 2SLS з інструментальними змінними. Критерій  $R^2$  засвідчує, що враховані змінні пояснюють 94 % динаміки



Таблиця 9.1. Результати економетричного оцінювання

Незалежні змінні	Залежні змінні			
	$y_t$	$p_t$	$m_t$	$r_t$
Константа	-0,004 (-0,202)	-0,004 (-0,492)	0,096 (6,752*)	4,683 (14,052*)
$p_{t-1}$	-0,154 (-0,859)	0,676 (8,398*)	-0,026 (-0,205)	15,841 (5,385*)
$f_{t-1}$	0,008 (1,454)	0,001 (0,332)	0,012 (3,182*)	-0,067 (-0,751)
$g_t$	0,006 (1,220)	-0,004 (-1,973***)	-0,006 (-1,901***)	0,158 (2,129**)
$e_t$	0,418 (1,055)	0,696 (0,415)	0,346 (3,581*)	3,145 (1,397)
$n_{bu}$	-0,047 (-0,294)	0,005 (0,282)	-0,083 (-3,226*)	-1,535 (-2,564**)
$R^2$	0,42	0,94	0,81	0,86
DW	2,38	2,58	2,55	1,82

оптових цін, 81 — грошової маси, 86 — відсоткової ставки; значення для динаміки доходу є значно нижчим — 42 %. Статистика DW засвідчує деяку автокореляцію залишків для показників інфляції та грошової маси, проте значення цього тесту є цілком прийнятним.

З кінця 1996 р. залучення іноземного капіталу, переважно у вигляді портфельних інвестицій, недвозначно збільшувало грошову масу з лагом у квартал: коефіцієнт при  $f_{-1}$  є статистично значущим на рівні 1 %<sup>1</sup>. Практично це означає, що ефект добробуту  $b_1$  та залежності сукупної пропозиції і попиту від RER ( $a_2$  і  $b_2$ ) є доволі високими, щоб нейтралізувати вплив реальної грошової маси на сукупну пропозицію. Як бачимо на рис. 9.10, збільшення попиту (зсув IS вправо) посилює амплітуду збільшення пропозиції грошової маси (зсув LM вправо). Водночас збільшення доходу пригнічує сукупний попит через збільшення імпорту. Отриманий результат засвідчує слабкість стерилізації монетарних ефектів платіжного балансу в українській економіці.

Опосередковано приплив капіталу створював можливості для збільшення пропозиції грошової маси через нейтралізацію інфляційних очікувань та збільшення попиту на гроші. У 1997 р. інфляція становила всього 10,2 %, а з II кварталу 1999-го року істотно сповільнилося падіння ВВП —

<sup>1</sup> Експерименти з урахуванням різноманітних лагових значень показали, що у поточному кварталі приплив капіталу практично не впливає на основні макроекономічні показники в українській економіці (з розуміло, що це зумовило їх вилучення зі статистичної моделі).

в обох наслідках простежується зв'язок з припливом капіталу. Приплив капіталу поліпшує динаміку доходу, але відповідному коефіцієнту бракує статистичної значущості. Такий вислід є теоретично передбачуваним і залежить від особливостей визначення загального рівня цін (значення  $\gamma$ ) та окремих структурних характеристик. Зокрема, промовиста залежність пропозиції і попиту від RER ( $a_2$  і  $b_2$ ) з певністю посилює експансійний ефект під час припливу капіталу.

Теоретично приплив капіталу є безумовно інфляційним, якщо ефект добробуту домінує ( $b_1 > a_1$ ). Проте помітна залежність сукупної пропозиції від реальної грошової маси ( $a_1$ ) в поєднанні з високою залежністю поточного рахунку від доходу ( $b_4$ ) надає припливу капіталу антиінфляційного спрямування; відповідно стає інфляційним вплив капіталу. За умови  $b_1 = a_1(1 + b_4)$  приплив-вплив капіталу стає нейтральним стосовно інфляції (рис. 9.10) — саме це спостерігається в українській економіці (табл. 9.1). Хоча емпіричні оцінки засвідчують брак безпосереднього зв'язку між потоками капіталу та інфляцією, це аж ніяк не означає відсутності вище проаналізованої складнішої взаємодії, коли приплив капіталу дозволяє збільшити пропозицію грошової маси без звичної інфляційної “віддачі”, оскільки збільшення попиту нівелюється збільшенням сукупної пропозиції.

Досить дивно, але восени 1997 р. неспокій на світових фінансових ринках не позначився зменшенням припливу капіталу. Впродовж III кварталу 1996 р. — II кварталу 1997 р. щоквартальна емісія ОВДП зростала в арифметичній прогресії. Відсутність інфляційної “віддачі” (у липні 1997 р. інфляція становила 0,1 %, а у серпні ціни не зростали) посилила привабливість експансійної фіскальної і монетарної політики. Влітку 1997 р. дефіцит бюджету повернувся до призабутих значень інфляційного 1995 р. Дуже недоречним виглядав задуманий в дусі рейганоміки “Пакет економічного зростання 1997”, що передбачав свідоме збільшення дефіциту бюджету та коштів обслуговування державного боргу. Якщо в США у 1982—1984 рр. дохідність урядових облігацій становила всього 5—6 %, то в Україні навесні 1997 р. перевищувала 30 %. Оскільки дефіцит бюджету об'єктивно погіршував сальдо поточного рахунку, це так чи інакше створювало загрозу ціновій і грошовій стабільності. За умов високої відсоткової ставки та незначної монетизації економіки (12—13 % від ВВП) навіть порівняно невисокий дефіцит бюджету створив “піраміду” урядових боргових зобов'язань, як це спостерігалось наприкінці 1990-х років у Аргентині.

Отримані емпіричні результати дозволяють проаналізувати декілька інших залежностей. Інфляція оптових цін істотно залежить від власних

лагових значень (коефіцієнт є значущим на рівні 1 %). Це означає присутність інфляційної інерції в українській економіці, яка об'єктивно підвищує відсоткову ставку. Проте інфляційна інерція не впливає на пропозицію грошової маси (статистично коефіцієнт при  $p_{t-1}$  не відрізняється від нуля). Так само лагове значення  $p_{t-1}$  є нейтральним стосовно доходу, хоча від'ємний знак коефіцієнта відповідає поширеним припущенням про рестрикційний характер інфляції. Цілком передбачувано дефіцит бюджету підвищує відсоткову ставку. Супутнє зменшення грошової маси можна пояснити намаганнями НБУ обмежити кредитування комерційних банків під час збільшення дефіциту бюджету. Деяко незвичним виглядає антиінфляційне спрямування дефіциту бюджету, проте статистична значущість відповідного коефіцієнта є невисокою. У регресійному рівнянні для доходу коефіцієнт при  $g_t$  є додатним, але йому бракує статистичної значущості.

Так само девальвація грошової одиниці не має статистично значущого впливу на дохід. Варто зауважити, що це оптимістичніший результат, ніж визначена іншими оцінками обернена залежність між знеціненням грошової одиниці та промисловим виробництвом (розділ 13). Відповідно до розглянутих вище теоретичних аргументів, сприятливий вплив девальвації на ВВП можна пояснити відразу декількома причинами: 1) збільшенням вартості активів у іноземній валюті, яке стимулює дохід через ефект добробуту, 2) поліпшенням цінних співвідношень у зовнішній торгівлі, 3) слабким ефектом Лаурсена — Метцлера, 4) очікуваннями інфляції. Девальвація грошової одиниці виглядає нейтральною стосовно показників інфляції оптових цін і відсоткової ставки, хоча обидва коефіцієнти мають очікуваний додатний знак.

З урахуванням валютних активів реальна вартість комбінованого портфеля активів споживачів стає такою:  $W = (M + EF) / (P^a (EP^*)^{1-a})$ , де  $F$  — валютні активи (значення інших змінних збережено). Девальвація грошової одиниці має два протилежно спрямованих ефекти. По-перше, підвищується номінальна вартість активів у іноземній валюті  $EF$ . По-друге, знижується реальна вартість портфеля активів, оскільки знецінення грошової одиниці підвищує загальний рівень цін  $P^a (EP^*)^{1-a}$ . Якщо питома вага валютних активів є високою, а загальний рівень цін визначають переважно внутрішні ціни (високе значення  $a$ ), то можна очікувати збільшення попиту<sup>1</sup>.

Навіть якщо сальдо зовнішньої торгівлі не залежить від RER (саме це притаманно українській економіці), девальвація грошової одиниці може

<sup>1</sup> Девальвація грошової одиниці не створює ефекту добробуту, якщо питома вага іноземних активів у портфелі активів дорівнює частці імпортованих товарів у загальному рівні цін. Тобто  $EF/W = 1 - a$ .

збільшити приватне споживання через ефект Лаурсена — Метцлера. Нарешті, девальвація грошової одиниці підвищує відсоткову ставку, що має протилежний вплив на сукупний попит. Таким чином експансійний вплив девальвації грошової одиниці може бути наслідком слабкого ефекту Лаурсена — Метцлера, високої залежності ефекту добробуту від підвищення номінальної вартості іноземних активів та незначної залежності сукупного попиту від відсоткової ставки. Додатковий експансійний механізм може створити присутність у портфелі активів урядових облігацій, адже їх дохідність зростає у міру підвищення відсоткової ставки.

Девальвація грошової одиниці виглядає нейтральною стосовно показників інфляції оптових цін і відсоткової ставки, хоча обидва коефіцієнти мають очікуваний додатний знак. Вплив змін у економічній політиці (фіктивна змінна *nbi*) позначився головним чином зменшенням пропозиції грошової маси та зниженням відсоткової ставки. Такий вибір можна пояснити намаганням поєднати відносно зменшення пропозиції грошової маси зі зміною її структури на користь кредитів комерційних банків. Потенційно це враховує необхідність як дотримання рівноваги платіжного балансу (через зменшення пропозиції грошової маси), так і логіку стимулювання доходу (зниження відсоткової ставки має сприяти збільшенню інвестицій).

## Навчальні завдання

1. Припустімо, що мала відкрита економіка перебуває на “природному” рівні доходу. Для умов фіксованого обмінного курсу проілюструйте наслідки погіршення умов торгівлі.

2. З умови рівноваги ринку робочої сили виведіть залежність сукупної пропозиції від RER.

3. Навесні 1997 р. колишній міністр фінансів Німеччини Т. Вайгель (Theo Weigel) запропонував продати частину валютних резервів країни. Яку динаміку основних макроекономічних показників варто очікувати після виконання подібного рішення? Проаналізуйте для умов: а) цінової стабільності та б) вільного ціноутворення. Проілюструйте графічно.

4. Проаналізуйте графічно наслідки девальвації грошової одиниці у моделі (9.16)—(9.22).

5. За допомогою теоретичних аргументів проаналізуйте результати економетричного оцінювання впливу цін імпорту на інфляцію у країнах Латинської Америки. Яким чином можна пояснити прямий зв'язок між підвищенням відсоткової ставки та інфляцією у Чилі та Колумбії?

6. Припустімо, що грошові активи споживачів складаються з грошової маси у національній грошовій одиниці та іноземній валюті:  $M + EF$ , де  $F$  — вартість активів у іноземній валюті. Як це вплине на перебіг економічної політики під час вирівнювання від'ємного сальдо платіжного балансу?

7. У Бразилії упродовж 1961—1963 рр. приплив іноземного капіталу спричинив “перегрів” економіки та прискорення інфляції з 35 до 90 % річних. Виникла перша у післявоєнній історії країни криза заборгованості. Проілюструйте перебіг подій графічно.

8. Повторіть зроблену в розділі 8 аналітичну інтерпретацію мексиканської кризи (1994—1995 рр.) з урахуванням залежності сукупної пропозиції від RER. Умовно можна прийняти, що в 1995 р. реальний обмінний курс песо стрімко знизився, тоді як надалі відбувалося поступове підвищення цього показника.

## Рекомендована література

*Shevchuk V.* The Influence of Devaluation Policies on the Exchange Rate of Ukrainian Currency // *Ukrainian Economic Review*, 1998. — Vol. III. — No. 4—5. — P. 155—166.

*Stevenson A., Muscatelli V., Gregory M.* Macroeconomic Theory and Stabilisation Policy. — Glasgo; Oxford; Philip Allan/Barnes&Noble Books, 1993. — P. 231—233.

---

---

## Розділ 10

# МОНЕТАРНА МОДЕЛЬ ПЛАТІЖНОГО БАЛАНСУ

*Монетарна модель платіжного балансу відіграла вагоме значення у формулюванні умов кредитування МВФ і донині впливає на проведення економічної політики, передусім у країнах, що розвиваються. Існує безліч модифікацій монетарної моделі (або індивідуальних моделей), які класифікуються у межах теоретичної концепції монетарного підходу до вирівнювання платіжного балансу. Підрозділ 10.1 присвячено загальній характеристиці монетарної моделі у ширшому контексті теоретичних припущень монетарної школи. У підрозділі 10.2 розглянуто довгострокову нейтральність девальвації грошової одиниці, що становить засадничий елемент монетарного підходу до вирівнювання платіжного балансу. Логіку монетарної моделі використано у підрозділі 10.3 для пояснення експортноорієнтованого зростання, а також нещодавнього “епізоду” і поновленням економічного зростання в Україні (2000—2001 рр.). Монетарну модель для плаваючого обмінного курсу проаналізовано у підрозділі 10.4. Розділ завершено обговоренням потенційних переваг і недоліків монетарного підходу до вирівнювання платіжного балансу.*

### ЗАСАДНИЧІ ПОНЯТТЯ

монетарна модель  
правила монетарної політики  
нейтральність девальвації  
політичний монетаризм  
внутрішнє накопичення грошових активів

Чиказька школа  
попит на гроші  
глобальний монетаризм  
умови кредитування МВФ  
експортноорієнтоване зростання

## 10.1. Структура моделі

Монетарний підхід до вирівнювання платіжного балансу продовжує інтелектуальну традицію відомого механізму вирівнювання платіжного балансу на основі руху грошових активів, запропонованого ще Д. Х'юмом [338, р. 15]. Так само наголошується низка макроекономічних особливостей: а) автоматичний характер подолання платіжних дисбалансів, б) перебування економіки на “природному” рівні доходу і в) дотримання ПКС. Проте у монетарному підході підкреслюється значення змін у пропозиції грошової маси для вирівнювання платіжного балансу, тоді як класична схема передбачала коригування рівня цін. Інші відмінності є такими: оперативне узгодження рівнів цін і заробітної плати (це послаблює ефект добробуту), визначення відсоткової ставки і рівня цін світовим ринком [327, р. 33—34].

### 10.1.1. Попередні зауваження

Монетарні моделі платіжного балансу стали популярними у 1960—1970-х роках, коли особливо актуальною стала проблема зваженої монетарної політики (безпосереднім поштовхом до цього стали труднощі Бреттон-Вудської системи фіксованих обмінних курсів). На початку 1970-х років одне з досліджень МВФ показало, що лише у двох з дев'яти промислових країн спостерігалось стимулювання доходу засобами експансійної фіскальної політики, що залишало монетарну політику безумовним фаворитом. Іншими перевагами монетарної моделі стало акцентування відмінностей між потоками (англ. *flows*) і загальною вартістю грошових активів (англ. *stocks*) та чіткі аналітичні орієнтири для аналізу довгострокових процесів у відкритій економіці. Поява монетарної моделі “надала свіжості вивченню проблем відкритої економіки, яке ставало усе буденнішим та нецікавим” [284, р. 7].

Перші монетарні моделі платіжного балансу мали виразне кейнсіанське забарвлення. Згодом монетарні моделі набули повнішої відповідності припущенням класичної теорії. Це відбивало генезу економістів Чиказької школи, яка сформувалася наприкінці 1920-х — на початку 1930-х років: від поміркованого кейнсіанства до радикальних постулатів класичної теорії. Оскільки поняття монетаризму загалом і “чиказької моделі” зокрема є популярними в українському політико-економічному лексиконі (переважно у критичному забарвленні)<sup>1</sup>, видається необхідним ширший екскурс в історію питання [328, р. 83—94; 166, р. 153—177].

<sup>1</sup> Практичне виконання ідеологічної програми Чиказької економічної школи дуже емоційно критикується В. Коломойцевим [44].



## СТРУКТУРАЛІСТСЬКА КРИТИКА МОНЕТАРИЗМУ В УКРАЇНІ

Критичні зауваження щодо ідеології монетаризму загалом та умов кредитування МВФ зокрема посилилися зі середини 1990-х років, коли НБУ сповільнив зростання грошової маси. Критики монетарної політики НБУ не заперечували, що це позначилося гальмуванням інфляції і стабілізацією обмінного курсу, але недостатнє зниження інфляції вважалося ознакою “явно недостатнього антиінфляційного ефекту” монетаристської стабілізаційної політики. Іншим виявом монетаристського курсу розглядалася хронічна затримка заробітної плати в бюджетній сфері та небюджетних секторах господарства, що схиляло до висновку про неефективність ортодоксального монетаризму [47, с. 697]. З монетаризмом пов’язувалися: тотальне пригнічення виробництва без будь-яких ознак його структурної перебудови, наростання платіжної кризи, затоварення товаропровідних каналів, відчутне зниження життєвого рівня населення. Були думки, що практичне застосування монетаризму притаманне відсталім країнам, яким це нав’язано “подвійними стандартами “великої сімки” через МВФ у рамках глобалізації капіталізму” [10, с. 58]. Робився висновок, що на Заході монетаризм є популярним в олігархічних колах, але внутрішня політика промислових країн не виявляє помітного звуження використання кейнсіанських методів державного регулювання економіки.

Спільним було заперечення зв’язку між грошовою масою та інфляцією [10, с. 59—60; 41, с. 36—45; 57, с. 45]. Набуло поширення припущення щодо інфляції пропозиції як антипода інфляції попиту, що об’єднує з логікою структуралізму, який пояснює інфляцію в економіках країн “третього світу” численними “вузькими місцями” (недостатнє виробництво продуктів харчування, інтенсивна урбанізація, збільшення зайнятості у невиробничій сфері, прискорений приріст населення, неефективна податкова система, нераціональна структура споживання, обмеженість внутрішнього ринку) та боротьбою за перерозподіл доходу [95, с. 17—19, 97—99]. Недостатня пропозиція товарів і послуг, передусім продуктів харчування, прискорює інфляцію. Подальші вимоги підвищення заробітної плати лише додають обертів інфляційній “спіралі”. У структуралізмі зразка 1960—1970-х років підвищення цін виробниками пояснювалося ще двома чинниками: 1) олігополістичною структурою ринку та 2) обмеженими можливостями імпорту через недостатні надходження від експорту. В українській інтерпретації уявні перешкоди для використання рестрикційної монетарної політики виглядали такими: надто низький рівень заробітної плати (це поглиблює кризу попиту і веде до фізичної, моральної та інтелектуальної деградації), нееластична сукупна пропозиція, домінування великих монопольних підприємств, відсутність приватних заощаджень, неготовність переважної кількості менеджерів до ефективної роботи в ринкових умовах, відсутність обґрунтованої концепції державної політики щодо реструктуризації підприємств і виробничих об’єднань, несприятливий

інвестиційний клімат, відсутність ринкового досвіду і традицій [57, с. 45—46].

Чи не найкращу і найповнішу колекцію типових антимонетаристських аргументів у виразному забарвленні латиноамериканського структуралізму зразка 1960—1970-х років зібрано Є. Марчуком [56]: “надмірні обмеження й звуження обсягів гривневої маси у кінцевому підсумку зумовили гостру платіжну й бюджетну кризи” [56, с. 12], “методологія та практика монетарного таргетування (кількісного стискування грошової маси) ... неминуче призводить до руйнації вітчизняної промисловості” [56, с. 13], “проблему інфляції не можна, просто шкідливо, вирішувати методами стискування і без того вкрай обмеженої грошової маси” [56, с. 35], “якщо жорстку монетарну політику здійснювати непорівняно легше, ніж інвестиційну, товаропродукуючу, то це не може бути аргументом на користь заземлення в економічній політиці України, по суті, авантюристичних течій економічної думки” [56, с. 34], “моделі “ринкової економіки” в сучасному світі досить різноманітні. Це далеко не єдине “прокрустове ложе”, в яке з такою готовністю і самовідданістю покладено вітчизняну економічну систему” [56, с. 34], “вперто обмежена монетарна політика, опора на максимальну мінімізацію грошової маси у національній валюті потягнули за собою принизливі позики та кредити від інших країн та міжнародних фінансових організацій” [56, с. 46—47], “політика ортодоксального монетаризму — це той молот, який безупинно трощить національну економіку” [56, с. 50].

Економісти Чиказької школи 1930-х років, як Г. Сіммонс (Henry Simons), Ф. Найт (Frank Knight), Л. Мінтс (Lloyd Mints), Я. Вінер (Jacob Viner), П. Дуглас (Paul Douglas) були послідовниками І. Фішера, який першим використав кількісну теорію грошей для пояснення рівня цін, інфляції та відсоткової ставки. Проте теоретики “раннього монетаризму” не мали теорії циклу ділової активності, що власне, й зумовило критику Д. Кейнсом кількісної теорії грошей. Подібно М. Фрідман пізніше у 1950-х роках одним із своїх найголовніших завдань вважав порятунок монетаризму зі стану “атрофованої і жорстокої карикатури”, в якому цей теоретичний напрям опинився у міжвоєнні роки. Водночас М. Фрідман схвально оцінював теоретичну спадщину Чиказької школи. Початково кількісна теорія грошей використовувалася її представниками для обґрунтування доцільності збільшення урядових видатків як засобу антициклічного збільшення грошової маси. У цьому виявлялися помітні розходження з набагато “твердішими” на той час монетаристами з Гарвардського університету (Кембрідж, США) та інших академічних центрів. Доцільність урядового втручання в економіку пояснювалося особливостями поведінки споживачів під час рецесії (в очікуванні подальшого зниження цін вони “затримували”

долари довше, ніж звичайно) та загальною невизначеністю, що перешкоджала як прийняттю інвестиційних рішень, так і бажанню комерційних банків надавати позики. За таких умов автоматична адаптація (розділ 5) набувала ознак “лісової пожежі”, коли амплітуда деструктивних явищ не послаблювалась, а навпаки — посилювалася.

Іншими елементами теоретичної програми приймалися:

— *визнання змін у швидкості обертання грошей головною причиною циклу ділової активності*. Попит на гроші зменшується під час підйому економіки та прискорення інфляції і зменшується — під час спаду виробництва і дефляції;

— *деструктивність ринкової поведінки банківського сектора*, який тяжіє до проциклічного збільшення обсягів кредитування під час економічного підйому та зменшення позик у разі виникнення спаду виробництва;

— *доцільність антициклічної фіскальної політики*. Під час рецесії збільшення дефіциту бюджету стимулює ділову активність, тоді як економічний підйом має супроводжуватися профіцитом бюджету. Така політика збільшує попит на робочу силу в часи спаду виробництва і зменшує його — під час підйому. Це дещо послаблює кейнсіанські мотиви у ранньому монетаризмі економістів Чиказької школи.

Представники Чиказької школи висловлювали зовсім не “монетаристські” пропозиції щодо оптимальної економічної політики. Я. Вінер критикував ФРС за рестрикційну монетарну політику, що поглибила спад виробництва під час “великої депресії” (1929—1933 рр.). П. Дуглас стверджував, що відставання пропозиції грошової маси від довгострокового “природного” темпу зростання доходу (3—4 % на рік) стало важливою причиною “великої депресії”. Не бракувало економістів, що в дусі автоматичної адаптації вважали “велику депресію” логічним продовженням попереднього економічного буму (хоча й з надмірною амплітудою циклу ділової активності). Збільшення грошової маси за допомогою операцій відкритого ринку вважалось неефективним, оскільки зниження прибутковості підприємств внаслідок дефляції нівелювало переваги від нижчої відсоткової ставки. Теоретично перевагу отримувало надання прямих кредитів центрального банку для фінансування урядових видатків<sup>1</sup>. Зрозуміло, що це контрастує з пізнішою позицією М. Фрідмана та інших монетаристів щодо нейтральності грошової маси як засобу стимулювання доходу та способів фінансування дефіциту бюджету. Помітну неузгодженість частково пояснює виразний розподіл наслідків монетарної політики на корот-

<sup>1</sup> Це цілком відповідає пропозиціям сучасних українських критиків монетаризму.

ко- і довгострокові. При цьому короточасний стимулюючий вплив поєднується з довгостроковою нейтральністю грошової маси стосовно доходу.

Розробників класичного монетаризму 1950-х років (М. Фрідман, Карл Брюннер (Karl Brunner), А. Мелтцер (Alan Meltzer), Л. Андерсен (Leonall Andersen), Д. Джордан (Jerry Jordan) та інші) об'єднує визнання стабільності попиту на гроші, важливості часового лагу при використанні інструментів економічної політики, необхідності надійних правил економічної політики, відсутності помітних розбіжностей між “природним” і середньостатистичним рівнями безробіття<sup>1</sup>. У післявоєнний час висловлювалися побоювання щодо здатності центрального банку контролювати пропозицію грошової маси через зміни у грошовій базі. Підвищення резервних вимог до 100 % почало розглядатися дієвим елементом монетарної політики. Визнавалася доцільність підтримання стабільного зростання грошової маси, який мав стабілізувати рівень цін, а відповідно — попередити нестабільність швидкості обертання грошей. У країнах, що розвиваються, відлунням теоретичних аргументів монетаризму виглядає практика монетарної політики у Чилі в 1980-х років, яку часто (і небезпідставно) асоціюють з діяльністю місцевих “чиказьких хлопчиків”<sup>2</sup>.

Післявоєнна Чиказька школа справді пропагувала обмеження державного втручання в економіку, що випливало з теоретично обґрунтованої нейтральності монетарної політики стосовно доходу та інших реальних показників. Використання монетарної політики для управління доходом порівнювалося з поперемінним натисканням на педаль газу і гальм в автомобілі. Натомість пропонувалося використовувати прості правила монетарної політики (англ. *monetary policy rules*) на кшталт визначення темпу зростання пропозиції грошової маси “природним” темпом зростання доходу. Незалежність центрального банку визнавалася необхідним елементом конструктивної монетарної політики. Власного піку монетаризм досяг наприкінці 1970-х років, коли виявилася нестабільність короточасної кривої Філіпса (розділ 12), було доведено ефективність монетарної політики у гальмуванні інфляції, а центральні банки промислових країн замість контролю грошової бази перейшли до таргетування широких монетарних агрегатів (у жовтні 1979 р. це зробила ФРС), як це пропонували адепти

<sup>1</sup> Подібною є аналітична програма нового кейнсіанства: визнання інерційності цін інструментальним чинником циклу ділової активності, перевага монетарної політики над фіскальною політикою для цілей фінансової стабілізації, врахування довгострокових обмежень для стабілізаційної політики, в тому числі з часовими лагами для монетарної політики та невисоким значенням фіскального мультиплікатора [166, р. 83—84].

<sup>2</sup> Зі середини 1950-х років виникла традиція щорічно посилати найбільш талановитих випускників чилійських університетів, передусім Католицького університету в Сантьяго, для навчання у Чиказькому університеті (США). Звідси назва — “чиказькі хлопчики”.

## ПРАВИЛА МОНЕТАРНОЇ ПОЛІТИКИ

Логіку правил монетарної політики визначає рівняння кількісної теорії грошей:  $MV = PY$ , де  $M$  — грошова маса,  $V$  — швидкість обертання грошей,  $P$  — рівень цін,  $Y$  — дохід (у номінальному вимірі). Якщо визначити швидкість обертання грошей функцією поточного доходу і відсоткової ставки ( $V = f(Y, r)$ ), припущення про стабільну пропозицію грошової маси ( $\bar{M} = \text{const}$ ) передбачає залежність відсоткової ставки від динаміки доходу та інфляції. Практично це ілюструється відомим правилом, яке запропонував у 1993 р. американський економіст Дж. Тейлор (John Taylor):

$$r_t = r^* + \bar{\pi}_{t-1} + \mu_1(\bar{\pi}_{t-1} - \pi^*) + \mu_2(y_t - y^N), \quad (10.1, a)$$

де  $r^*$  і  $\pi^*$  — орієнтовні рівноважні середньоквартальні значення (*англ.* the target rate) відсоткової ставки та інфляції, відповідно;  $\bar{\pi}_{t-1}$  — середнє значення інфляції за попередні чотири квартали;  $y_t$  і  $y^N$  — поточне і “природне” значення доходу.

Д. Тейлор пропонував для монетарної політики ФРС такі значення окремих коефіцієнтів реагування:  $\mu_1 = \mu_2 = 0,5$ . Значення  $r^*$  і  $\pi^*$  приймалися на рівні 2 %, що досить точно відбивало фактичну політику ФРС. З рівняння (10.1, a) випливає, що за умови рівноважної інфляції ( $\bar{\pi}_{t-1} = \pi^*$ ) та перебування на “природному” рівні доходу ( $y_t = y^N$ ) номінальна і реальна відсоткові ставки становитимуть 4 і 2 % річних, відповідно. Різницю  $y_t - y^N$  зазвичай визначають за допомогою відхилень: а) ВВП від рівноважного тренду або б) поточного безробіття від деякого рівноважного значення. У разі прискорення інфляції ( $\bar{\pi}_{t-1} > \pi^*$ ) чи ознак “перегріву” ( $y_t > y^N$ ) економіки центральний банк повинен підвищувати значення відсоткової ставки.

Правило Тейлора становить достатньо точний і зручний інструментарій для монетарної політики. Нині більшість центральних банків промислових країн використовують відсоткову ставку як орієнтир монетарної політики у короткочасному плані. Проте не бракує інших правил монетарної політики.

Інший американський економіст Б. Маккаллум (Bennet Mc Callum) пропонує таргетування грошової бази:

$$\Delta h_t = \Delta y_t^* - (1/16)(y_{t-1} - h_{t-1} - y_{t-17} + h_{t-17}) + \lambda(y_{t-1}^* - y_{t-1}), \quad (10.1, б)$$

де  $h_t$  і  $y_t$  — грошова база і номінальний ВВП (у логарифмах),  $y_t^*$  — розрахований показник ВВП на квартал  $t$ .

Показник передбачає зростання ВВП з темпом  $\Delta y_t^*$ , що відповідає довгостроковому орієнтуру інфляції (~2 % річних). Наприкінці 1980-х років пропонувався така залежність:  $y_t^{*1} = y_{t-1}^{*1} + \Delta y_t^*$ , хоча не бракувало інших формул:  $y_t^{*2} = y_{t-1} + \Delta y_t^*$  і  $y_t^{*3} = 0,8y_{t-1}^{*2} + 0,2\Delta y_t^{*1}$ . Рівняння (10.1, б) враховує можливу корекцію показника швидкості обертання грошей (з лагом у 17 кварталів). Коефіцієнт  $\lambda$  визначає швидкість адаптації грошової бази до відхилень доходу від розрахованого значення.

*Джерело: Манків Г. Макроекономіка: Підручник для України. — К.: Основи, 2000. — С. 520—521; McCallum B., Nelson E. Performance of Opera-*

tional Policy Rules in an Estimated Semiclassical Structural Model // Monetary Policy Rules. NBER Studies in Business Cycles. — Vol. 31 / J. Taylor (ed.). — Chicago: The Chicago University Press. — 1998, P. 15—45; Taylor A. Argentina and the world capital market: saving, investment and international capital mobility in the twentieth century // Journal of Development Economics. — 1998. — Vol. 57. — No. 2. — P. 147—184.

монетаризму<sup>1</sup>. Монетарні ідеї Чиказької школи знайшли ще консервативніше продовження у працях прихильників так званого глобального монетаризму [247, р. 102]. Групу консервативних журналістів і політиків інтелектуально підтримав сам Р. Манделл. Монетарні орієнтири “природного” темпу зростання доходу почали розглядатися недостатньо відповідальними. Пропонувалося поновлення золотого стандарту, що контрастувало з пропозиціями монетаристів 1950-х років, які віддавали перевагу системі плаваючого обмінного курсу (зокрема, це стосується М. Фрідмана).

На початку 1950-х років М. Фрідман стверджував, що гнучкість обмінного курсу прискорює вирівнювання платіжного балансу і полегшує лібералізацію міжнародної торгівлі. Підтриманню фіксованого обмінного курсу перешкоджає недостатня гнучкість цін, що створює відхилення від рівноважного значення RER. За умов завищеного RER стає неunikним спад виробництва як засіб обмеження попиту на імпорт та вирівнювання платіжного балансу. Торговельний протекціонізм чи валютний контроль можуть послабити гостроту кризи платіжного балансу, але мають численні довгострокові недоліки (неефективний розподіл ресурсів, поглиблення платіжних дисбалансів, обмеження експорту, залежність від якості адміністративного ресурсу). Проте застерігалось, що “плавання” грошової одиниці не є синонімом нестабільності обмінного курсу. Ідеальною бачилася ситуація, коли немає жодних обмежень для вільноплаваючого обмінного курсу (в тому числі з інтервенціями центрального банку), але грошова одиниця залишається стабільною *de facto* [204, р. 277].

У вужчому розумінні моделі глобального монетаризму передбачають задоволення попиту на гроші пропозицією грошової маси з внутрішніх (центрального банку) або зовнішніх (решта світу) джерел<sup>2</sup>. Надлишковий

<sup>1</sup> Таку пропозицію відстоював М. Фрідман. Бралось до уваги, що зміни грошових агрегатів можуть дестабілізувати економічну ситуацію навіть за умов підтримання стабільності грошової бази. Саме це спостерігалось під час “великої депресії” (1929—1933 рр.), коли грошова база ФРС не змінювалася, але гостра банківська криза спричинила зменшення “широкої” пропозиції грошової маси на третину [247, р. 102].

<sup>2</sup> Одним з перших прикладів практичного використання глобального монетаризму вважається Чилі. Стверджується, що у червні 1976 р. зміни в економічній політиці засвідчили перехід від монетаризму “закритої економіки” (вересень 1973 р. — липень 1976 р.) до монетаризму “відкритої економіки” (або глобального монетаризму) [161, р. 55—57]. Особливостями нової політики стало акцентування переваг одночасної лібералізації обох рахунків платіжного балансу — поточного та капіталу.

## ЧИЛІ: МОНЕТАРИЗМ У ДІЇ

Зі середини 1980-х дієвий контроль грошової маси передбачав підвищені вимоги резервування (цей показник становив 100 % для залишків на розрахункових рахунках, що понад вдвічі перевищували капітал банку). В доцільності такого кроку переконували події 1979—1981 рр., коли цілком достатнє покриття грошової бази валютними резервами (відповідний коефіцієнт становив у середньому 1,45) не запобігло виникненню кризи заборгованості. Після стрімкого збільшення до 3,45 у кризовому 1981 р. значення грошового мультиплікатора зменшилося удвічі вже у 1983 р. (рис. 10.1). У наступні роки грошова база перевищувала агрегат M2.

Зважена монетарна політика підвищила монетизацію чилійської економіки (рис. 10.1) Середній показник 1986—1996 рр. на рівні 38,1 % перевищив значення періоду 1978—1981 рр. у понад півтора раза. Загалом стабільність коефіцієнта монетизації чилійської економіки свідчить про сталу пропозицію грошової маси під час фінансової стабілізації (1982—1985 рр.) та наступного переходу до стійкого економічного зростання у сенсі визначення пропозиції грошової маси темпом зростання доходу.

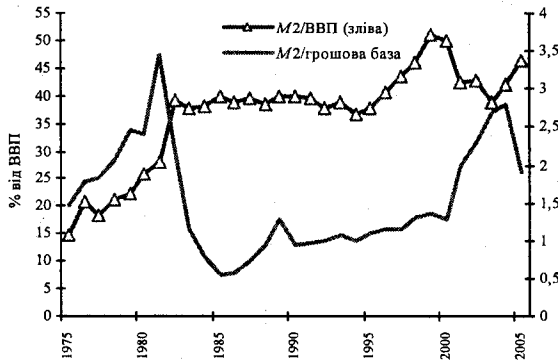


Рис. 10.1. Чилі: монетарні співвідношення, 1975—2005 рр.

Джерело: IMF *International Financial Statistics*

У другій половині 1990-х років монетизація економіки підвищилася до 50 % від ВВП, однак у 2000 р. цей показник дещо знизився. Відповідно знизився і грошовий мультиплікатор. За винятком 1984—1985 рр., коли “чиказькі хлопчики” не мали впливу на економічну політику, темп зростання кредитів комерційних банків залишався поміркованим. Упродовж 1986—1996 рр. цей показник знизився до 17,4 проти 51,3 % у 1978—1981 рр. Обмеження темпу зростання позик комерційних банків використовувалося для підтримання рівноваги платіжного балансу. В 1994 р. темп зростання позик комерційних банків зменшився майже втричі, порівнюючи з попереднім 1993 р., коли торговельний баланс вперше за 10 років набув від’ємного значення.

Важливим чинником економічної політики стало надання незалежного статусу центральному банку (1989 р.). Початково це вважалося “рудиментом”

авторитаризму і засобом надмірно жорсткого управління пропозицією грошової маси. Проте включення представників лівоцентристської коаліції Concertación до наглядової ради центрального банку вирішило проблему. Здатність центрального банку Чилі самостійно попереджувати будь-які відхилення від економічно доцільної політики випробувано кризовими явищами 1990-х років та переходом до демократичної форми правління. На відміну від більшості країн регіону (Мексика, Бразилія, Аргентина), у Чилі вдалося уникнути дестабілізації доходу та стрімкого знецінення грошової одиниці, що й надалі є “візитною картою” радикальної економічної політики у Латинській Америці.

*Джерело: Шевчук В. Економічні реформи у Латинській Америці: від фінансової стабілізації до стійкого економічного зростання. — Л.: Каменяр, 1999. — С. 222—224.*

попит на гроші нейтралізується додатним сальдо зовнішньої торгівлі або чистим припливом капіталу (додатне сальдо платіжного балансу). Відповідно надлишкова грошова маса веде до погіршення торговельного балансу або відпливу капіталу за кордон; валютні резерви зменшуються (від’ємне сальдо платіжного балансу). Іншим сучасним різновидом монетаризму став так званий політичний монетаризм, що визнає стабільність попиту на гроші — це передбачає одноосібне визначення пропозицією грошової маси як доходу, так і рівня цін. Нестабільність циклу ділової активності пояснюється помилками у визначенні монетарної політики центральним банком (оптимальні правила збільшення грошової маси дозволяють уникнути нестабільності циклу ділової активності). Заперечується вплив немонетарних чинників сукупного попиту на динаміку доходу.

Теоретичні аргументи монетаризму слабнуть з урахуванням декількох емпіричних фактів: невисока кореляція між монетарними агрегатами і промисловим виробництвом, нестабільність швидкості обертання грошей, залежність доходу від реальних шоків на кшталт зміни сальдо бюджету чи умов торгівлі. Проте навіть опоненти монетаризму визнають, що відповідні теоретичні аргументи (вища ефективність монетарної політики порівняно зі змінами у сальдо бюджету, визнання “природного” рівня доходу, пріоритет довгострокових наслідків економічної політики) мають “інтелектуальну гегемонію” у сучасній економічній думці [166, р. 92].

Пропозицію скорочення дефіциту бюджету з метою обмеження грошової маси як засобу подолання інфляції досить часто вважають прикладом сучасного використання монетаризму в діяльності МВФ, який для багатьох дослідників виглядає засобом “імперіалістичного диктату”<sup>1</sup>. Наведені

<sup>1</sup> Не менш екстравагантною є пропозиція визнати монетаризм різновидом... анархізму [101, с. 21]. Наведена нижче цитата становить інтерес не лише як приклад ідеологічного жонглювання



вище міркування переконують, що монетаризм не обмежується прямолінійним визнанням залежності між пропозицією грошової маси та рівнем цін. Тим більше, перші монетарні моделі платіжного балансу були кейнсіанськими і лише згодом еволюціонували у бік теоретичних припущень класичної теорії.

### 10.1.2. Засадничі ідеї та припущення

Найпростішу монетарну модель платіжного балансу було запропоновано у 1957 р. економістом МВФ Ж. Полаком (Jacques Polak). Її складала декілька прозорих функціональних залежностей:

$$\Delta M = v\Delta Y, \quad (10.2)$$

$$IM = mY, \quad (10.3)$$

$$\Delta M = \Delta M^{DOM} + \Delta F, \quad (10.4)$$

$$\Delta F = X - IM + K, \quad (10.5)$$

де  $M$  — пропозиція грошової маси,  $v$  — швидкість обертання грошей ( $v = 1/V$ ),  $Y$  — дохід,  $IM$  і  $X$  — відповідно імпорт і експорт,  $m$  — залежність обсягів імпорту від доходу,  $M^{DOM}$  — внутрішній компонент пропозиції грошової маси (кредити комерційних банків),  $K$  — чистий приплив капіталу.

Рівняння (10.2) відповідає кількісній теорії грошей і передбачає пропорційність між доходом та грошовою масою. У рівнянні (10.3) попит на імпорт приймається залежним від доходу. Рівняння (10.4) показує структуру пропозиції грошової маси. Докладніше джерела збільшення валютних резервів охарактеризовано у рівнянні (10.5) — це додатне сальдо торговельного балансу і чистий приплив капіталу. Розв'язок моделі (10.2)—(10.5) для  $\Delta Y$  і  $\Delta F$  дозволяє простежити залежність динаміки доходу і валютних резервів від сальдо зовнішньої торгівлі, чистого припливу капіталу і внутрішньої складової пропозиції грошової маси.

Головним у моделі (10.2)—(10.5) є пояснення оберненого зв'язку між збільшенням внутрішньої складової пропозиції грошової маси і валютни-

---

але й зразок своєрідної інтерпретації економічної програми монетаризму: “Анархізм минулого століття був переважно політичним, терористичним і робив наголос на знищенні держави взагалі. Монетаризм наполягає не на знищенні держави, а на відокремленні її від економіки. Є ще одне “відокремлення”, яке непрямым шляхом накидають монетаристи своїм адептам, — відокремлення економіки від виробництва. Слово “виробництво” у лексиконі монетаристів відсутнє. Під економікою вони розуміють суто сферу фінансових маніпуляцій”. В. Хорошковським [90, с. 70] така позиція використовується для емоційного підсилення більш рафінованих критичних аргументів, в тому числі з відомою позицією колишнього першого заступника президента Світового банку Дж. Стігліца (Josef Stiglitz), який схиляється до визнання переваг конструктивного державного втручання в економіку з кейнсіанських позицій.

ми резервами. Вищий темп зростання кредитів комерційних банків ( $\uparrow \Delta M^{DOM}$ ) збільшує динаміку сукупної пропозиції грошової маси (рівняння (10.4)). За умови незмінної швидкості обертання грошей ( $v = \text{const}$ ), збільшення грошової маси ( $\uparrow \Delta M$ ) повинно позначитися прискоренням темпу економічного зростання (рівняння (10.1)). Динаміка доходу ( $\uparrow \Delta Y$ ) матеріалізується у збільшенні його абсолютного показника ( $\uparrow Y$ ). Відповідно зростає імпорт (рівняння (10.3)). Збільшення імпорту ( $\uparrow \Delta IM$ ) зменшує валютні резерви (рівняння (10.5)). Таким чином сукупна пропозиція грошової маси зменшується до попереднього рівня; фактично відбувається зміна структури пропозиції грошової маси на користь її внутрішньої складової. Кейнсіанські риси моделі (10.2)—(10.5) пояснюються можливістю стимулювання доходу збільшенням грошової маси. Проте монетарні ефекти платіжного балансу нівелюють сприятливий вплив через збільшення імпорту. Відповідно виникає висновок у монетарному дусі про довгострокову нейтральність грошової маси стосовно доходу.

Приймаючи стабільність попиту на гроші, модель (10.2)—(10.5) пропонує декілька важливих висновків [294, р. 6—7]:

а) перманентне збільшення обсягів промислового виробництва збільшує дохід, але не впливає на платіжний баланс у довгостроковій перспективі. Це реалістично пояснює ситуації, коли після початку інтенсивної розробки природних ресурсів або виробничих шоків на зразок аграрних технологій відповідне прискорення економічного зростання спочатку супроводжувалося поліпшенням сальдо зовнішньої торгівлі та збільшенням валютних резервів, але надалі платіжний баланс погіршувався;

б) тривале збільшення експорту збільшує валютні резерви, але не поліпшує сальдо платіжного балансу на довгострокову перспективу. Така залежність стверджується стрімким зменшенням значного додатного сальдо платіжного балансу країн — експортерів нафти після нафтового шоку 1974—1975 рр.;

в) одноразове (англ. *once for all*) збільшення внутрішньої складової грошової маси стимулює попит на імпорт, що зменшує обсяги валютних резервів;

г) зміна обсягів внутрішнього кредитування впливає на сальдо платіжного балансу, але не має впливу на сукупну пропозицію грошової маси. Зростання сукупної грошової маси (з урахуванням валютних резервів) не є надійним орієнтиром монетарної політики. Для відпливу капіталу навіть значне зниження темпу зростання грошової маси може супроводжуватися втратою валютних резервів.

Логіка моделі (10.2)—(10.5) використовувалася спеціалістами МВФ для теоретичного обґрунтування умов кредитування країн, що розвиваються. Простота моделі надавала значну перевагу, адже для визначення самодостатньої економічної політики вимагалось знання лише монетарних показників та обсягів експорту-імпорту. Для більшості країн “третього світу” донині немає достовірної статистики ВВП, що могла б бути надійним інформаційним забезпеченням для складніших економетричних моделей. З іншого боку, нескладно зібрати оперативну статистику монетарних показників. З часом вимога механічного обмеження обсягів кредитування як найдієвішого чинника вирівнювання платіжного балансу стала гнучкішою. По-перше, не наполягалось на скороченні обсягів кредитування приватних підприємств (зменшення  $M^{DOM}$  мало відбуватися головним чином за рахунок обмеження позик підприємствам державного сектора). По-друге, визначення обов’язкових монетарних орієнтирів доповнювалося рекомендаціями щодо структури податків і видатків бюджету. Водночас не змінилось трактування дефіциту бюджету як найпомітнішої перешкоди для проведення рестрикційної монетарної політики. Останнім часом програми МВФ мають розширене “меню” (лібералізація цін, зовнішньої торгівлі та потоків капіталу, структурні заходи, приватизація, дерегуляція), однак монетарні акценти зберігаються. Практично кожна з програм передбачає визначення обмежень на зростання грошової бази (або “кредитної стелі”), а також ліміту валютних резервів.

### 10.1.3. Сучасні теоретичні конструкції

Наприкінці 1960-х років переосмислення теоретичних засад монетарної моделі платіжного балансу засвідчило повернення до канонічних припущень класичної теорії. У 1968 р. Р. Манделл запропонував власну монетарну модель платіжного балансу, яка заперечувала багато з кейнсіанських припущень. Деяко пізніше засадничі аргументи монетарного підходу розвинув англійський економіст Г. Джонсон (Harry Johnson). Припускалось наступне: а) рівновагу платіжного балансу порушує не так грошова маса сама по собі, як її “надлишок” (попит на імпорт створюється небажанням економічних агентів тримати надлишок грошових активів); б) можливість лише короточасного відхилення поточних значень доходу від “природного” рівня (у довгостроковій перспективі дохід повертається до рівноважного значення); в) дотримання умови про ідентичність внутрішнього і зовнішнього рівнів цін (правило “однієї ціни”); г) ідентичність відсоткових ставок у певній країні та за кордоном.

Зазначеним припущенням відповідає така монетарна модель<sup>1</sup>:

$$M^d = vPY, \quad (10.6)$$

$$M^s = (G - T) + Cr + EF - B \quad (10.7)$$

$$A = PY - H \quad (10.8)$$

$$H = h(M^d - M^s), \quad h_M > 0 \quad (10.9)$$

$$CA = PY - A = H, \quad (10.10)$$

$$P = EP^*, \quad (10.11)$$

$$Y = Y^N \quad (10.12)$$

де  $M^d$ ,  $M^s$  — відповідно попит на гроші та пропозиція грошової маси;  $H$  — внутрішнє накопичення (англ. *hoarding*) грошових активів (значення інших змінних збережено)<sup>2</sup>.

У рівнянні (10.6) визначено попит на гроші. У дусі класичної традиції приймається, що обумовлений відсотковою ставкою так званий спекулятивний попит на гроші не відіграє істотного значення. Якщо прийняти стабільну швидкість обертання грошей ( $v = \text{const}$ ), попит на гроші повністю визначається номінальною вартістю вироблених товарів і послуг. Зрозуміло, що за таких умов визнання “природного” рівня доходу встановлює пряму пропорційність між попитом на гроші та рівнем цін. Підвищення рівня цін збільшує попит на гроші, оскільки економічні агенти намагаються підтримати реальну вартість грошових активів. Подібними є наслідки збільшення “природного” рівня доходу. Структура пропозиції грошової маси  $M^s$  (рівняння (10.7)) нічим не відрізняється від її визначення у канонічній моделі Манделла — Флемінга. У грошовій масі розрізняються внутрішні і зовнішні компоненти. Проте у моделі (10.6)—(10.12) використовуються не часові потоки (англ. *flows*), а наявні та бажані обсяги грошових активів,  $M^s$  і  $M^d$  відповідно.

Абсорбція становить різницю між номінальним доходом і внутрішнім накопиченням грошових активів (рівняння (10.8)). Якщо  $PY > A$ , внутрішні накопичення грошових активів зростають ( $H > 0$ ). Показник  $H$  враховує рух грошових активів; його збільшення не обов'язково означає придбання іноземних грошових активів — це лише свідчення того, що

<sup>1</sup> В українській літературі різноманітні варіанти монетарних моделей платіжного балансу аналізуються Є. Савельєвим [75, с. 405—411] і Т. Шемет [99, с. 22—25].

<sup>2</sup> *Stevenson A., Muscatelli V., Gregory M.* Macroeconomic Theory and Stabilization Policy. — Glazgo; Oxford; Philip Allan / Barnes&Noble Books, 1993. — P. 234—239.

попит на грошові активи  $M^d$  (точніше, їх бажана вартість) перевищує пропозицію грошових активів  $M^s$  (рівняння (10.9)). Варто зауважити, що рух грошових активів приймається пропорційним їх вартості. Коефіцієнт  $h$  характеризує швидкість адаптації внутрішнього накопичення грошових активів до зміни між вартістю бажаних грошових активів і пропозицією грошової маси. Подібно до абсорбційного підходу, сальдо поточного рахунку визначається різницею між номінальним доходом і абсорбцією (рівняння (10.10)). Цілком передбачувано сальдо поточного рахунку відбиває зміни в акумуляції грошових активів. Накопичення прямо залежать від рівня цін, що пояснюється намаганнями економічних агентів відновити реальну вартість грошових активів.

У монетарному підході правило “однієї ціни” означає, що рівень внутрішніх цін пропорційно відбиває зміни у номінальному обмінному курсі та рівні світових цін (рівняння (10.11)). Для малої відкритої економіки девальвація (або ревальвація) номінального обмінного курсу повністю компенсується зміною рівня внутрішніх цін, адже рівень світових цін визнається незалежним чинником ( $P^* = \text{const}$ ). Можливості вирівнювання платіжного балансу за рахунок поліпшення цінових співвідношень у зовнішній торгівлі в монетарних моделях заперечуються. Відповідно стверджується нейтральність змін обмінного курсу та інструментів торговельної політики стосовно показників доходу і платіжного балансу.

Дохід визначено його “природним” значенням  $Y^N$  (рівняння (10.12)). Це означає, що обсяги виробництва залежать лише від чинників сукупної пропозиції — капіталу і робочої сили. Будь-які відхилення від рівноважного значення доходу є короткостроковими. Важливість припущення щодо “природного” рівня доходу пояснюють три причини: а) визнання загальної рівноваги економічної системи, коли одночасно досягається рівновага усіх ринків, б) ідеальне заміщення товарів і грошових активів, в) ідеальна гнучкість цін та заробітної плати на товарному і грошовому ринках [338, р. 16]. Надлишковий попит на одному з ринків повинен коригуватися результируючими змінами на інших ринках. Достатньою умовою саморегуляції економічної системи є гнучкість цін і заробітної плати.

Від’ємне сальдо поточного рахунку у моделі (10.6)—(10.12) означає, що наявна пропозиція грошової маси перевищує її бажаний рівень, визначений попитом на гроші ( $M^s > M^d$ ). Відповідно абсорбція перевищує дохід (рівняння (10.8)). Обмеження пропозиції грошової маси ( $\downarrow M^s$ ) збільшує внутрішні накопичення грошових активів і зменшує абсорбцію, що поліпшує поточний рахунок (рівняння (10.10)). Надалі тенденція до поліпшення сальдо поточного рахунку гальмується збільшенням валютних резервів, а відтак — пропозиції грошової маси. Поступово це зменшує внутрішні накопичення грошових активів і збільшує абсорбцію. Таким чином пропо-

зиція грошової маси  $M^s$  стає інструментальним чинником підтримання рівноваги поточного рахунку платіжного балансу. Попит на гроші  $M^d$  відіграє підпорядковане значення, оскільки рівень доходу ( $Y = Y^N$ ) є сталим ( $Y = Y^N$ ), а рівень цін змінюється лише тоді, якщо країна є великою відкритою економікою і впливає на рівень світових цін. На відміну від моделі Манделла — Флемінга, де використовуються усі три ефекти — доходу, цін і відсоткової ставки, у монетарній моделі змін грошової маси цілком достатньо для самостійного вирівнювання платіжного балансу через функцію внутрішніх накопичень грошових активів.

Графічно логіку монетарного підходу проілюстровано на рис. 10.2.

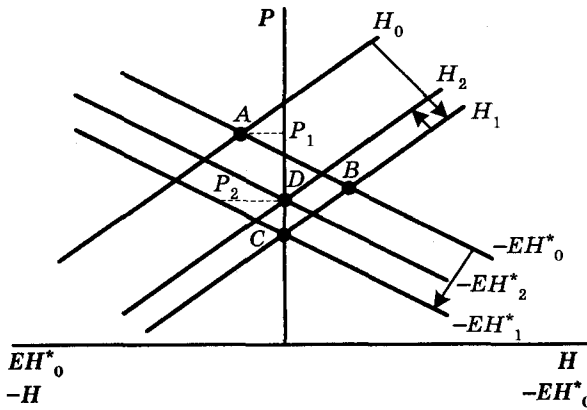


Рис. 10.2. Вирівнювання від'ємного сальдо платіжного балансу в монетарній моделі

Внутрішні накопичення грошових активів збільшуються при підвищенні рівня цін ( $\uparrow P$ ), оскільки це підвищує попит на гроші (рівняння (10.6)) та змінює баланс попиту і пропозиції грошових активів (рівняння (10.8)). Водночас підвищення рівня світових цін ( $\uparrow P^*$ ) збільшує накопичення грошових активів за кордоном ( $\uparrow EN^*$ ); відповідно протилежна за знаком величина  $\uparrow EN^*$  зменшується. Рівноважним є таке значення рівня цін  $P = EP^*$ , коли внутрішні та зовнішні накопичення грошових активів припиняються:  $H = EN^*$ . У т. А (рис. 10.2) внутрішні накопичення є від'ємними ( $H < 0$ ), означаючи перевищення абсорбції над доходом (рівняння (10.8)). Після зменшення грошової маси внутрішні накопичення грошових активів збільшуються ( $H_0 \rightarrow H_1$ ). У короткочасному плані сальдо поточного рахунку стає додатним (т. В). Згодом монетарні ефекти платіжного балансу дещо збільшують грошову масу і зменшують внутрішні накопичення грошових активів ( $H_1 \rightarrow H_2$ ). Проте сумарний ефект є таким, що грошова маса зменшується ( $H_2 < H_0$ ). Відповідно за кордоном збільшується грошова маса

і зменшуються зовнішні накопичення грошових активів ( $EH_0^* \rightarrow EH_1^*$ ). У підсумку рівень цін знижується ( $P_1 \rightarrow P_2$ ). У малій відкритій економіці зовнішні накопичення  $EH^*$  не залежать від зміни рівня цін  $P$  (лінія  $EH^*$  є горизонтальною).

Довгострокова нейтральність монетарної політики стосовно доходу в монетарному підході нічим не відрізняється від логіки моделі Манделла — Флемінга для фіксованого обмінного курсу за відсутності політики стерилізації, проте певні відмінності простежуються для короткочасних ефектів<sup>1</sup>. Якщо у моделі Манделла — Флемінга вирівнювання платіжного балансу супроводжується змінами доходу і відсоткової ставки, а також рівня цін (гнучке ціноутворення), то у монетарному підході правило “однієї ціни” означає, що під час змін у пропозиції грошової маси рівень цін, відсоткова ставка і дохід залишаються незмінними. Єдиним наслідком грошових інтервенцій стають зміни у структурі пропозиції грошової маси: будь-яке збільшення (зменшення) внутрішньої компоненти супроводжується відповідним зменшенням (збільшенням) валютних резервів.

Повертаючись до зв'язку між внутрішньою компонентою грошової маси і валютними резервами (розділ 8), логіці монетарного підходу до вирівнювання платіжного балансу відповідає значення компенсаційного коефіцієнта  $-1$ . У практичних розрахунках приймається, що логіка монетарної моделі платіжного балансу справджується, якщо оцінений коефіцієнт впливу внутрішньої компоненти грошової маси на валютні резерви є статистично значущим і не відрізняється від  $-1$  [114, р. 56]. Іншою рисою монетаристських моделей є визнання неможливості ефективної стерилізації монетарних ефектів платіжного балансу. Технічно це означає, що коефіцієнт стерилізації, який показує ступінь нейтралізації монетарних ефектів платіжного балансу відповідною корекцією внутрішньої компоненти грошової маси, не повинен статистично відрізнятися від 0. У монетарній моделі центральний банк може впливати на пропозицію грошової маси за допомогою інструментів стерилізації, однак це матиме лише короткочасний ефект, який нівелюватимуть монетарні ефекти платіжного балансу. Саморегуляція сукупної пропозиції грошової маси забезпечується стабільним попитом на певну абсолютну величину грошової маси. Після досягнення бажаної вартості грошових активів зміни у платіжному балансі припиняються, оскільки зникає потреба у додаткових грошових активах. Модель (10.6)—(10.12) відповідає припущенням глобального монетаризму про задоволення попиту на гроші пропозицією грошових активів із внутрішніх та зовнішніх джерел.

<sup>1</sup> *Stevenson A., Muscatelli V., Gregory M. Macroeconomic Theory and Stabilization Policy.* — P. 242—243.

## 10.2. Довгострокова нейтральність девальвації грошової одиниці

Безпосереднім наслідком девальвації грошової одиниці є зменшення накопичень за кордоном ( $-E_0H_0^* \rightarrow -E_1H_0^*$ ) (рис. 10.3).

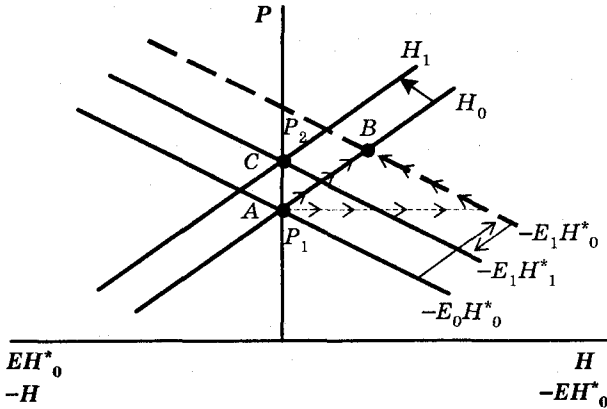


Рис. 10.3. Девальвація грошової одиниці у монетарній моделі

Інструментальним чинником зменшення накопичень стає зниження внутрішньої ціни імпортованих товарів, адже рівень цін в іноземній грошовій одиниці залишається сталим для визначеного рівня грошової маси. Оскільки за кордоном абсорбція перевищує накопичення, виникає надлишковий попит на продукцію певної країни. Поступово рівень цін у цій країні підвищується, аж доки збільшення внутрішніх накопичень не врівноважиться деяким збільшенням накопичень за кордоном (т. А). Підвищення рівня цін ( $P_1 \rightarrow P_2$ ) означає вищий попит на гроші (рівняння (10.6)), збільшення накопичень ( $\uparrow H$ ) та зменшення абсорбції ( $\downarrow A$ ). Виникає додатне сальдо поточного рахунку. Таким чином у короткочасному плані девальвація виразно поліпшує поточний рахунок. Докладніше пояснення наведено у додатку Е за допомогою розширеної монетарної моделі [176, р. 871—880]. Проте надалі монетарні ефекти платіжного балансу збільшують грошову масу (рівняння (10.7)). Зі свого боку, це збільшує абсорбцію і зменшує внутрішні накопичення ( $H_0 \rightarrow H_1$ ). Навпаки, абсорбція за кордоном зменшується, а накопичення — збільшуються ( $-E_1H_0^* \rightarrow -E_1H_1^*$ ). У підсумку відбувається вирівнювання поточного рахунку, адже у т. С спостерігається:  $CA = N = 0$ .

Для великих відкритих економік (рис. 10.3) вирівнювання платіжного балансу передбачає коригування рівнів цін і абсорбції в обох країнах. При цьому порівняльна зміна рівнів цін залежить від розмірів економіки. Для



малої відкритої економіки підвищення рівня цін буде пропорційним девальвації грошової одиниці, тобто максимальним. Припущення про неефективність девальвації як засобу вирівнювання платіжного балансу так само поділяється прихильниками структуралізму, позаяк наступне прискорення інфляції погіршує сальдо зовнішньої торгівлі через підвищення RER. Водночас пропагувалися переваги торговельного протекціонізму для вирівнювання платіжного балансу, що відрізняє від монетарного підходу, де монетарні ефекти платіжного балансу не створюють жодних відмінностей між наслідками девальвації грошової одиниці та засобів торговельного протекціонізму (обидва інструменти економічної політики збільшують пропозицію грошової маси через монетизацію валютних резервів, що нівелює початковий сприятливий вплив на платіжний баланс). Нагадаємо, що на відміну від монетарних підходів до вирівнювання платіжного балансу, структуралізм не передбачає обмеження пропозиції грошової маси, оскільки це пригнічує економічне зростання. У монетарному підході не розглядається вплив обмінного курсу на розподіл доходів, також знехтувано схильністю до споживання, що може мати порівняно самостійний вплив на дохід. Девальвація грошової одиниці може впливати через ефекти добробуту і Лаурсена — Метцлера, однак ці механізми також не враховуються у монетарній моделі.

### 10.3. Пояснення експортноорієнтованого зростання

Монетарна модель платіжного балансу зручно пояснює феномен експортноорієнтованого зростання, коли тривале збільшення обсягів виробництва поєднується з підтриманням додатного сальдо поточного рахунку і збільшенням валютних резервів<sup>1</sup>. Необхідною передумовою стає тривале у часі збільшення попиту на гроші.

#### 10.3.1. Зарубіжний досвід

У 1960-х роках економічне зростання Німеччини супроводжувалося підтриманням додатного сальдо торговельного балансу (рис. 10.4, *a*). Зі середини 1970-х років підвищення вартості енергоносіїв дещо послабило амплітуду перевищення експорту над імпортом, однак упродовж 1980-х років поновилося переконливе додатне сальдо торговельного балансу. Об'єднан-

<sup>1</sup> *Stevenson A., Muscatelli V., Gregory M. Macroeconomic Theory and Stabilization Policy. — 1993. — P. 242—243.*

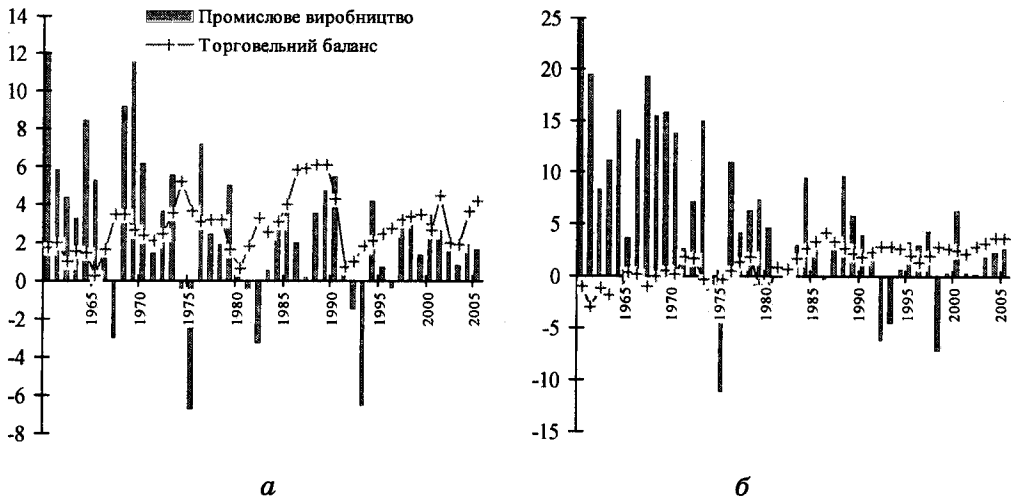


Рис. 10.4. Промислове виробництво (%) і торговельний баланс (% від ВВП), 1960—2005 рр.: а — Німеччина; б — Японія

Джерело: IMF *International Financial Statistics*

ня Німеччини позначилося погіршенням цього показника, але ненадовго. Загалом додатне сальдо експорту-імпорту в Німеччині підтримується упродовж понад 40 років. З початку 1960-х років бурхливий розвиток Японії розпочинався на тлі від’ємного сальдо зовнішньої торгівлі, але вже наприкінці десятиліття було досягнуто перевищення експорту над імпортом (рис. 10.4, б). Нафтові кризи 1974—1975 і 1979—1981 років позначилися локальним погіршенням торговельного балансу, однак з початку 1980-х років у Японії спостерігається переконливе додатне сальдо торговельного балансу. З початку 1980-х років успішний приклад експортоорієнтованого зростання повторили країни Південно-Східної Азії: Південна Корея, Тайвань, Сінгапур.

У моделі Манделла — Флемінга збільшення абсорбції внаслідок ефекту добробуту мало зменшити додатне сальдо поточного рахунку впродовж декількох років. У монетарному підході збільшення доходу не суперечить поліпшенню поточного рахунку — інструментальним чинником стає збільшення попиту на гроші. З іншого боку, в моделі Манделла — Флемінга підвищений попит на гроші зменшує дохід, хоча й поліпшує поточний рахунок.

У країнах “третього світу” можливості несуперечливого тривалого підтримання додатного сальдо поточного рахунку демонструє Китай (рис. 10.5, а). У другій половині 1990-х років економічне зростання має виразний експортноорієнтований характер. У 2000 р. обсяги експорту збільшилися до

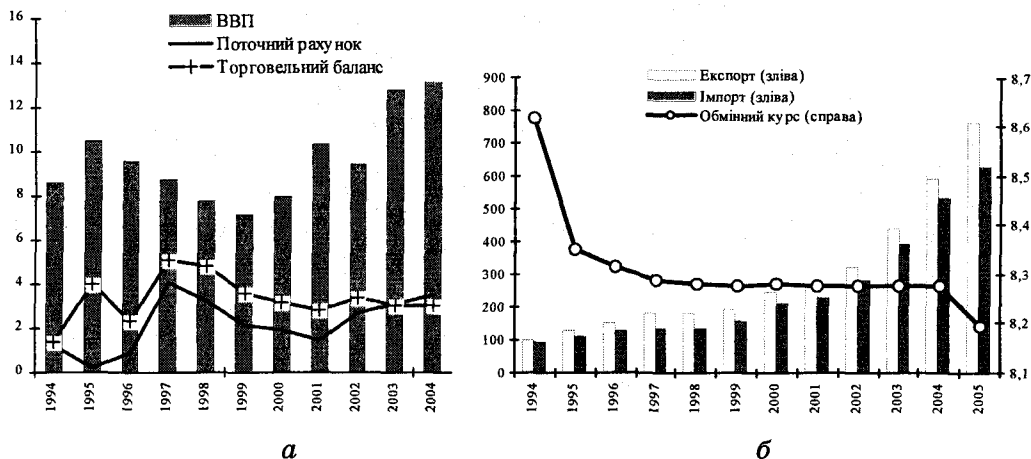


Рис. 10.5. Китай: а — зростання ВВП (%), сальдо поточного рахунку і торговельного балансу (% від ВВП); б — обсяги експорту-імпорту (млрд дол.), обмінний курс (юань/дол.), 1994—2005 рр.

Джерело: IMF *International Financial Statistics*

250 проти 102 млрд дол. у 1994 р. Упродовж 1997—2000 рр. додатне сальдо торговельного балансу становило в середньому 40 млрд дол. Збільшення обсягів зовнішньої торгівлі спостерігалось на тлі високого темпу зростання ВВП — 7,9 %. Зрозуміло, що таке поєднання природно інтерпретувати на користь моделі експортноорієнтованого зростання. Валютні резерви Китаю збільшилися у 2000 р. до 168 млрд дол. проти всього 52,9 млрд дол. у 1994 р. Переконливе збільшення обсягів зовнішньої торгівлі відбувалося за умови підтримання стабільності обмінного курсу грошової одиниці — юаня (рис. 10.5, б). Це заперечує поширену думку, що економічне зростання у країні, що розвивається, може відбуватися лише на основі постійного знецінення грошової одиниці. Все виглядає на те, що внутрішня і зовнішня рівновага у китайській економіці не залежить від обмінного курсу — це відповідає теоретичним припущенням монетарної моделі.

### 10.3.2. Економіка України

Довгостроковий механізм експортноорієнтованого зростання умовно ілюструється нещодавнім досвідом української економіки, коли досягнення додатного темпу зростання ВВП спостерігалось на тлі додатного сальдо поточного рахунку (рис. 10.6). Визначальним чинником поліпшення поточного рахунку стало додатне сальдо торговельного балансу (в 1999 р.

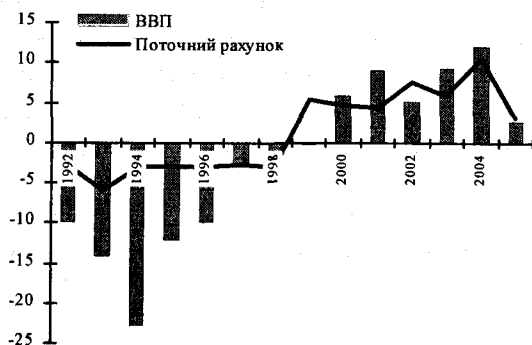


Рис. 10.6. Україна: ВВП (%) і поточний рахунок (% від ВВП), 1992—2005 рр.

*Джерело: IMF International Financial Statistics, матеріали Державного комітету України*

додатне сальдо поточного рахунку отримано головним чином за рахунок сприятливого балансу послуг). Надходження від додатного балансу експорту-імпорту українських товарів з надлишком компенсували відносно погіршення балансу послуг і зростання коштів обслуговування зовнішнього боргу (див. розділ 2). Якщо послабити припущення щодо перебування на “природному” рівні доходу і використати можливість зворотної причинності у рівнянні (10.6), стандартну модель монетарного підходу легко використати для пояснення чинників економічного зростання в Україні з початку 2000 р. Інструментальним чинником контрастного переходу до економічного зростання стало раптове підвищення попиту на гроші внаслідок рішучого демонтажу різноманітних безгрошових “схем” розрахунків і надання прозорості розрахункам за енергоносії. Якщо на початку 1998 р. частка бартеру в обсягах реалізації становила 41 %, то на середину 2000 р. — знизилася до 19,2 % [230, р. 10].

Знищення бартеру та залікових схем не було надто складним заходом, але жоден з українських прем’єрів до В. Ющенка не наважувався на це, адже підривалося чи не найістотніше джерело збагачення найбагатших людей України [79]. Рентабельність бартерних і залікових схем іноді перевищувала 200 %. Як твердив свого часу Карл Маркс, при таких цифрах капітал звіріє і немає такого злочину, на який би не пішли буржуа-підприємці. Одним з них стала систематична невивплата заробітної плати громадянам місяцями, а то й роками [56, с. 1], що вела до поступового знищення національної економіки. Тривалість (8 років) і глибина (біля 60 %) спаду виробництва в українській економіці не мають світових аналогів у мирний час [129, р. 4]. Боротьба з “тінізацією” української економіки

(= підвищення попиту на гроші) дозволила оперативно “наповнити” бюджет. Приріст доходів зведеного бюджету становив 49,4 % проти заледве 11,6 % у 1999 р. (відповідні цифри для видатків становили 38,3 і 11,6 %). Зрослий попит на гроші та фіскальна дисципліна стимулювали економічне зростання і забезпечили додатне сальдо торговельного балансу — обидва елементи макроекономічної рівноваги з’явилися вперше з 1992 р. Придбання іноземної валюти становило понад 1,5 млрд дол., що дозволило підвищити монетизацію економіки. З іншого боку, цьому сприяло підвищення питомої ваги грошових розрахунків у економіці.

Отримані результати добре узгоджуються з логікою монетарного підходу. За умови незмінних рівня цін ( $P = \text{const}$ ) та швидкості обертання грошей ( $v = \text{const}$ ) підвищення попиту на гроші ( $\uparrow M^d$ ) безпосередньо збільшує дохід (рівняння (10.6)). Збільшення внутрішніх накопичень ( $\uparrow H$ ), що є іншим наслідком збільшення попиту на гроші (рівняння (10.9)), поліпшує поточний рахунок (рівняння (10.10)). Пояснення причин економічного зростання у 2000 р. набуває теоретично обґрунтованих характеристик. У монетарній інтерпретації сприятливий вплив на українську економіку створило збільшення попиту на гроші, яке неможливо не записати в актив уряду В. Ющенка.

Пояснення в дусі монетарного підходу відповідає економетричним результатам, що в українській економіці збільшення доходу і прискорення інфляції збільшують валютні резерви (рівняння (8.21)). Підвищений попит на гроші веде до поліпшення торговельного балансу або продажу внутрішніх фінансових активів. Оскільки не спостерігалось нічого на зразок придбання іноземними інвесторами українських активів, сальдо зовнішньої торгівлі стало єдиним “амортизатором” попиту на гроші. Сприятливий вплив інфляції на торговельний баланс теж неважко пояснити підвищенням попиту на гроші з метою підтримання стабільності пропозиції грошової маси у реальному вимірі. Ще одним аргументом на користь монетарної моделі є екстремально високий компенсаційний коефіцієнт, адже справджується припущення, що будь-яке збільшення пропозиції грошової маси центральним банком буде супроводжуватися втратою валютних резервів.

Поновлення виробництва відбулося на здоровій економічній основі. Упродовж 2000—2001 рр. інвестиції в основний капітал збільшилися майже на третину, відбулося збільшення реального кредиту та перерозподіл кредитних ресурсів на користь приватного сектора [48, с. 5—7]. Зросли доходи малозабезпечених прошарків населення (пенсіонери, працівники бюджетних установ), що цілком відповідало логіці стимулювання платоспроможного попиту, але у “монетаристському” виконанні. Вартує уваги

## УКРАЇНА: АЛЬТЕРНАТИВНІ ПОЯСНЕННЯ ЕКОНОМІЧНОГО ЗРОСТАННЯ

Отримали поширення декілька версій контрастного поновлення економічного зростання [97, с. 299—301]:

— *девальвація гривні*. Стрімке знецінення грошової одиниці восени 1998 р. і наприкінці 1999 р. пододало потенційне завищення RER і стимулювало виробництво через підвищення цінової конкурентоспроможності. Виник імпортозаміщуючий ефект у харчовій і легкій галузях промисловості. У такій інтерпретації каталізатором економічного зростання стає фінансова криза 1998 р., що досить незвично для подій такого характеру;

— *сприятлива кон'юнктура на зовнішніх ринках*. Економічне зростання у промислових країнах, передусім у США, позначилося сприятливою динамікою світових цін на сировину, що вирішальною мірою стимулювало економічне зростання в Україні;

— *циклічність ділового циклу*. Якщо спад виробництва у 1995—1999 рр. відбивав депресивну ділянку циклу ділової активності, то з початку 2000 р. відбувся об'єктивний (і незалежний від економічної політики) перехід до фази економічного зростання;

— *збільшення надходжень від приватизації*. Це поліщило дохідну частину бюджету та нейтралізувало очікування цінової і грошової нестабільності;

— *якість виробничого менеджменту*. Відповідні зміни стали наслідком тривалого процесу структурних перетворень та приватизації державного майна;

— *“супо монетарні хитрощі”*, погоджені з НБУ (жорстке регулювання валютного ринку, стримування інфляції після передевальвації гривні);

— *переорієнтація комерційних банків на кредитування реального сектора*. Цьому знову ж таки сприяла фінансова криза 1998 р., оскільки банкіри втратили ринок ОВДП як об'єкт вкладення коштів комерційних банків.

Я. Жалило досягнуте економічне зростання розглядає як наслідок “механічної детінізації української економіки”, що не містила внутрішніх передумов власної стійкості, а відтак підсумковий результат “не міг бути представленим як показник сприятливості урядової економічної політики для економічного зростання”. Спеціалісти МВФ визнають дієвість збільшення попиту на гроші та супутнього поліпшення фіскальної дисципліни, але не вважають поновлення економічного зростання результатом радикальних змін в економічній політиці [129]. Акцентується імовірний сприятливий “переліт” показника доходу після надмірного спаду виробництва та підвищення конкурентоспроможності за рахунок девальвації гривні й зниження заробітної плати, що сприяло заміщенню імпорту в низці галузей (харчовій, легкій

і целюлозно-паперовій) та збільшенню експорту, передусім у Росію. З-поміж доволі екзотичних причин називаються зміни у цільовій функції олігархів [129, р. 38—42], пов'язані із закріпленням прав власності. Визнається, хоча й досить обережно, що грошова і цінова стабільність стала наслідком поживлення виробництва [129, р. 23], як це пропонують прихильники структуралізму. Також досить незвичним є пасаж про те, що в 2000—2001 рр. українці “збирали плоди реформ періоду 1994—1995 рр.” [129, р. 25].

Емпіричні оцінки показують, що українське виробництво стимулюють: а) підвищення RER, б) гальмування інфляції, в) зменшення повністю передбачуваної складової пропозиції грошової маси (технічно це еквівалентно підвищенню попиту на гроші) [97, с. 280—306]. Вплив промислового виробництва на інфляцію не простежується [97, с. 297, 304]. Важливо ще раз наголосити, що у 2000 р. не відбувалося поліпшення умов торгівлі (див. розділ 6). Стосовно можливого впливу девальвації гривні на динаміку експорту і промислового виробництва, важко не погодитися, що аргумент істотно слабше при порівнянні показників експорту 1997 і 2000 рр. — 15,4 і 15,7 млрд дол., які досягнуто на рівнях обмінного курсу, які істотно відрізняються [129, р. 43]. Додаткові аргументи щодо макроекономічного впливу номінального і реального обмінних курсів, а також світової ціни на метал наведено у розділі 13.

зауваження радника президента Росії з економічних питань А. Ілларіонова: “Приріст промислового виробництва в Україні у квітні 2001 р. сягнув 18,7 %, тоді як в Росії він дорівнював 4 %. І це при тому, що вартість 1000 м<sup>3</sup> газу для України становить 40—45 дол., одночасно в Росії вона дорівнює 10—12 дол. Тому я хочу сказати, що Україна досягла вагомих результатів і, що головне, на більш здоровій основі” [79]. Примітно, що економічне зростання у 2000 р. не передбачалося навіть найбільшими оптимістами. Польські експерти прогнозували, що у 2000 р. офіційний ВВП знизиться на 0,7 %, а державний борг збільшиться на 5 % від ВВП [28, с. 39—40]. Девальвація гривні очікувалася на рівні 29 %, а інфляція — 34 %. Стан платіжного балансу оцінювався “дуже важким внаслідок жорсткого графіка обслуговування зовнішнього боргу”. Від’ємне сальдо поточного рахунку мало становити 1,1 % від ВВП.

Досягнення уряду В. Ющенка стають ще контрастнішими на тлі економічної динаміки другої половини 2001 р. — першої половини 2002 р. Якщо за січень—квітень 2001 р. середньомісячний приріст промислового виробництва становив 18,8 % (уряд В. Ющенка було відправлено у відставку в річницю Чорнобильської трагедії — 26 квітня 2002 р.), то з приходом нового уряду А. Кінаха цей показник почав невпинно знижуватися і на кінець року ледве перевищив 14 %. У I кварталі 2002 р. промислове виробництво збільшилося лише на 3 %, попри відчутне зниження цін на сиру

нафту<sup>1</sup>. Якщо питома вага прибуткових підприємств зросла зі 44 % у 1999 р. до 62 % у 2000 р., то в 2001 р. вона знизилася до 58 %; у промисловості цей показник впав до 51 % [79]. Однією з причин погіршення економічної ситуації варто вважати відновлення бартерних схем у тому чи іншому вигляді. Так, заборгованість перед атомно-енергетичною галуззю зросла впродовж 2001 р. на 3 млрд грн. Це може бути простим збігом, але влітку 2002 р. в Міністерстві економіки поновилися призабуті розмови про “цільову” емісію на суму якраз 3 млрд грн — для кредитування інвестиційних проектів. Планувалося надати фінансові ресурси на 2—3 роки під 12 % річних (ринкова ставка становила 29 %).

У теоретичному контексті монетарної моделі амплітуда поліпшення поточного рахунку збільшується, якщо прийняти супутнім наслідком збільшення попиту на гроші збільшення надходжень у бюджет. Поліпшення фіскальних показників ( $\downarrow G-T$ ) зменшує пропозицію грошової маси (рівняння (10.7)), що додатково збільшує накопичення грошових активів ( $\uparrow H$ ) (рівняння (10.9)). Відповідно тенденція до поліпшення поточного рахунку набуває додаткового імпульсу. Щоправда, з часом грошова маса повинна збільшитися до попереднього рівня за рахунок монетизації валютних резервів. Проте у структурі грошової маси зменшиться частка внутрішньої складової, як це передбачає логіка монетарної моделі платіжного балансу.

Хоча на структуру пропозиції грошової маси вплинуло обслуговування зовнішнього боргу, частка валютних резервів у структурі грошової бази зростала зі середини 2000 р.; водночас стабілізувалося значення внутрішньої складової грошової бази. У вересні 2001 р. цей показник навіть знизився в абсолютному вимірі, але до кінця року все-таки з'явилася протилежна тенденція. Очевидне зменшення частки внутрішньої складової (тим паче за умов обслуговування зовнішнього боргу) неважко сприйняти ознакою адекватності монетарної моделі платіжного балансу для пояснення економічних процесів в українській економіці. Зміна структури грошової бази на користь валютної складової може бути наслідком підтримання стабільності обмінного курсу за умов припливу капіталу. Наприклад, це стосується періоду кінця 1996 р. — початку 1998 р., коли монетизація валютних резервів теж виступала домінуючим чинником збільшення пропозиції грошової маси, однак першопричини істотно відрізнялися від подібного явища у 2001 р. Якщо у першому випадку відбувався приплив іноземних інвестицій, а сальдо поточного рахунку було від'ємним, то у другому випадку — вплив капіталу за операціями рахунку капіталу поєднувався з додатним сальдо поточного рахунку.

<sup>1</sup> У I кварталі 2002 р. середня ціна тонни імпорту сирої нафти становила 90,2 дол. проти 176,8 дол. роком раніше [48, с. 7]. Зрозуміло, що цих двох цифр цілком достатньо, щоб демістифікувати нібито “сприятливі зовнішні чинники” економічного зростання у 2000—2001 рр.



Логіка монетарного підходу не заперечує, що збільшення експорту може впливати на економічні показники через технологічні інновації. По-перше, підвищення продуктивності праці збільшить попит на гроші, що матиме зворотний стимулюючий вплив на обсяги виробництва та експорту. По-друге, збільшення доходу працюючих як інший наслідок підвищення продуктивності праці повинно поліпшити сальдо бюджету і зменшити потребу в емісійному фінансуванні урядових видатків. Відповідне поліпшення поточного рахунку буде тривалим, якщо технологічні інновації мають перманентний характер.

## 10.4. Модель для плаваючого обмінного курсу

Монетарні моделі для плаваючого обмінного курсу з'явилися зі середини 1970-х років, коли виникла потреба адаптувати логіку монетарного підходу до змін у політиці обмінного курсу після ліквідації Бреттон-Вудської системи фіксованих обмінних курсів. Вихідним елементом будь-якої монетарної моделі платіжного балансу є рівновага грошового ринку (в логарифмах)<sup>1</sup>:

$$m = p + \alpha y - \beta r, \quad (10.13, a)$$

де попит і пропозицію грошової маси визначено згідно з рівнянням *LM*.

Відповідна залежність для іноземної країни становить:

$$m^* = p^* + \alpha y^* - \beta r^*, \quad (10.13, б)$$

якщо для прозорості функціональних залежностей прийняти залежність попиту на гроші від доходу й відсоткової ставки ідентичною в обох країнах.

Дотримання ПКС означає, що:

$$p = e + p^*. \quad (10.14)$$

Таким чином визнається правило “однієї ціни” про ідеальне заміщення товарів національної економіки і товарів міжнародної торгівлі, як це припідманно монетарним моделям платіжного балансу. Після підстановки виразу для *p* з рівняння (10.14) у рівняння (10.13, *a*) отримуємо:

<sup>1</sup> Різноманітні варіанти моделі подано у *Dernburg T. Global Macroeconomics*. — N. Y.: Harper Collins Publishers, 1989. — P. 288—293; *Frenkel J., Mussa M. Asset Markets, Exchange Rates and the Balance of Payments // Handbook of International Economics / R. Jones, P. Kenen (eds.)*. — Vol. I. — Book 3. — Amsterdam; N. Y.; Oxford: North-Holland, 1985. — P. 716—725; *Stevenson A., Muscatelli V., Gregory M. Macroeconomic Theory and Stabilization Policy*. — P. 265—268.

$$m = e + p^* + \alpha y - \beta r. \quad (10.15)$$

З рівнянь (10.15) і (10.13, б) випливає:

$$e = (m - m^*) - \alpha(y - y^*) + \beta(r - r^*). \quad (10.16)$$

Рівняння (10.16) характеризує монетарну модель платіжного балансу для плаваючого обмінного курсу. Цілком передбачувано прискорене зростання пропозиції грошової маси знецінює грошову одиницю. Такий теоретичний висновок має емпіричні підтвердження. Дані окремих країн за 1955—1996 рр. показують високу відповідність між темпами знецінення грошової одиниці та інфляцією для країн з високою інфляцією [125, р. 620]. У рівнянні (10.16) збільшення обсягів виробництва зміцнює грошову одиницю. Дещо несподівано підвищення відсоткової ставки означає знецінення грошової одиниці. Зрозуміло, що результати є протилежними для пропозиції грошової маси, обсягів виробництва і відсоткової ставки за кордоном, відповідно  $m^*$ ,  $y^*$  і  $r^*$ .

Якщо пояснити відмінності у відсоткових ставках присутністю інвестиційного ризику  $r = r^* + \psi$ , рівняння (10.16) можна переписати:

$$e = (m - m^*) - \alpha(y - y^*) + \beta\psi. \quad (10.17)$$

Інвестиційний ризик  $\psi$  знижує обмінний курс. З іншого боку, значення  $\psi$  характеризує премію від очікувань зниження обмінного курсу (або відкритий паритет відсоткових ставок). Таким чином поява очікувань знецінення грошової одиниці, як це визначено різницею ставок, негайно знижує обмінний курс. Для випадку  $\psi = 0$  припущення щодо визначення відсоткової ставки відповідає ідеальній мобільності у моделі Манделла — Флемінга. Фактично у монетарній моделі обмінний курс визначено відносними темпами зростання пропозиції грошової маси і доходу. Якщо прийняти перебування обох економік на “природному” рівні доходу та відсутність премії від ризику, обмінний курс залежить суто від монетарного чинника. Після збільшення пропозиції грошової маси виникає її надлишкова пропозиція. Оскільки дохід не залежить від грошової маси, а рівень цін  $p^*$  є незалежним чинником (мала відкрита економіка не впливає на рівень світових цін), надлишкова пропозиція грошової маси матеріалізується у підвищенні попиту на іноземні товари. Це зумовлює знецінення грошової одиниці ( $\uparrow e$ ). Надалі дотримання ПКС передбачає підвищення внутрішніх цін ( $\uparrow p$ ). Таким чином причинно-наслідковий механізм визначає зниження обмінного курсу першопричиною підвищення рівня цін ( $e \Rightarrow p$ ), а не навпаки.

Монетарна модель заперечує доцільність підтримання різноманітних систем регульованого обмінного курсу на кшталт керованого “плавання” або “повзучого” знецінення грошової одиниці. Операції центрального банку певної країни або скоординовані інтервенції декількох центральних банків матимуть лише тимчасовий ефект, вимагаючи подальшого втручання. Це може дезорганізувати поведінку підприємців приватного сектора. У такому контексті передбачувана монетарна політика має незаперечні переваги.

Монетарну модель для плаваючого обмінного курсу протестовано для місячних даних обмінного курсу польського злотого до долара за 1993—1996 рр. [289]:

$$\begin{aligned}
 e_t = & 0,295(m - m^*)_t & -0,027(y - y^*)_t & -0,008(p - p^*)_t & - \\
 & (1,85^{***}) & (-5,01^*) & (-1,05) & \\
 & -0,011(r_t - r_t^*) & -3,726Z_t, & & \\
 & (-1,900^{***}) & (-0,41) & R^2 = 0,91, & (10.18)
 \end{aligned}$$

де змінна  $Z_t$  відбиває трендове значення “повзучого” знецінення злотого.

Прискорене збільшення грошової маси у Польщі послаблює грошову одиницю, хоча відповідний коефіцієнт є нижчим від 1. Також відповідає теоретичним припущенням результат, що грошову одиницю зміцнює відносно збільшення доходу (коефіцієнт є значущим на рівні 1 %). Зміцнення грошової одиниці внаслідок підвищення відсоткової ставки може означати, що залежність попиту на гроші від відсоткової ставки є набагато нижчою порівняно з промисловими країнами. Відмінності у темпах інфляції не мали помітного впливу на обмінний курс. Також “повзуче” знецінення злотого не досягало поставленої мети — зниження обмінного курсу, що могло бути наслідком збігу девальваційного тренду польського злотого зі зміцненням американського долара на світових валютних ринках. З часом цілком підтвердився зроблений ще у 1996 р. висновок, що від “повзучого” знецінення час відмовлятися [289, р. 16].

## 10.5. Переваги та критичні зауваження

Виходячи з припущень про “природний” рівень доходу і гнучке ціноутворення, монетарний підхід досить часто вважають сучасною версією автоматичної адаптації у дусі класичної традиції [292, р. 30]. Відповідно до монетарного пояснення процесів у відкритій економіці можна застосувати наведені вище неформальні пояснення (див. розділ 5). Разом з тим не бракує істотних відмінностей: замість порівняльних цін товарів зовнішньої торгівлі інструментальним чинником вирівнювання платіжного балансу стає попит на гроші, монетарні активи розглядаються достатньо диверсифікованими, а відсоткова ставка приймається незалежним зовнішнім чинником [327, р. 33—34].

Монетарний підхід до вирівнювання платіжного балансу забезпечує чіткі рекомендації для економічної політики: 1) проблеми платіжного балансу є короткочасними і не вимагають обов'язкового державного втручання (таке втручання може справді прискорити процес вирівнювання платіжного балансу, однак зазвичай стає непродуктивним з погляду дестабілізації показників доходу та інфляції), 2) найбільш ефективним засобом зміцнення грошової одиниці є заздалегідь оголошене зниження темпу зростання пропозиції грошової маси, 3) хаотичні зміни обмінного курсу пояснюються нерозважною монетарною політикою (стабільності обмінних курсів неможливо досягти без координації монетарної політики), 4) для випадку скоординованої монетарної політики групи країн, вибір політики обмінного курсу втрачає актуальність на макроекономічному рівні [226, р. 261—262; 327, р. 35]. Водночас з'являється можливість реалізації численних мікроекономічних переваг фіксованого обмінного курсу.

Придатність монетарного підходу до вирівнювання платіжного балансу для пояснення економічних процесів у країнах, що розвиваються, пояснюється низкою причин [343, р. 93—99]:

1. *Визнання монетарного характеру платіжних дисбалансів.* Це передбачає підвищену відповідальність центрального банку за проведення монетарної політики.

2. *Врахування взаємодії обох рахунків платіжного балансу.* Ймовірно є можливість поєднання від'ємного сальдо поточного рахунку з додатним сальдо рахунку капіталу. Це важливо для випадків, коли імпорт технологічного обладнання використовується для стимулювання економічного зростання.

3. *Спрощена процедура емпіричної оцінки інструментів економічної політики.* Монетарна статистика є загальнодоступною і достовірною,

а тестування теоретичних залежностей монетарної моделі не передбачає складного розрахунку двосторонніх еластичностей чи інших подібних макроекономічних залежностей, як це вимагається у ціновому і абсорбційному підходах (така риса вважається однією з важливих причин для використання монетарних орієнтирів у програмах МВФ).

4. *Нерозвиненість фінансових ринків.* Відсутність багатьох альтернативних можливостей для інвестування вільних коштів обмежує можливості для ефективного використання активів економічних агентів. У багатьох випадках немає реальних альтернатив заощадженню коштів у готівці або придбанню товарів і послуг.

5. *Важливість монетарних ефектів платіжного балансу для малих відкритих економік.* Для таких економік грошова база більшою мірою визначається балансом попиту і пропозиції іноземної валюти, ніж це стосується порівняно закритих економік. Інакше кажучи, зміна показників облікової ставки чи нормативу резервування втрачає інструментальний характер для визначення економічної політики. Емпіричні результати для низки країн (Мексика, Гондурас) свідчать, що центральний банк може впливати на структуру пропозиції грошової маси, але не в змозі самостійно визначати її абсолютну величину.

Доцільність монетарної моделі для визначення ідеології програм МВФ не заперечується, однак зауважуються декілька потенційних недоліків [294, р. 14—16]. По-перше, нереалістично розглядати приплив капіталу незалежним чинником. Теоретична модель має враховувати залежність потоків капіталу від відсоткової ставки і обмінного курсу. Для більшості країн, що розвиваються, проблеми створює “втеча” капіталу. По-друге, вимагає уваги залежність відсоткової ставки від дефіциту бюджету і способів його фінансування. По-третє, повинна враховуватися залежність інфляційних очікувань від обмінного курсу.

Для визначення ендогенного характеру пропозиції грошової маси важливим є розмір країни. Оскільки у системі з декількох країн збільшення грошової маси пропорційно розподіляється між окремими країнами, для великої відкритої економіки це означатиме збільшення монетарних агрегатів. Так само девальвація грошової одиниці може позначитися асиметричною зміною рівня цін, якщо країна є досить великою. Практично лише у малій відкритій економіці девальвація грошової одиниці веде до пропорційного підвищення рівня цін. Швидкість вирівнювання платіжного балансу залежить від гнучкості цін та оцінки економічними агентами реальної вартості грошових активів. Обидва параметри залежать від розмірів економіки, ступеня заміщення між товарами імпорту та внутрішнього вироб-

ництва, а також мобільності капіталу. Висока мобільність капіталу прискорює вирівнювання платіжного балансу, тоді як цьому перешкоджає значний сектор товарів внутрішньої торгівлі, якими не торгують на зовнішніх ринках. Додатково на ефективність монетарної політики впливає статус країни з резервною валютою (наприклад США чи Німеччина) або доларизація економіки як окремий випадок використання декількох грошових активів (англ. *currency substitution*).

## Навчальні завдання

1. Проаналізуйте наслідки підвищення швидкості обертання грошей у монетарній моделі на сальдо поточного рахунку.

2. За допомогою модифікації функцій попиту на гроші теоретично обґрунтуйте можливість зміцнення грошової одиниці підвищенням відсоткової ставки у цій країні.

3. Використайте теоретичні конструкції монетарної моделі для пояснення експортноорієнтованого зростання у Німеччині.

4. За допомогою монетарної моделі платіжного балансу проаналізуйте наслідки: а) ревальвації грошової одиниці, б) зменшення пропозиції грошової маси.

5. Припустімо, що рівні цін у певній країні та за кордоном становлять:

$$p = \gamma p^N + (1 - \gamma) p^T \text{ і } p^* = \gamma p^{N*} + (1 - \gamma) p^{T*},$$

де  $p^N$  і  $p^T$ ,  $p^{N*}$  і  $p^{T*}$  відповідно рівні цін товарів внутрішньої і зовнішньої торгівлі.

Як у монетарній моделі обмінного курсу вплинуть на рівноважний обмінний курс зростання за кордоном: а) рівня цін товарів зовнішньої торгівлі, б) рівня цін товарів внутрішньої торгівлі?

## Рекомендована література

*Савельєв Є. В.* Міжнародна економіка: теорія міжнародної торгівлі і фінансів / Підручник. — Тернопіль: Економічна думка, 2001. — С. 405—411.

*Frenkel J., Mussa M.* Asset Markets, Exchange Rates and the Balance of Payments // Handbook of International Economics / R. Jones and P. Kenen (eds.). — Vol. I. — Book 3. — Amsterdam; N.Y.; Oxford: North-Holland, 1985. — P. 679—747.

*Stevenson A., Muscatelli V., Gregory M.* Macroeconomic Theory and Stabilisation Policy. — Glasgo; Oxford; Philip Allan/Barnes&Noble Books, 1993. — P. 245—256.

*Tsanacas D., Kasibhatla K., Malindretos J.* A Survey of the Monetary Approach to International Finance // Balance of Payments Adjustment: Macro Facets of International Facets Revisited / A. Arize, H. Bonitsis, I. Kallianiotis, K. Kasibhatla, and J. Malindretos (eds.). — London: Greenwood Press, 2000. — P. 24—30.

*Wilford W.* The Monetary Approach to BOP and Developing Nations: A Review of the Literature // The Monetary Approach to International Adjustment / B. Putnam, S. Wilford (eds.). — N. Y.: Praeger, 1986. — P. 87—112.



---

## Розділ 11

# ПОРТФЕЛЬНА МОДЕЛЬ ПЛАТІЖНОГО БАЛАНСУ

*Портфельна модель платіжного балансу традиційно використовується для пояснення економічної політики у промислових країнах з високою мобільністю капіталу, хоча останнім часом все частіше застосовується для країн, що розвиваються. Подібно до монетарної моделі, портфельна модель має безліч модифікацій, об'єднаних спільністю засадничих припущень та висновків. У підрозділі 11.1 проілюстровано логіку найпростішої портфельної моделі платіжного балансу. В підрозділах 11.2 і 11.3 проаналізовано наслідки монетарної і фіскальної політики для обох систем обмінного курсу — фіксованого і плаваючого. У підрозділі 11.4 розглянуто вплив девальвації грошової одиниці. У підрозділі 11.5 подано характеристику продажу-придбання іноземних цінних паперів.*

### ЗАСАДНИЧІ ПОНЯТТЯ

портфельна модель	диверсифікація портфеля активів
альтернативні фінансові активи	активи — ідеальні та неповні замітники
портфельні інвестиції	дохідність фінансових активів
рівновага портфеля активів	

---

#### 11.1. Структура моделі

Портфельні моделі набули популярності з кінця 1960-х років, коли виявилось, що пояснення зовнішньої рівноваги рухом лише грошових активів не враховувало особливостей промислових країн, де відбувалося зростаюче придбання іноземних фінансових активів (портфельні інвестиції). На відміну від моделей Салтера — Свона, Бікердайка — Робінсон — Метцлера, Манделла — Флемінга чи теоретичних конструкцій абсорбційного підходу, де головним елементом зовнішньої рівноваги розглядається по-

точний рахунок, у портфельній моделі інструментальним чинником вирівнювання платіжного балансу стає рахунок капіталу і фінансових операцій. У цьому аспекті простежуються певні подібності з монетарною моделлю, яка підкреслює значення динаміки грошових активів у вирівнюванні платіжного балансу. Відмінним є лише трактування внутрішніх та іноземних урядових облігацій: у монетарній моделі вони визнаються ідеальними (англ. *perfect substitutes*), а у портфельній — неповними замінниками (англ. *imperfect substitutes*).

### 11.1.1. Загальні міркування

У сучасній світовій економіці підвищеного значення набуває іноземне інвестування. Інвестиції за кордоном передбачають диверсифікацію портфеля активів з метою максимізації доходу та мінімізації інвестиційного ризику. Емпіричні дані свідчать, що зв'язок між дохідністю внутрішніх та іноземних фінансових активів є набагато слабшим, ніж для суто внутрішніх активів. Практично це означає, що втрати від придбання внутрішніх активів можна компенсувати підвищеними надходженнями від іноземних активів і навпаки. Безпосередні підстави для цього створює невідповідність (або асинхронність) циклів ділової активності в окремих країнах, відмінності в економічній політиці, а також структурні характеристики національних економік.

З урахуванням міркувань інвестиційного ризику стає доцільним диверсифікувати портфель активів навіть за умов відсутності сприятливої різниці відсоткових ставок (у цьому портфельна модель істотно відрізняється від моделі Манделла — Флемінга). Точніше, це стається тоді, коли вітчизняні та іноземні активи характеризуються від'ємною коваріацією ризику (тобто підвищена дохідність одного з активів поєднується у часі зі зниженням дохідності іншого активу). З іншого боку, в портфельній моделі зберігається припущення щодо зменшення попиту на гроші внаслідок підвищення відсоткової ставки. Дохідність фінансових активів помітно впливає на поведінку інвесторів. Існують емпіричні свідчення, що вартість цінних паперів (акцій і облігацій) впливає на інвестиційну позицію як промислових країн, так і країн, що розвиваються [225, р. 22]. Зі свого боку, акумуляція іноземних активів впливає на різницю відсоткових ставок і RER. Приміром, портфельні інвестиції впливають на RER у Німеччині з початку 1980-х років, тоді як у 1990-х роках втрачено залежність цього показника від поточного рахунку [137, р. 22]. Для більшості промислових країн придбання іноземних активів поєднується з емісією власних цінних паперів за кордоном.

Міжнародна диверсифікація портфеля активів істотно зросла за останні 20 років (табл. 11.1). Співвідношення “іноземні активи/ВВП” збільшилося

зі заледве 10 % на початку 1980-х років до майже 100 % у 2000 р. для провідних промислових країн (окрім Японії). Питома вага іноземних акцій у світовому інвестиційному портфелі досягла 50 % вже на початку 1981 р., а через шість років збільшилася до 70 % [109, р. 49]. На початку 1990-х років цей показник знизився до 50 %, але вже у 1994 р. становив 65 %. Надалі мексиканська криза дещо зменшила захоплення іноземними інвестиціями і у другій половині 1990-х років іноземні акції не перевищують 50 %, що відповідає показнику початку 1980-х років. З іншого боку, істотно зросла частка іноземних акцій у портфелі американських інвесторів — до 11 % у 2001 р. проти заледве 1 % у 1981 р. У 2000 р. американці володіли іноземними акціями вартістю 2 трлн дол., що майже вдесятеро перевищило показник 1990 р.

Таблиця 11.1. Характеристики володіння іноземними активами у промислових країнах (%)

Країна	Частка іноземних активів у загальному портфелі фінансових активів		Співвідношення "іноземні активи/ВВП"
	1991—1995 рр.	1996—1999 рр.	2000 р.
Велика Британія	23,2	25,6	170
Канада	4,4	6,6	90
Німеччина	9,6	15,0	75
США	4,1	6,6	90
Франція	5,6	10,6	70
Японія	7,7	8,9	40

Джерело: *The Information Technology Revolution*. — Washington: IMF, 2001.

У США в 1997 р. чистий приплив капіталу в різноманітних формах (урядові та приватні облігації, акції промислових компаній) становив 388 млрд дол. (наприкінці десятиліття цей показник знизився в середньому до 350 млрд дол.). З 1995 р. іноземні інвестиції в акції американських компаній збільшилися у 12 разів, корпоративні облігації — 2, облігації фінансових компаній — 4 рази [137, р. 10]. Головними інвесторами стали країни Західної Європи. Водночас у 1999 р. вперше стало негативним сальдо інвестицій у цінні папери американського уряду. Не менш відчутно збільшилася частка іноземних активів у портфелях приватних інвесторів. Цей показник перевищив 25 % у Великій Британії, що відбиває статус цієї країни як світового фінансового центра. Відчутно зросло володіння іноземними активами у Німеччині та Франції. Портфельні інвестиції у країни, що розвиваються, досягали 10 % у середині 1990-х років, проте наприкінці декади не перевищували 3—4 % від ВВП. Це стало наслідком

підвищеної ризикованості виникаючих ринків, яку виявили численні фінансові кризи: Мексика — 1994—1995 рр., Південно-Східна Азія — 1997—1998 рр., Росія — 1998 р. Потоки капіталу стимулюються фінансовими інноваціями, які, з іншого боку, вирівнюють вартість цінних паперів (з урахуванням ризику). Упродовж 1990-х років кореляція між відсотковими ставками знижувалася для більшості промислових країн. Спостерігається зростаючий зв'язок між динамікою індексів фондового ринку в США та Західній Європі. Міжнародна диверсифікація портфеля активів передбачає врахування численних макроекономічних чинників. Поряд з фундаментальними чинниками на поведінку інвесторів впливають різноманітні суб'єктивні “новини”, які лише опосередковано пов'язані з економічними показниками.

За останні два десятиліття США перетворилися із чистого кредитора у країну — чистого дебітора. Світовими кредиторами незмінно були і далі залишаються: Німеччина, Японія, Нідерланди і Швейцарія. Емпіричні дані свідчать, що поведінка потоків капіталу є щільно пов'язаною з різницею відсоткових ставок і динамікою RER, але напрям причинності може істотно відрізнитися [255, р. 23—24]. Якщо модель Манделла — Флемінга обумовлює приплив-відплив капіталу різницею відсоткових ставок, то портфельна модель передбачає, що саме потоки капіталу впливають на ставку й RER, а не навпаки. Точніше, міркування зниження інвестиційного ризику є важливішими, ніж власне різниця відсоткових ставок.

### 11.1.2. Теоретична модель

Відмінності між дохідністю внутрішніх та іноземних облігацій або відсотковими ставками у цій країні та за кордоном (обидва терміни розглядаються синонімами),  $r$  і  $r^*$  відповідно, є одним із чинників руху капіталу, але тимчасово. Наприклад, підвищення світової відсоткової ставки ( $\uparrow r^*$ ) збільшує попит на іноземні активи і супроводжується зменшенням частки внутрішніх активів у інвестиційному портфелі незмінної вартості ( $W = \text{const}$ ). Проте після наступного узгодження структури портфеля активів відмінності у рівнях дохідності втрачають вплив на потоки капіталу.

Найпростіше логіку портфельної моделі платіжного балансу ілюструє модель з грошовою стабільністю для малої відкритої економіки<sup>1</sup>:

<sup>1</sup> Різноманітні варіанти зазначеної моделі популярно аналізуються у *Stevenson A., Gregory M. Macroeconomic Theory on Stabilization Policy. — 1993. — P. 245—256* та *Isard P. Exchange Rate Economics // Cambridge Surveys of Economic Literature. — Cambridge: The Cambridge University Press, 1997. — P. 107—115*. Докладніший виклад портфельної моделі платіжного балансу подано у *Branson W., Henderson D. The specification and Influence of Asset Markets // Handbook of International Economics / R. Jones, P. Kenen (eds.). — Vol. I. — Book 3. — Amsterdam; N. Y.; Oxford: North-Holland, 1985. — P. 749—805*.

$$M/W = m(r, r^*, Q), \quad m_r, m_{r^*} < 0, \quad (11.1)$$

$$B/W = b(r, r^*, Q), \quad b_r > 0, \quad b_{r^*} < 0, \quad (11.2)$$

$$EF/W = f(r, r^*, Q), \quad f_r < 0, \quad f_{r^*} > 0, \quad (11.3)$$

$$Y = Y(W, r), \quad Y_W > 0, \quad Y_r < 0, \quad (11.4)$$

$$W = M + B + EF, \quad (11.5)$$

$$CA = CA\left(Y, \frac{EP^*}{P}\right), \quad CA_Y < 0, \quad CA_{\frac{EP^*}{P}} > 0, \quad (11.6)$$

$$CA = \Delta M + \Delta F, \quad (11.7)$$

де  $B$  — внутрішні облигації;  $F$  — іноземні облигації (= валютні резерви);  $W$  — вартість портфеля фінансових активів;  $Q$  — вектор незалежних змінних, що впливають на інвестиційну поведінку (значення інших змінних збережено).

У рівняннях (11.1)—(11.3) визначено попит на гроші  $M$ , внутрішні та іноземні облигації,  $B$  і  $F$  відповідно. Гроші не приносять дохід, однак їх вартість визначається дохідністю альтернативних фінансових активів. Дохідність внутрішніх облигацій становить  $r$ , а іноземних облигацій —  $r^*$ . Приймається, що облигації  $B$  не торгуються на зовнішніх ринках, а економіка певної країни не впливає на дохідність іноземних облигацій  $r^*$ . Підвищення дохідності облигацій — внутрішніх та іноземних — зменшує попит на гроші. Вища вартість портфеля активів ( $\uparrow W$ ) посилює попит на гроші. Попит на внутрішні та іноземні облигації так само залежить від вартості портфеля активів, але залежність від показника дохідності (відсоткової ставки) є протилежною. Порівнюючи зі стандартною кейнсіанською залежністю попиту на гроші від ставки, новизна портфельної моделі полягає у тому, що диверсифікація портфеля активів відбуватиметься навіть за відсутності очікувань підвищення відсоткової ставки<sup>1</sup>. Причина — вища ризикованість облигацій, що стимулює попит на гроші.

<sup>1</sup> Кейнсіанська залежність попиту на гроші від очікувань відсоткової ставки неодноразово критикувалася у науковій літературі. Зокрема, для випадку економічної депресії очікування підвищення відсоткової ставки (ними обґрунтовувався попит на гроші як прийнятна альтернатива урядовим облигаціям) мали б стимулювати попит на робочу силу і подолання інфляції, оскільки занижена ставка та нижчі від рівноважних рівні цін і заробітної плати розглядалися сприятливими чинниками для поновлення виробництва. Водночас таке пояснення заперечувало засадниче припущення кейнсіанських моделей — можливість тривалої рівноваги на нижчому від рівноважного рівні доходу ( $Y < Y^N$ ).

Дохід  $Y$  залежить від вартості портфеля активів та відсоткової ставки (= дохідність облігацій) (рівняння (11.4)). Припускається, що сукупний попит залежить від вартості портфеля фінансових активів, а не рівня доходу, як це приймається у моделі Манделла — Флемінга. Загальну вартість портфеля активів визначено у рівнянні (11.5). Якщо цей показник залишається незмінним ( $W = \text{const}$ ), збільшення частки одного з активів повинно супроводжуватися зменшенням частки двох інших активів. Наприклад, підвищення дохідності іноземних облігацій  $r^*$  повинно зменшити частку внутрішніх облігацій та грошей у портфелі активів.

Сальдо поточного рахунку  $CA$  погіршується зі збільшенням доходу і підвищенням  $RER$  (рівняння (11.6)), що цілком відповідає раніше розглянутим функціональним залежностям. З іншого боку, сальдо поточного рахунку поліпшується у разі подорожчання портфеля активів за рахунок збільшення грошової маси та іноземних облігацій (рівняння (11.7)). Така залежність інтуїтивно пояснюється акумуляцією іноземних фінансових активів і монетизацією валютних надходжень. Внутрішні облігації не мають безпосереднього впливу на поточний рахунок, оскільки не торгуються на зарубіжних фінансових ринках.

### 11.1.3. Графічна інтерпретація

Графічно рівновагу портфеля активів у координатах " $r-r^*$ " показано на рис. 11.1. Лінія  $MM$  показує сукупність точок, для яких врівноважуються пропозиція грошової маси і попит на гроші. Нахил  $MM$  пояснюється взаємодією попиту на гроші та дохідності внутрішніх й іноземних облігацій. Алгебраїчно нахил  $MM$  легко встановити з рівняння (11.1) (необхідні технічні деталі наведено у додатку В):

$$\frac{dr}{dr^*} = -\frac{m_{r^*}}{m_r} < 0. \quad (11.8)$$

Невисока залежність попиту на гроші від дохідності іноземних облігацій або висока залежність від дохідності внутрішніх облігацій надають  $MM$  похилішого вигляду. Оскільки грошові активи  $M$  мають нульову дохідність, зміни у попиті на гроші супроводжуються змінами відсоткових ставок  $r$  і  $r^*$ . Наприклад, зниження дохідності внутрішніх облігацій збільшує попит на гроші; відповідно для підтримання рівноваги має підвищитися дохідність іноземних облігацій (йдеться про короткочасну ендогенну дохідність іноземних облігацій на внутрішньому ринку, що не потрібно плутати із сталою дохідністю на світовому ринку  $\bar{r}^*$ ). Лінія  $BB$

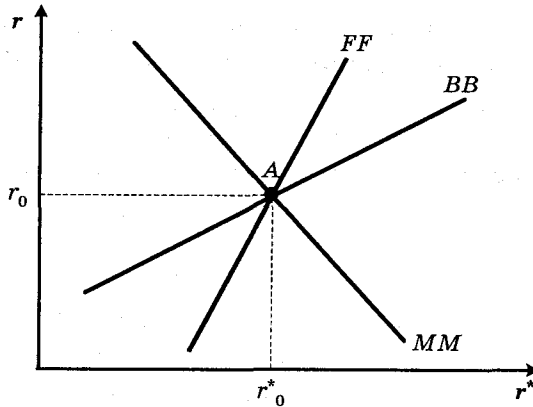


Рис. 11.1. Рівновага портфеля активів у відкритій економіці

характеризує рівновагу ринку внутрішніх облігацій; її нахил є протилежним до нахилу  $MM$ :

$$\frac{dr}{dr^*} = \frac{b_{r^*}}{b_r} > 0. \quad (11.9)$$

Пояснення додатного нахилу лінії  $BB$  є таким: підвищення дохідності внутрішніх облігацій ( $\uparrow r$ ) зменшує попит на іноземні облігації ( $\downarrow F$ ), що підвищує їхню дохідність ( $\uparrow r^*$ ). Подібною є аргументація рівноваги ринку іноземних облігацій  $F$ . Лінія  $FF$  також має додатний нахил

$$\frac{dr}{dr^*} = \frac{f_{r^*}}{f_r} > 0. \quad (11.10)$$

Умова стабільності портфельної моделі передбачає, що нахил  $FF$  повинен бути вищим, ніж нахил  $BB$  (додаток В). Це пояснюється тим, що підвищення дохідності одного з фінансових активів помітніше збільшує попит на нього, ніж на альтернативний актив. Таким чином зміна дохідності іноземних облігацій  $r^*$  вимагає більших змін відсоткової ставки  $r$ , щоб підтримати рівновагу на ринку іноземних облігацій (саме це стверджується стрімкішим нахилом лінії  $FF$  стосовно лінії  $BB$ ). Важливо зауважити, що у портфелі активів  $W = M + B + EF$  рівновага будь-яких двох активів передбачає рівновагу попиту і пропозиції третього активу. Наприклад, рівновага ринків внутрішніх й іноземних облігацій ( $B$  і  $F$ ) передбачає рівновагу грошового ринку  $M$ .

Додаткову інформацію стосовно інструментів економічної політики та зміни портфеля інвестиційних активів у відкритій економіці забезпечує розгляд рівноваги у координатах “ $r-W$ ” (рис. 11.2). Зокрема, це дозволяє

простежити монетарні ефекти сальдо поточного рахунку (фіксований обмінний курс) або поведінку номінального обмінного курсу (плаваючий обмінний курс). Рівновагу на ринку грошей та іноземних облігацій, що трактується як агрегований актив з двох компонент-замінників, показує лінія  $MF$ . Її нахил неважко визначити з рівнянь (B.1) та (B.3) (додаток B)

$$\frac{dr}{dW} = -\frac{1}{m_r + f_r} > 0. \quad (11.11)$$

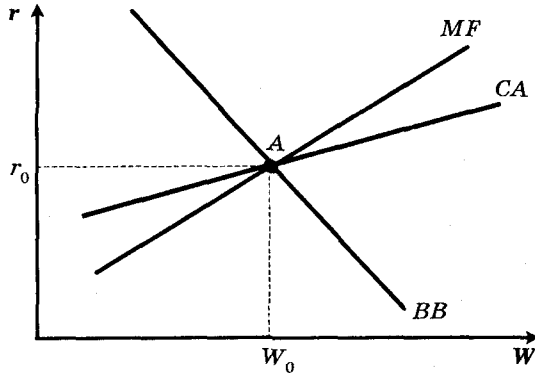


Рис. 11.2. Рівновага портфеля активів і сальдо поточного рахунку для відкритої економіки

Додатний нахил  $MF$  відбиває пряму залежність рівноваги грошового ринку (з урахуванням іноземних облігацій) від портфеля активів та обернену — від відсоткової ставки. Подібно до лінії  $LM$ , зміщення  $MF$  вправо означає збільшення загальної вартості грошових активів, що підвищує вартість портфеля активів та знижує відсоткову ставку<sup>1</sup>. Лінія  $BB$  має від’ємний нахил внаслідок прямої залежності попиту на внутрішні облігації від вартості портфеля активів та відсоткової ставки

$$\frac{dr}{dW} = -\frac{1}{b_r} < 0. \quad (11.12)$$

З рівняння (B.3) неважко побачити, що збільшення пропозиції внутрішніх облігацій зміщує лінію  $BB$  вправо. Рівновагу поточного рахунку характеризує лінія  $CA$ . Припускаючи для рівноважного стану  $dCA = 0$ , після підстановки виразу для  $dY$  (рівняння (B.4)) з рівняння (B.6) отримуємо

<sup>1</sup> Нагадаємо, що у моделі Манделла — Флемінга лінія  $LM$  показує наслідки одноразового збільшення пропозиції грошової маси, а не зміну загальної вартості грошових активів.



$$0 = -CA_Y(Y_W dW - Y_r dr) + CA_q(dE + dP^* - dP). \quad (11.13)$$

З рівняння (11.13) нахил лінії  $CA$  у координатах “ $r-W$ ”

$$\frac{dr}{dW} = \frac{Y_W}{Y_r} > 0. \quad (11.14)$$

Додатний нахил лінії  $CA$  відбиває обернену залежність доходу від  $r$  та пряму залежність — від  $W$ . Збільшення вартості портфеля активів стимулює дохід, що вимагає підвищення відсоткової ставки для відновлення рівноваги платіжного балансу. У моделі Манделла — Флемінга сальдо поточного рахунку так само обернено залежить від  $Y$ , проте залежність від  $r$  є протилежною. Навпаки, підвищення  $r$  створює можливості для фінансування від’ємного сальдо поточного рахунку на вищому рівні доходу. Натомість у портфельній моделі вища відсоткова ставка обмежує дохід і таким чином поліпшує поточний рахунок. У моделі Манделла — Флемінга рівновагу платіжного балансу визначає розширене трактування ( $CA + K = 0$ ), а макроекономічна рівновага передбачає рівновагу грошового і товарного ринків. У портфельній моделі макроекономічна рівновага (т. А на рис. 11.1) ототожнюється з рівновагою портфеля фінансових активів, що передбачає рівновагу поточного рахунку у вузькому трактуванні ( $CA = 0$ ).

## 11.2. Монетарна політика

Нижче окремо для фіксованого і плаваючого обмінних курсів аналізуються як найпростіший варіант монетарної політики — безпосереднє збільшення грошової маси центральним банком, так і операції відкритого ринку за допомогою внутрішніх й іноземних облігацій.

### 11.2.1. Фіксований обмінний курс

Зміни у портфелі активів після незалежного збільшення пропозиції грошової маси показано на рис. 11.3. Початково фінансовий ринок перебуває у рівновазі (т.  $K$ ). Дохідності іноземних облігацій на рівні  $\bar{r}^*$  відповідає показник дохідності внутрішніх облігацій  $r_0$ . Збільшення грошової маси ( $MM_0 \rightarrow MM_1$ ) знижує вартість альтернативних фінансових активів — внутрішніх та іноземних облігацій,  $B$  і  $F$  відповідно<sup>1</sup>. Оскільки експансій-

<sup>1</sup> Варто зауважити, що підвищення попиту на фінансові активи є рівноцінним зменшенню їх пропозиції. Так, скорочення обсягів розміщення урядових облігацій повинно знизити відсоткову ставку, тоді як збільшення обсягів розміщення облігацій вимагає підвищення їх дохідності.

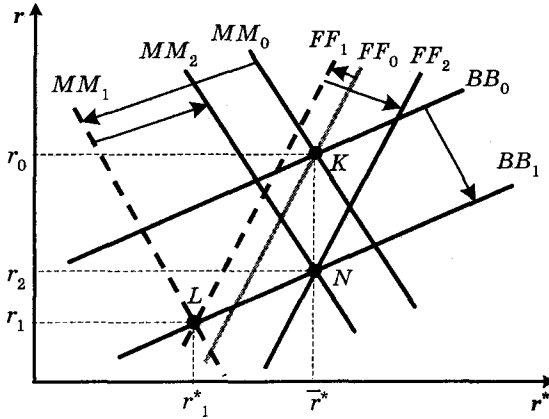


Рис. 11.3. Збільшення пропозиції грошової маси у портфельній моделі (фіксований обмінний курс)

на монетарна політика підвищує вартість портфеля активів ( $\uparrow W$ ), зростає попит як на внутрішні ( $BB_0 \rightarrow BB_1$ ) так й іноземні облігації ( $FF_0 \rightarrow FF_1$ ). Нова рівновага фінансового ринку досягається у т.  $L$ . При цьому знижується дохідність внутрішніх ( $r_0 \rightarrow r_1$ ) та іноземних облігацій ( $\bar{r}^* \rightarrow r_1^*$ ).

Особливістю портфельної моделі є узгодження короточасних наслідків економічної політики з рівновагою портфеля активів, а довгострокових — з дохідністю іноземних облігацій. Рівновага у т.  $L$  є короточасною, адже у відкритій економіці нижча дохідність іноземних облігацій на внутрішньому ринку ( $r_1^* < \bar{r}^*$ ) стимулюватиме вплив капіталу для придбання більш привабливих іноземних облігацій з дохідністю  $\bar{r}^*$ . Графічно це означає зміщення лінії  $FF$  вправо ( $FF_1 \rightarrow FF_2$ ). З метою інвестування в іноземні цінні папери інвестори купуватимуть іноземну валюту — для фіксованого обмінного курсу це зменшить грошову масу ( $MM_1 \rightarrow MM_2$ ). Оскільки  $W = \text{const}$ , пропозиція внутрішніх облігацій теж залишиться без змін (лінія  $BB_1$ ). У підсумку довгострокова рівновага відкритої економіки досягається у т.  $N$ . Дохідність внутрішніх облігацій дещо підвищиться стосовно положення короточасної рівноваги ( $r_2 > r_1$ ), але буде нижчою від початкового значення ( $r_0 > r_2 > r_1$ ). Інструментальним чинником зниження  $r$  стає підвищення попиту на внутрішні облігації. Якщо зауважити, що підвищення попиту є еквівалентним зменшенню пропозиції внутрішніх облігацій, отриманий результат неважко проілюструвати відповідним мультиплікатором. З виразу (В.13) видно, що зменшення пропозиції внутрішніх облігацій знижує відсоткову ставку.

Подібно до моделі Манделла — Флемінга, пропозиція грошової маси є нейтральною стосовно доходу, якщо не враховувати зміни в обсягах

внутрішніх облігацій (рис. 11.4). Експансійна монетарна політика ( $MF_0 \rightarrow MF_1$ ) знижує  $r$  і підвищує вартість  $W$ . У новому стані рівноваги фінансових активів (т.  $N$ ) це погіршує сальдо поточного рахунку. Точніше, портфель активів і відсоткова ставка впливають через збільшення  $Y$  (рівняння (11.6)). З іншого боку, погіршення сальдо поточного рахунку супроводжується втратою фінансових активів внаслідок монетарних ефектів платіжного балансу (рівняння (11.7))<sup>1</sup>. Зменшення грошової маси ( $MF_1 \rightarrow MF_0$ ) знижує вартість  $W$  та підвищує  $r$ . Економіка повертається до попереднього стану рівноваги на фінансовому ринку (т.  $K$ ). Таким самим є результуючий вплив зменшення грошової маси. Виникає додатне сальдо поточного рахунку, що супроводжується підвищенням вартості портфеля активів до попереднього рівня через монетизацію припливу капіталу; відповідно знижується відсоткова ставка. Монетарна політика у “чистому” вигляді (без змін у володінні внутрішніми облігаціями) не впливає на  $Y$  і  $r$ .

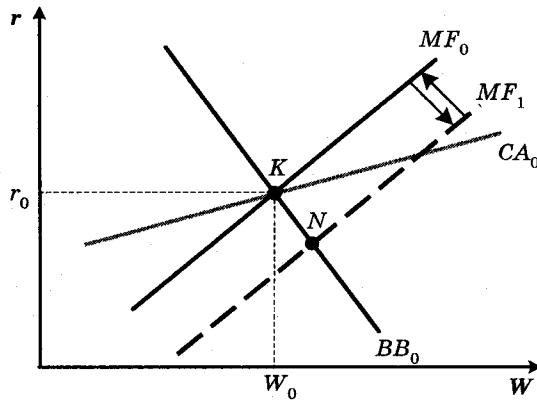


Рис. 11.4. Вплив збільшення грошової маси на сальдо поточного рахунку

Як і в моделі Манделла — Флемінга, нейтральність монетарної політики стосовно доходу створюється монетарними ефектами платіжного балансу, однак не бракує істотних відмінностей. Насамперед це стосується операцій відкритого ринку. Припускаючи придбання внутрішніх облігацій центральним банком, збільшення грошової маси  $dM$  поєднується зі зменшенням пропозиції внутрішніх облігацій:  $dB = -dM$ . Основні наслідки проілюстровано для випадків високої (рис. 11.5, а) та невисокої залежності сальдо поточного рахунку від відсоткової ставки (рис. 11.5, б). Якщо відсоткова ставка істотно впливає на рівновагу поточного рахунку (рис. 11.5, а), зменшення пропозиції урядових облігацій ( $BB_0 \rightarrow BB_1$ ) знижує вартість порт-

<sup>1</sup> Потрібно врахувати, що надлишковий попит на іноземну грошову одиницю веде до зменшення пропозиції грошової маси, як це докладно розглядалося у попередніх розділах.

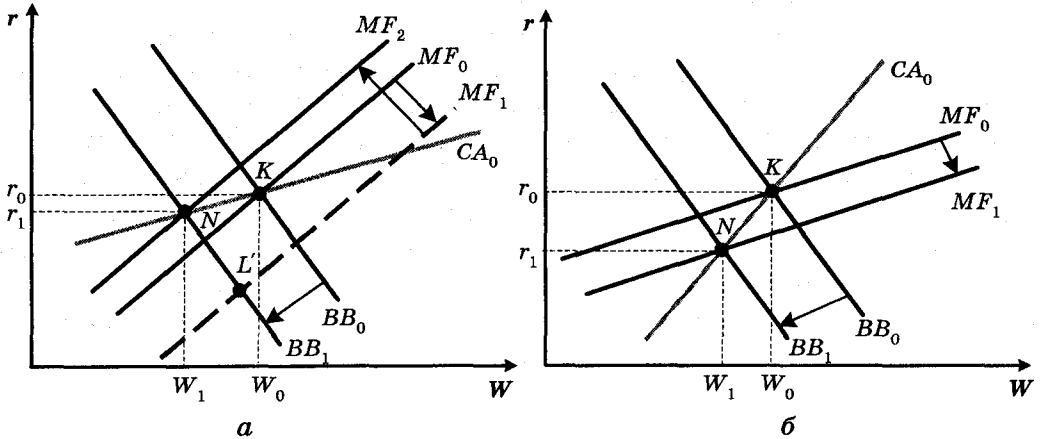


Рис. 11.5. Вплив операцій відкритого ринку (придбання внутрішніх облігацій) на сальдо поточного рахунку (фіксований обмінний курс)

феля активів і погіршує поточний рахунок (т.  $L$ ). Вирівнювання поточного рахунку та супутнє узгодження портфеля фінансових активів зменшують грошову масу ( $MF_0 \rightarrow MF_1$ ). У новому стані портфельної рівноваги (т.  $N$ ) відбувається зниження відсоткової ставки ( $r_0 \rightarrow r_1$ ) і вартості портфеля фінансових активів ( $W_0 \rightarrow W_1$ ).

Дещо по-іншому виглядає перебіг подій для випадку невисокої залежності сальдо поточного рахунку від відсоткової ставки (рис. 11.5, б). Обмеження пропозиції внутрішніх облігацій однаково веде до зниження  $r$  і вартості  $W$  (т.  $N$ ), однак цього разу не відбувається результуючого зменшення грошової маси (з урахуванням монетарних ефектів платіжного балансу). Амплітуда зниження вартості  $W$  виглядає дещо нижчою, тоді як зниження  $r$  — промовистішим. Це ілюструють відповідні мультиплікатори

$$\frac{dW}{dB} = \frac{f_r}{b_r + f_r}, \tag{11.15, а}$$

$$\frac{dY}{dB} = \frac{Y_w(b_r + f_r) - Y_r}{(b_r + f_r)(1 + Y_w CA_r)}, \tag{11.15, б}$$

$$\frac{dM}{dB} = \frac{f_r - m_r}{b_r + f_r}. \tag{11.15, в}$$

Незалежно від структурних характеристик, зменшення внутрішніх облігацій ( $\downarrow B$ ) веде до зниження вартості портфеля активів (вираз (11.15, а)).

Проте це не означає, що також неминуче знизиться дохід. Якщо залежність доходу від відсоткової ставки є доволі високою ( $Y_r > Y_w(b_r + f_r)$ ), то під час операцій відкритого ринку зменшення пропозиції урядових облігацій може стимулювати  $Y$  через супутнє зниження  $r$  (вираз (11.16, б)). За умови  $m_r > f_r$  може відбуватися збільшення грошової маси (вираз (11.17, в)). Вплив операцій відкритого ринку не обмежується внутрішніми облігаціями, адже порівняно самостійним чинником стає пропозиція іноземних облігацій. Зокрема, для випадку поліпшення сальдо поточного рахунку зменшенням пропозиції внутрішніх облігацій (рис. 11.5, б) ймовірно припустити, що саме пропозиція іноземних облігацій посилює результуючу тенденцію до зниження  $r$ , підвищення вартості  $W$  та збільшення  $Y$  (це докладніше розглянуто у підрозділі 11.4). Наведені вище міркування щодо залежності операцій відкритого ринку від структурних характеристик поточного рахунку визначають потенційні можливості та доцільність політики стерилізації. Її особливості у портфельній моделі обумовлено змінами у володінні внутрішніми облігаціями. Фактично акценти зміщуються у бік підтримання незмінної вартості портфеля фінансових активів. Загалом портфельна модель свідчить на користь проведення стерилізації радше за допомогою внутрішньої складової грошової маси, ніж операцій відкритого ринку.

Припустімо, що економіка перебуває у стані рівноваги (т.  $K$  на рис. 11.6, а). Погіршення сальдо поточного рахунку (наприклад, внаслідок зниження рівня світових цін  $P^*$ ) означає перехід до нового рівноважного стану з нижчою вартістю портфеля активів та вищою відсотковою ставкою (т.  $L$ ). Цей перехід повинен супроводжуватися зменшенням грошової маси ( $MF_0 \rightarrow MF_1$ ). Якщо це недоцільно (наприклад, під час тимчасового погіршення сальдо поточного рахунку), потрібно збільшувати грошову масу пропорційно до втрати валютних резервів. Така монетарна політика не може бути самодостатньою у довгостроковій перспективі, а її короточасні можливості визначаються амплітудою погіршення поточного рахунку і розміром валютних резервів. Виходячи з логіки операцій відкритого ринку, збільшенню грошової маси сприяє придбання урядових облігацій центральним банком, але це лише погіршує ситуацію (рис. 11.6, а). Зауважимо, що будь-яке зменшення пропозиції урядових облігацій поглиблює платіжний дисбаланс і не дозволяє збільшити пропозицію грошової маси. Проте ситуація стає сприятливішою для випадку невисокої залежності поточного рахунку від  $r$  (рис. 11.6, б). Погіршення сальдо поточного рахунку ( $CA_0 \rightarrow CA_1$ ) так само передбачає зменшення грошової маси ( $MF_0 \rightarrow MF_1$ ) та перехід до стану рівноваги з вищою відсотковою ставкою і нижчою вартістю портфеля активів (т.  $L$ ). Проте цього разу придбання внутрішніх облігацій центральним банком ( $BB_0 \rightarrow BB_1$ ) запобігає зменшенню грошової маси. Щодо

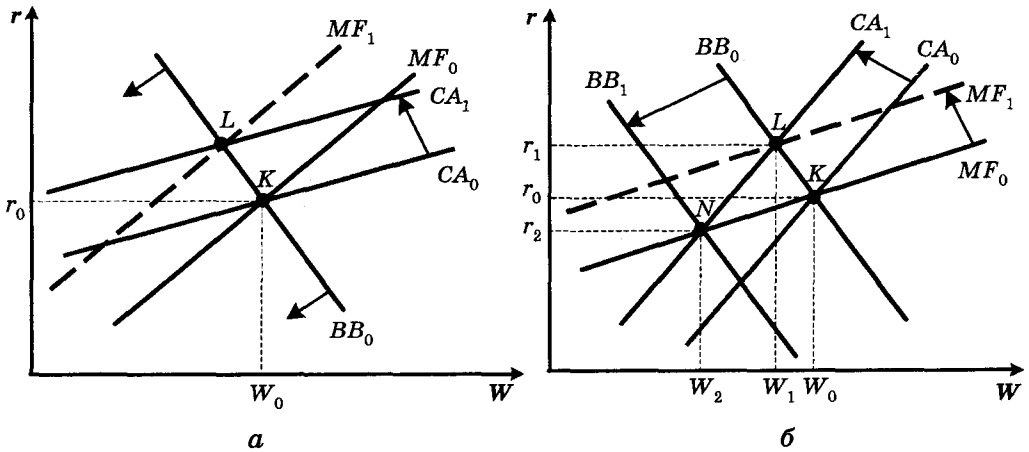


Рис. 11.6. Стерилізація монетарних ефектів під час погіршення сальдо поточного рахунку

правда, загальна вартість портфеля активів знижується ( $W_0 \rightarrow W_2$ ), але супутнє зниження відсоткової ставки дозволяє сподіватися на збільшення  $Y$ , якщо обсяги виробництва помітніше залежать від  $r$ , ніж  $W$ .

### 11.2.2. Плаваючий обмінний курс

За умов плаваючого обмінного курсу пропозиція грошової маси є незалежним, а обмінний курс — залежним чинником, що впливає на вартість і структуру портфеля активів. Графічний аналіз зручно провести у координатах “ $E-r$ ”. (рис. 11.7)<sup>1</sup>. Додатний нахил лінії  $MM$  пояснюється оберненою залежністю попиту на гроші від відсоткової ставки, тоді як залежність від обмінного курсу є прямою. Знецінення грошової одиниці збільшує вартість іноземних активів  $EF$ , що підвищує попит на гроші й повинно супроводжуватися підвищенням  $r$ . Попит на внутрішні облігації зростає у разі підвищення  $r$  та знецінення грошової одиниці, що надає лінії  $BB$  від’ємного нахилу. Також від’ємним є нахил лінії  $FF$ , що характеризує рівновагу ринку іноземних облігацій. З підвищенням  $r$  слабне попит на іноземні облігації, що супроводжується збільшенням пропозиції іноземної валюти та зміцненням обмінного курсу. З урахуванням умови рівноваги портфеля активів лінія  $FF$  має похиліший нахил.

<sup>1</sup> Рівняння окремих ліній у координатах “ $E-r$ ” можна отримати з повних диференціалів рівнянь (B.1)—(B.3), якщо зауважити, що для плаваючого обмінного курсу зміна вартості грошової одиниці безпосередньо впливає на вартість портфеля активів:  $dW = FdE + EdF$ .

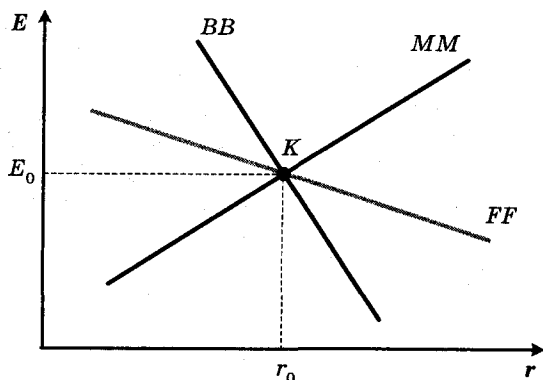


Рис. 11.7. Графічне зображення портфельної моделі у координатах “номінальний обмінний курс — відсоткова ставка”

Наслідки експансійної монетарної політики проілюстровано на рис. 11.8. Після збільшення пропозиції грошової маси ( $MM_0 \rightarrow MM_1$ ) відбувається зниження відсоткової ставки та знецінення грошової одиниці. Оскільки грошова емісія підвищує вартість портфеля активів, виникає підвищений попит на внутрішні ( $BB_0 \rightarrow BB_1$ ) та іноземні облігації ( $FF_0 \rightarrow FF_1$ ). Нову рівновагу портфеля фінансових активів визначають відсоткова ставка  $r_1$  і обмінний курс  $E_1$  (т. L).

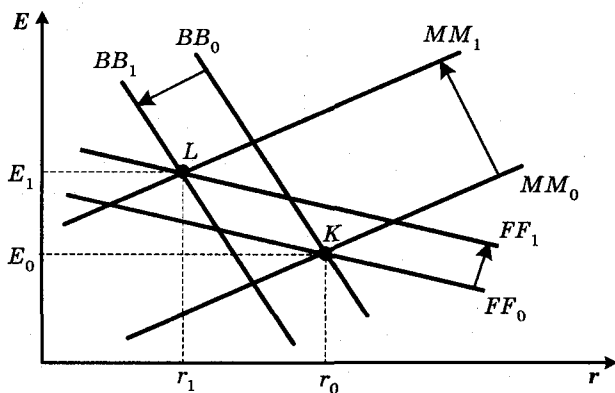


Рис. 11.8. Збільшення пропозиції грошової маси (плаваючий обмінний курс)

Вплив збільшення грошової маси стверджують відповідні мультиплікатори

$$\frac{dr}{dM} = -\frac{1}{m_r + b_r}, \quad (11.16, a)$$

$$\frac{dW}{dM} = \frac{b_r}{m_r + b_r}, \quad (11.16, б)$$

$$\frac{dY}{dM} = \frac{Y_r + Y_w CA_q (b_r + f_r)}{(m_r + b_r)(1 + Y_w CA_y)}, \quad (11.16, в)$$

$$\frac{dE}{dM} = \frac{b_r + f_r}{m_r + b_r}. \quad (11.16, г)$$

Експансійна монетарна політика знижує  $r$  і підвищує вартість  $W$ . Це дозволяє стимулювати дохід (вираз (11.16, в)), але на тлі знецінення грошової одиниці (вираз (11.16, г)). Якщо залежність попиту на гроші від відсоткової ставки є невисокою ( $m_r < f_r$ ), відбувається прискорене знецінення грошової одиниці. Два інших варіанти проведення монетарної політики передбачають придбання внутрішніх ( $dM = -dB$ ) або іноземних облігацій ( $dM = -dF$ ). Якщо для збільшення грошової маси використовується придбання внутрішніх облігацій, це посилює тенденцію до зниження відсоткової ставки

$$\frac{dr}{dM} - \frac{dr}{dB} = -\frac{2}{m_r + b_r}. \quad (11.17, а)$$

Після збільшення грошової маси супутнє обмеження пропозиції внутрішніх облігацій додатково знижує відсоткову ставку. Водночас підвищується вартість портфеля фінансових активів

$$\frac{dW}{dM} - \frac{dW}{dB} = \frac{b_r - m_r}{m_r + b_r}, \quad (11.17, б)$$

адже  $b_r > m_r$  (додаток В). Подорожчання портфеля фінансових активів та зниження  $r$  ставки збільшують обсяги доходу:

$$\frac{dY}{dM} - \frac{dY}{dB} = \frac{2Y_r + Y_w (CA_q (2f_r + b_r - m_r) - m_r - b_r)}{m_r + b_r}. \quad (11.17, в)$$

Збільшенню  $Y$  сприяють промовиста залежність від відсоткової ставки доходу та попиту на іноземні облігації, а також висока цінова еластичність сальдо поточного рахунку. В економіці з невисокою залежністю  $Y$  від  $r$  та слабкістю впливу порівняльних цін на поточний рахунок ймовірно, що дохід може знизитися, якщо зазначені структурні характеристики поєднуюватимуться з невисокою залежністю попиту на гроші від  $r$ . Вищі значення



$m_r$  послаблюють амплітуду як зниження  $r$ , так і підвищення вартості  $W$ , а сприятливий вплив цієї структурної характеристики на обмінний курс нейтралізується поліпшенням поточного рахунку.

Неважко переконатися, що придбання внутрішніх облігацій центральним банком посилює амплітуду знецінення грошової одиниці порівняно зі "звичайним" збільшенням грошової маси

$$\frac{dE}{dM} - \frac{dE}{dB} = \frac{m_r + b_r}{m_r + b_r} = 1. \quad (11.17, z)$$

Нехтування залежностями поточного рахунку надає операціям відкритого ринку безпомилково експансійного характеру, оскільки виразніше простежується зв'язок між знеціненням грошової одиниці та підвищенням вартості портфеля активів. Нехтуючи рівняннями (11.6) і (11.7), придбання внутрішніх облігацій центральним банком збільшує дохід

$$\frac{dY}{dM} - \frac{dY}{dB} = \frac{2Y_r + Y_w(2f_r + b_r - m_r)}{m_r + b_r}. \quad (11.18)^1$$

У разі використання іноземних облігацій ( $dM = -dF$ ) вплив на  $r$  і  $W$  не відрізняється від впливу збільшення грошової маси, оскільки купівля-продаж іноземних облігацій не впливає на обидва показники (додаток  $B$ )<sup>2</sup>. Водночас пропорційне знецінення грошової одиниці відповідає наведеному вище варіанту операцій відкритого ринку за допомогою внутрішніх облігацій (рівняння (11.17, z)), оскільки  $dE = -dF$ . Таке збільшення грошової маси стимулює дохід

$$\frac{dY}{dM} - \frac{dY}{dF} = \frac{Y_r + Y_w CA_q(1 + b_r)}{(m_r + b_r)(1 + Y_w CA_Y)}. \quad (11.19)$$

Таким чином експансійна монетарна політика за допомогою придбання іноземних облігацій позначається відчутнішим збільшенням доходу, ніж це відбувається під час "звичайного" збільшення грошової маси центральним банком.

<sup>1</sup> При цьому повний диференціал рівняння доходу запишеться так:  $dY = Y_w(dM + dB + dE + dF) - Y_r dr$ , що є спрощеним варіантом рівняння (B.12, б).

<sup>2</sup> Логіка використання іноземних облігацій для операцій відкритого ринку стає прозорою, якщо незначно модифікувати наведений у розділі 8 вираз для фінансування дефіциту бюджету:  $G - T = CrG + B + F$ , де  $F$  — іноземні облігації (не плутати з валютними резервами центрального банку).

## 11.3. Фіскальна політика

Фіскальна політика впливає на рівновагу доходу і платіжного балансу за допомогою зміни вартості та структури портфеля фінансових активів. Макроекономічні наслідки розглянуто окремо для фіксованого і плаваючого обмінного курсу.

### 11.3.1. Фіксований обмінний курс

Допустимо, що експансійна фіскальна політика здійснюється за допомогою залучення коштів від розміщення власних облігацій (рис. 11.9). Незалежне збільшення пропозиції внутрішніх облігацій ( $BB_0 \rightarrow BB_1$ ) підвищує сумарну вартість портфеля активів, що збільшує попит на гроші ( $MM_0 \rightarrow MM_1$ ) та іноземні облігації ( $FF_0 \rightarrow FF_1$ ). У стані короткочасної рівноваги (т.  $L$ ) зростає дохідність як внутрішніх, так й іноземних облігацій. Оскільки дохідність іноземних облігацій перевищує світовий рівень ( $r_1^* > \bar{r}^*$ ), виникають стимули до заміщення іноземних облігацій внутрішніми активами. У намаганні отримати дохід від підвищеної дохідності інвестори продають іноземні облігації, що зменшує їх пропозицію ( $FF_1 \rightarrow FF_2$ ). Оскільки продаж іноземних активів означає збільшення пропозиції іноземної валюти, її монетизація збільшує грошову масу ( $MM_1 \rightarrow MM_2$ ). Це допомагає знизити відсоткову ставку ( $r_1 \rightarrow r_2$ ) попри тенденцію до підвищення цього показника внаслідок відмови від інвестицій в іноземні облігації. У підсумку рівновага портфеля фінансових активів досягається у т.  $N$ .

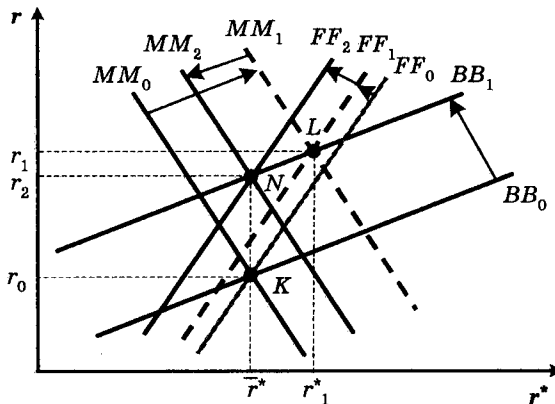


Рис. 11.9. Збільшення пропозиції внутрішніх облігацій у портфельній моделі (фіксований обмінний курс)

Порівнюючи з початковим рівноважним станом (т.  $K$ ), наслідки експансійної фіскальної політики відповідають передбаченням моделі Манделла — Флемінга для обмеженої мобільності капіталу, але певні відмінності стосуються випадку ідеальної мобільності капіталу. По-перше, для випадку  $k = \infty$  у моделі Манделла — Флемінга емісія урядових облігацій не підвищує відсоткову ставку. По-друге, збільшується пропозиція грошової маси, тоді як у портфельній моделі баланс попиту і пропозиції на грошовому ринку змінюється у протилежному напрямі. По-третє, сальдо поточного рахунку недвозначно погіршується (у портфельній моделі цього може і не бути).

Підвищення відсоткової ставки стверджується алгебраїчно

$$\frac{dr}{dB} = \frac{1}{b_r + f_r}. \quad (11.20)$$

Інші формальні характеристики впливу фіскальної політики подано у виразах (11.15, а)—(11.15, в). Збільшення урядових облігацій веде до підвищення вартості  $W$ , тоді як вплив на  $Y$  і  $M$  залежить від структурних характеристик.

Вплив експансійної фіскальної політики на поточний рахунок проілюстровано на рис. 11.10. Збільшення пропозиції внутрішніх облігацій ( $BB_0 \rightarrow BB_1$ ) підвищує відсоткову ставку ( $r_0 \rightarrow r_1$ ) і збільшує вартість портфеля фінансових активів ( $W_0 \rightarrow W_1$ ). Оскільки залежність зовнішньої рівноваги від  $r$  є невисокою, виникає від'ємне сальдо поточного рахунку (т.  $L$ ). Відповідно зменшується пропозиція грошової маси ( $MF_0 \rightarrow MF_1$ ). Монетарні ефекти платіжного балансу посилюють амплітуду підвищення відсоткової ставки ( $r_1 \rightarrow r_2$ ) і знижують вартість портфеля фінансових активів ( $W_1 \rightarrow W_2$ ). Приймаючи  $EP^*/P = \text{const}$ , з рівняння (11.6) випливає, що відновлення зовнішньої рівноваги означає повернення до початкового рівня доходу. Таким чином втрачає стимулюючий вплив не лише монетарна, але й фіскальна політика. Це викликає необхідність зниження RER задля збільшення доходу. Подібними є висновки моделі Манделла — Флемінга, але лише для випадку  $k = 0$ , коли можливостей фіскальної і монетарної політики недостатньо для зміни доходу. Проте у портфельній моделі цей висновок поширюється на випадок високої мобільності капіталу. Подібно до моделі Салтера — Свона, корекція обмінного курсу розглядається необхідним елементом вирівнювання платіжного балансу. Залежність  $Y$  від поточного рахунку створює підстави для дієвості “конкурентного” знецінення грошової одиниці. Зрозуміло, що це суперечить висновкам монетарної моделі, де обмінний курс не впливає на дохід і платіжний баланс. З іншого боку, не заперечується, що за умови супутнього збільшення попиту на гроші поліпшення поточного рахунку створює тривале збільшення доходу.

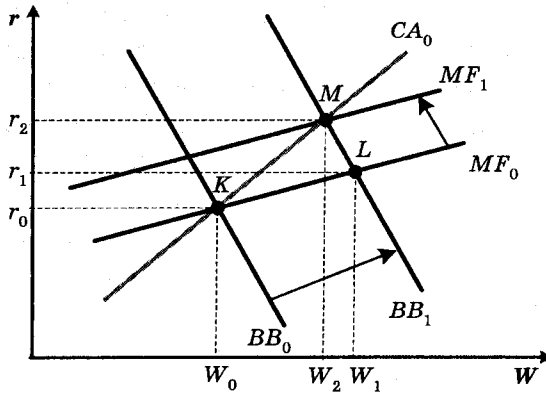


Рис. 11.10. Вплив експансійної фіскальної політики на сальдо поточного рахунку

### 11.3.2. Плаваючий обмінний курс

Наслідки фіскальної політики проілюстровано для випадку скорочення дефіциту бюджету (рис. 11.11).

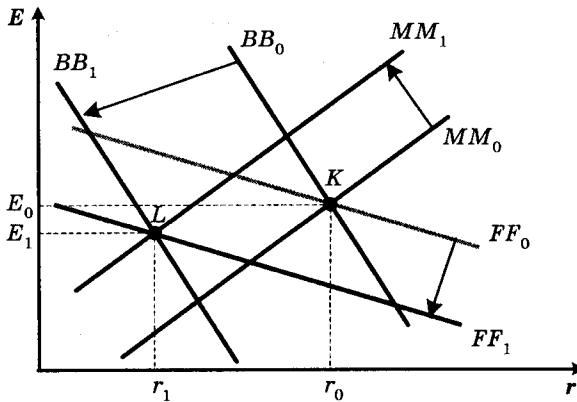


Рис. 11.11. Зменшення пропозиції урядових облігацій у портфельній моделі (плаваючий обмінний курс)

Таке скорочення ( $BB_0 \rightarrow BB_1$ ) ініціює тенденцію до зниження  $r$  та зміцнення грошової одиниці. Приймаючи зниження вартості  $W$ , це дещо послаблює амплітуду змін на ринку внутрішніх облігацій (таким чином лінія  $BB_1$  відбиває сумарний результат двох протилежно спрямованих тенденцій — зменшення пропозиції внутрішніх облігацій і попиту на них), зменшується попит на гроші ( $MM_0 \rightarrow MM_1$ ) та іноземні облігації ( $FF_0 \rightarrow FF_1$ ). Рівновага портфеля активів досягається у т.  $L$ . Зменшення пропозиції

урядових облігацій недвоявно знижує  $r$  і вартість  $W$ , тоді як вплив на  $Y$  залежить від структурних характеристик. Потенційно зниження  $r$  збільшує  $Y$ , тоді як нижча вартість  $W$  діє у протилежному напрямі. Дані промислових країн показують, що дефіцит бюджету здебільшого перешкоджає економічному зростанню [335, р. 156—157]. Це відповідає умовам високої залежності  $Y$  від  $r$ , яка поєднується з порівняно слабшою залежністю від  $W$  (вираз (11.20,  $\epsilon$ )). Існують емпіричні свідчення, що саме через зниження  $r$  зменшення дефіциту бюджету стимулювало збільшення ВВП у Данії, Італії й Бразилії. Варто нагадати, що у канонічній моделі Манделла — Флемінга експансійний ефект дефіциту бюджету збільшується у міру підвищення мобільності капіталу. Вплив на обмінний курс залежить від співвідношення між залежністю попиту на гроші та іноземні облігації від відсоткової ставки. Загалом зменшення пропозиції урядових облігацій може позначитися як знеціненням грошової одиниці ( $m_r < f_r$ ), так і її зміцненням ( $m_r > f_r$ ).

У промислових країнах лібералізація потоків капіталу веде до збільшення як портфельних, так і прямих іноземних інвестицій [335, р. 156—157]. Приплив капіталу збільшує сукупні інвестиції, але не має відчутного впливу на динаміку ВВП (коефіцієнти для портфельних і прямих інвестицій виявилися додатними, але їм бракує статистичної значущості). Ймовірно, що у випадку портфельних інвестицій це пояснюється фінансуванням дефіциту бюджету. Нижче пояснено вплив руху іноземних облігацій як самостійного елемента портфельної моделі.

## 11.4. Інвестиції в іноземні облігації

Оскільки додатне сальдо поточного рахунку передбачає відплив капіталу (розділ 2), природно припустити, що надходження від реалізації товарів і послуг на зовнішньому ринку використовуються для придбання іноземних облігацій. Таким чином акумуляція іноземних облігацій є наслідком поліпшення сальдо поточного рахунку і може розглядатися аналогом відпливу капіталу; відповідно втрату іноземних облігацій можна інтерпретувати як приплив капіталу.

### 11.4.1. Фіксований обмінний курс

Макроекономічні наслідки продажу іноземних облігацій місцевими інвесторами проілюстровано на рис. 11.12. Такий продаж означає зменшення пропозиції цих фінансових активів ( $FF_0 \rightarrow FF_1$ ) і супроводжується зміною структури та загальної вартості портфеля активів. Найперше на-

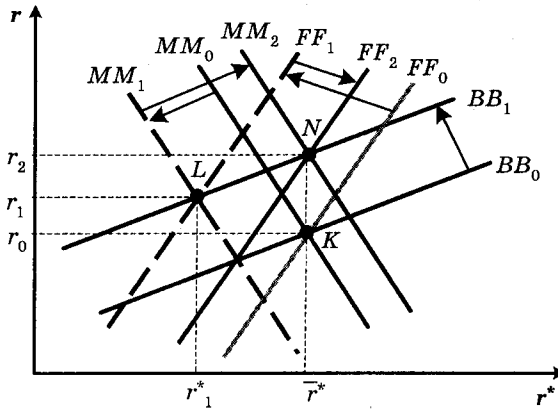


Рис. 11.12. Продаж іноземних облігацій у портфельній моделі (фіксований обмінний курс)

слідком зменшення іноземних облігацій ( $\downarrow F$ ) стає зниження вартості портфеля активів

$$\frac{dW}{dF} = \frac{b_r}{b_r + f_r}, \tag{11.21, a}$$

що зменшує попит на внутрішні облігації ( $BB_0 \rightarrow BB_1$ ) та грошові активи ( $MM_0 \rightarrow MM_1$ ) і супроводжується асиметричним впливом на  $r^1$ . У т.  $L$  дохідність внутрішніх облігацій підвищується ( $r_0 \rightarrow r_1$ ), тоді як іноземних облігацій — знижується ( $r^* \rightarrow r^*_1$ ). У довгостроковому плані різниця у дохідності іноземних облігацій на внутрішньому і зовнішньому ринках зумовлює зворотне придбання цих активів ( $FF_1 \rightarrow FF_2$ ), так що монетарні ефекти платіжного балансу зменшують грошову масу ( $MM_1 \rightarrow MM_2$ ) за рахунок придбання іноземної валюти. У підсумку рівновага портфеля фінансових активів досягається на вищому рівні дохідності внутрішніх облігацій (т.  $N$ ).

Цей висновок легко стверджується відповідним мультиплікатором

$$\frac{dr}{dF} = -\frac{b_r}{b_r + f_r}. \tag{11.21, б}$$

<sup>1</sup> Результуюча зміна відсоткової ставки залежить від структурних характеристик, адже зменшення попиту на гроші знижує ставку дохідності, тоді як зниження попиту на внутрішні облігації впливає у протилежному напрямі.

Приймаючи зменшення іноземних облігацій у портфелі активів ( $\downarrow F$ ), наступне підвищення  $r$  веде до зменшення доходу, адже

$$\frac{dY}{dF} = \frac{Y_r}{(b_r + f_r)(1 + Y_w CA_r)}. \quad (11.21, \text{в})$$

Навпаки, акумуляція іноземних облігацій ( $\uparrow F$ ) супроводжується збільшенням доходу. Також неважко подати формальне свідчення, що зменшення іноземних облігацій обмежує пропозицію грошової маси:

$$\frac{dM}{dF} = \frac{m_r + b_r}{b_r + f_r}. \quad (11.21, \text{г})$$

Наслідки для платіжного балансу показано на рис. 11.13 для випадку невисокої залежності поточного рахунку від  $r$ . Припускаючи експансійним початковий сумарний ефект від зменшення іноземних облігацій ( $MF_0 \rightarrow MF_1$ ), збільшення пропозиції внутрішніх облігацій ( $BB_0 \rightarrow BB_1$ ) погіршує сальдо поточного рахунку (т.  $L$ ). Відповідно монетарні ефекти платіжного балансу створюють зменшення грошової маси ( $MF_1 \rightarrow MF_2$ ). Портфельна модель розглядається адекватним засобом пояснення економічних процесів у Чилі впродовж 1978—1981 рр., коли підтримувався фіксований обмінний курс (зі середини 1979 р.) [159, р. 111—137]. Приплив іноземного капіталу підвищував вартість  $W$ , що вело до зниження  $r$  та збільшення  $Y$  і  $M$ .

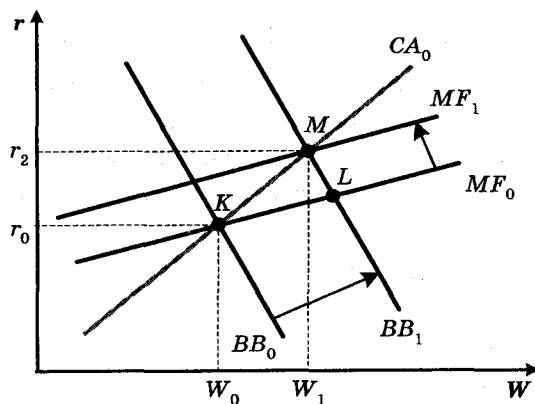


Рис. 11.13. Вплив продажу іноземних облігацій на сальдо поточного рахунку (фіксований обмінний курс)

### 11.4.2. Плаваючий обмінний курс

Для плаваючого обмінного курсу зміни у володінні іноземними облігаціями не впливають на  $r$  та  $W$ . Це пояснюється тим, що втрата іноземних облігацій позначається пропорційним знеціненням грошової одиниці:  $dE = -dF$  (додаток В). У випадку продажу іноземних облігацій ( $\downarrow F$ ) завдяки супутньому зниженню RER виникають можливості для стимулювання доходу

$$\frac{dY}{dF} = -\frac{Y_w CA_q}{1 + Y_w CA_Y}. \quad (11.22)$$

Це нагадує модель Манделла — Флемінга, де за умов плаваючого обмінного курсу вплив капіталу має стимулюючий вплив на дохід (розділ 8). Придбання іноземних облігацій центральним банком розглядається одним із шляхів подолання міжнародної “пастки ліквідності” в Японії. Це повинно змінити відносну прибутковість фінансових активів і стимулювати попит у приватному секторі. Негативним наслідком такого перебігу подій стає знецінення ени, якому неодмінно опиратимуться в США та країнах Південно-Східної Азії. Вартує уваги можливість знецінення грошової одиниці без збільшення пропозиції грошової маси, якщо центральний банк одночасно продає іноземні облігації та купує внутрішні облігації ( $dB = -EdF$ ). Саме це практикувалося у Японії в 2000 р. Планувалося стабілізувати обмінний курс ени на нижчому рівні, але без збільшення пропозиції грошової маси (інакше важко сподіватися на бажане підвищення  $r$ ). Така політика центрального банку веде до знецінення грошової одиниці та підвищення  $r$  і  $W$ . Якщо збільшення вартості  $W$  створює тенденцію до збільшення  $Y$ , то підвищення  $r$  діє у протилежному напрямі.



## Навчальні завдання

1. За допомогою загальних диференціалів відповідних рівнянь для портфельної моделі визначте умову, коли нахил лінії  $CA$  перевищує нахил  $MF$ .

2. Розрахуйте коефіцієнти нахилу відповідних ліній рівноваги на грошовому ринку та ринках внутрішніх і зовнішніх облігацій у координатах " $E-r$ ".

3. За допомогою портфельної моделі платіжного балансу проаналізуйте окремо для плаваючого і фіксованого обмінних курсів наслідки: а) придбання іноземних облігацій, б) різноманітних варіантів фінансування дефіциту бюджету, в) зменшення пропозиції грошової маси за допомогою операцій відкритого ринку, г) заміщення іноземних облігацій внутрішніми борговими зобов'язаннями, ґ) зміни цінових співвідношень у зовнішній торгівлі.

## Рекомендована література

*Branson W., Henderson D.* The Specification and Influence of Asset Markets // Handbook of International Economics / R. Jones, P. Kenen (eds.). — Vol. I. — Book 3. — Amsterdam; N. Y.; Oxford: North-Holland, 1985. — С. 749—805.

*Dernburg T.* Global Macroeconomics. — N. Y.: Harper Collins Publishers, 1989. — P. 295—355.

*Stevenson A., Muscatelli V., Gregory M.* Macroeconomic Theory and Stabilisation Policy. — Glasgo; Oxford; Philip Allan/Barnes&Noble Books, 1993. — P. 245—256.

---

## Розділ 12

# ДИНАМІЧНІ МОДЕЛІ ВІДКРИТОЇ ЕКОНОМІКИ

У цьому розділі розглянуто дві найбільш відомі динамічні моделі відкритої економіки — Дорнбуша і Бренсона, а також модель з урахуванням кривої Філіпса. Найпомітнішою рисою моделі Дорнбуша як динамічного розширення моделі Манделла — Флемінга є демонстрація феномену “перельоту” номінального обмінного курсу — перебільшеної реакції на зміни пропозиції грошової маси. Модель Бренсона підтримує можливість “перельоту” обмінного курсу, але заперечує інший важливий висновок моделі Дорнбуша — довгострокову нейтральність  $REER$  стосовно пропозиції грошової маси. Модель з кривою Філіпса є корисною для вивчення поведінки  $REER$  під час гальмування інфляції за допомогою запровадження фіксованого обмінного курсу. Метою вивчення матеріалу є пояснення залежностей  $REER$  від монетарних і немонетарних чинників, в тому числі з недостатньою гнучкістю цін. У підрозділі 12.1 аналізуються відкритий і закритий паритети відсоткових ставок. У підрозділі 12.2 розглянуто структуру моделі Дорнбуша. Логіку засадничих взаємозв'язків проілюстровано прикладом збільшення пропозиції грошової маси та видатків бюджету. Динамічна портфельна модель Бренсона аналізується у підрозділі 12.3. Розширену аналітичну інтерпретацію динамічної моделі з урахуванням кривої Філіпса подано у підрозділі 12.4.

### ЗАСАДНИЧІ ПОНЯТТЯ

відкритий і закритий паритети відсоткових ставок

ідеальне заміщення фінансових активів

хеджування валютного ризику

“переліт” обмінного курсу

купонний ефект

форвардний обмінний курс

правило Фішера

модель Дорнбуша

модель Бренсона

крива Філіпса

## 12.1. Закритий і відкритий паритети відсоткових ставок

Головним у розумінні закритого паритету відсоткових ставок (англ. *covered interest rate parity* — CIP) є поняття форвардного обмінного курсу (англ. *forward rate*), який забезпечує захист (або хеджує) від майбутніх змін обмінного курсу (форвардні обмінні курси для світових валют публікуються у *Financial Times*). Форвардна угода дозволяє придбати у майбутньому або продати іноземну валюту згідно із заздалегідь визначеним обмінним курсом. Таким чином відбувається хеджування валютного ризику. Більшість форвардних угод укладаються в міжнародній торгівлі товарами і послугами, однак стають все поширенішими у портфельному інвестуванні. Хоча форвардні угоди були відомими задовго до початку ХХ ст., вперше систематизоване пояснення відмінностей між поточним (англ. *spot rate*) і форвардним обмінними курсами подав на початку 1920-х років Д. Кейнс [232, р. 74—75]. Зазначені відмінності пов'язувалися з перевагами економічних агентів на користь визначених фінансових показників. Найбільш вагомим з них розглядалася різниця відсоткових ставок.

Припускаючи ідеальне заміщення між фінансовими активами певної країни та зарубіжних країн (англ. *perfect substitutes*), закритий паритет відсоткової ставки означає, що сумарний дохід на цінні папери (початкова вартість плюс отримані відсотки) не повинен відрізнятися

$$E_s(1+i_t) = E_f(1+i_t^*), \quad (12.1)$$

де  $E_s$  і  $E_f$  — поточний і форвардний обмінні курси, а  $i_t$  та  $i_t^*$  — номінальні відсоткові ставки в певній країні та за кордоном.

Майбутня вартість внутрішніх фінансових активів становить  $1+i_t$ . Однак інвестори можуть придбати відповідну кількість іноземної валюти за поточним обмінним курсом  $E_s$  (спот-курс) та проінвестувати у цінні папери зарубіжних країн. Якщо зроблені інвестиції хеджуються за допомогою форвардного обмінного курсу  $E_f$ , під час погашення іноземних облігацій інвестор отримує сумарний дохід  $E_f(1+i_t^*)/E_s$ . Еквівалентність обох альтернативних фінансових активів передбачає дотримання залежностей (12.1). Технічно інвестори позбуваються ризику обмінного курсу за допомогою одночасного придбання іноземної валюти на поточному ринку та її продажу на форвардному ринку.

У логарифмічному вигляді рівняння (12.1) можна переписати

$$\log E_s + \log(1+i_t) = \log E_f + \log(1+i_t^*), \quad (12.2, a)$$

або

$$e_s + \log(1+i_t) = e_f + \log(1+i_t^*), \quad (12.2, б)$$

де малими буквами  $e_s$  і  $e_f$  позначено відповідні логарифми.

Якщо відсоткові ставки є невисокими, рівняння (12.2, б) можна спростити

$$e_f - e_s \approx i_t - i_t^*. \quad (12.3)$$

Зауважимо, що форвардний обмінний курс є пропорційним різниці відсоткових ставок. У випадку вищої ставки у певній країні ( $i_t > i_t^*$ ) варто очікувати знецінення національної грошової одиниці. Концепція СІР загалом дотримується для промислових країн; відповідний регресійний коефіцієнт становить 1,05 [268, р. 190—191]<sup>1</sup>. Форвардний обмінний курс  $E_t$  є своєрідною платою за хеджування валютного ризику. Зрозуміло, що інвестори зазнають втрат, якщо на час погашення іноземних фінансових активів поточний обмінний курс виявиться вищим від форвардного обмінного курсу. Це створює передумови для відкритого паритету відсоткових ставок (англ. *uncovered interest rate parity* — *UIP*). Відкритий паритет ставок означає, що арбітраж відсоткових ставок відбувається на основі очікувань майбутнього значення поточного обмінного курсу на період часу  $t + 1$ , які зроблено у період часу  $t$ . Інакше кажучи, ринкові механізми вирівнюють очікуваний дохід від відкритого арбітражу та ф'ючерсного продажу грошової одиниці, як це передбачає СІР. Відповідно рівняння (12.1) набуває такого вигляду:

$$E_t(1+i_t) = E_t(E_{t+1})(1+i_t^*), \quad (12.4)$$

де у правій частині  $E_t(E_{t+1})$  — очікування майбутнього значення обмінного курсу на період  $t + 1$ , які зроблено у період часу  $t$ .

За аналогією з рівнянням (12.3) отримуємо:

$$E_t e_{t+1} - e_t \approx i_t - i_t^*. \quad (12.5)$$

Рівняння (12.5) називають правилом Фішера для відкритої економіки. Його інтерпретація є доволі прозорою: різниця відсоткових ставок  $i_t - i_t^*$  не змінюється, якщо немає очікувань змін обмінного курсу. В разі очікувань знецінення грошової одиниці відсоткова ставка буде перевищувати

<sup>1</sup> Оцінювалася така статистична модель:  $e_f - e_s = \alpha + \beta(i_t - i_t^*) + \varepsilon_t$ , де  $\varepsilon_t$  — стохастичний чинник. Ідеальне дотримання СІР передбачає такі значення регресійних коефіцієнтів:  $\alpha = 0$  і  $\beta = 1$ .

світове значення цього показника ( $i_t > i_t^*$ )<sup>1</sup>. З іншого боку, очікування зміцнення грошової одиниці стають важливим чинником зниження відсоткової ставки.

Порівнюючи умови CIP та UIP у рівняннях (12.3) і (12.5), легко побачити:

$$e_t = E_t e_{t+1}. \quad (12.6)$$

Форвардне значення номінального обмінного курсу дорівнює очікуваному значенню цього показника. Хоча UIP використовується у переважній більшості теоретичних моделей, безпосередні оцінки відповідної залежності за допомогою методів на зразок OLS не забезпечують достатніх підстав на користь його дотримання, адже немає очікуваного знецінення грошової одиниці у країнах з високими відсотковими ставками. Це може пояснюватися технічною складністю оцінки стохастичного чинника і аж ніяк не означає некоректності відкритого паритету відсоткових ставок для теоретичного аналізу, принаймні з погляду відсутності прийнятної альтернативи [268, р. 191—192]. З іншого боку, більшість емпіричних оцінок стосувалися промислових країн з низьким рівнем інфляції. У нещодавньому дослідженні країн з підвищеною інфляцією за даними 1990-х років отримано додатні коефіцієнти, що виразно контрастує з попередніми від'ємними  $\beta$  для даних до 1990 р. [198, р. 252—266]. Збільшення різниці відсоткових ставок  $i_t - i_t^*$  веде до подальшої девальвації грошової одиниці<sup>2</sup>. Певні короткочасні відхилення від UIP імовірно пояснюються спробами захисту стабільності обмінного курсу центральним банком, що перешкоджає відновленню паритетних співвідношень. Дотриманню UIP можуть заважати: кризові явища на валютному ринку, проведення фінансової лібералізації, структурні відмінності між окремими країнами.

## 12.2. Модель Дорнбуша

Головною рисою моделі Дорнбуша є теоретичне обґрунтування значних коливань обмінних курсів за умов “плавання” грошової одиниці та раціональних очікувань економічних агентів. Після переходу до плаваючого обмінного курсу основних світових валют з початку 1970-х років нестабільність обмінних курсів значно перевищувала амплітуду коливань,

<sup>1</sup> Оскільки  $r_t = i_t^* - p_t = i_t - (E_t p_{t+1} - p_t)$ , після підстановки для  $i_t$  з рівняння (12.5) неважко знайти вираз для реальної відсоткової ставки:  $r_t = i_t^* + (E_t e_{t+1} - e_t) - (E_t p_{t+1} - p_t)$ .

<sup>2</sup> В одному з емпіричних досліджень підвищення відсоткової ставки позначається знеціненням грошової одиниці в Японії, тоді як протилежне спостерігається у Німеччині для коротко- і довгострокових коефіцієнтів.

обумовлену різницею відсоткових ставок. Всупереч припущенню щодо стабілізуючого характеру спекулятивних процесів (полегшене дотримання концепції ПКС за умов гнучкого курсоутворення), нестабільність обмінних курсів значно перевищувала нестабільність рівня цін (рис. 12.1). Амплітуда коливань обмінного курсу німецької марки і японської єни стосовно долара значно перевищує зміну рівнів оптових цін. Упродовж 1990-х років відмінності у рівнях цін зменшилися, хоча висока амплітуда коливань обмінного курсу залишилася, передусім для японської єни (рис. 12.1, б). Упродовж 1980—1990-х років щоквартальні стандартні відхилення обмінного курсу німецької марки, японської єни, французького франка і англійського фунта стосовно долара становили 5—6 % (для окремих валют цей показник перебував у межах від 5,14 % (франк) до 5,7 % — єна), тоді як стандартні відхилення RER не перевищували 3—4 % [9, с. 17].

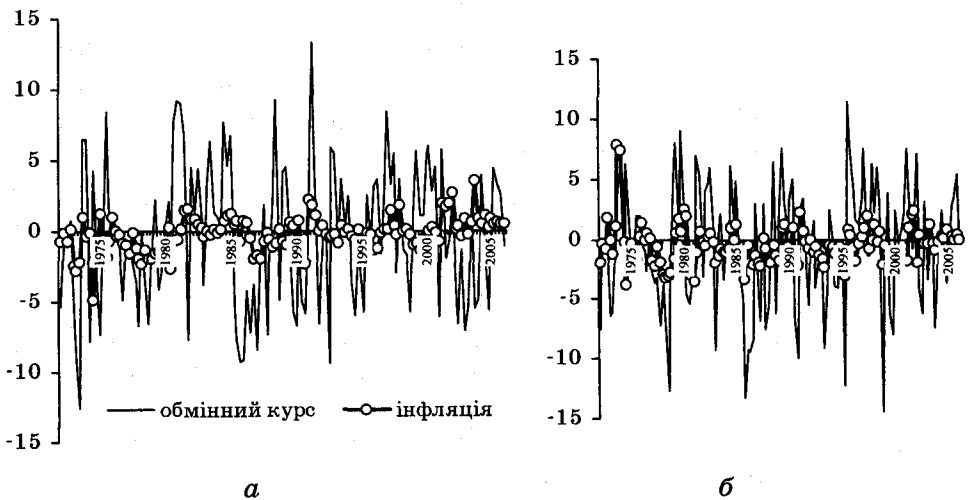


Рис. 12.1. Зміни номінального обмінного курсу та рівнів цін стосовно показників американської економіки (%), 1972—2005 рр.: а — Німеччина; б — Японія

Джерело: розраховано за даними IMF *International Financial Statistics*

Однією з причин підвищеної нестабільності обмінного курсу вважалася відмінна реакція урядових структур на макроекономічні шоки за умов фіксованого і плаваючого обмінних курсів [232, р. 66—67]. Для фіксованого обмінного курсу зменшення валютних резервів викликало набагато більшу стурбованість, ніж аналогічний “стресовий” індикатор для плаваючого обмінного курсу — знецінення грошової одиниці. Відповідно коригуючі зміни в економічній політиці (торговельний протекціонізм, валютний контроль, податки) нівелювали вплив фундаментальних макроекономічних шоків на RER за умов прикріплення грошової одиниці до однієї з твердих

валют, хоча й не без погіршення довгострокових перспектив економічного зростання [125, р. 629]. Інша причина вбачалася у неоднаковій швидкості конвергенції показників інфляції та обмінного курсу до деякого рівноважного значення. Інструментальним чинником зазначених відмінностей розглядалася поведінка обмінного курсу як мірила вартості фінансових активів. Відповідно обмінний курс ставав надзвичайно вразливим до очікувань економічних агентів та інформаційних джерел. Проте адаптація цін на товарному ринку є значно повільнішою, хоча б з міркувань дотримання раніше підписаних контрактів чи значних коштів практичного забезпечення високої гнучкості цін. Наприклад, технологічні втрати від частої зміни цін можуть перевищити потенційний вигравш від гнучкого ціноутворення.

Значення моделі Дорнбуша полягало у тому, що підвищена нестабільність обмінного курсу пояснювалася не короткозорістю, браком інформації чи “колективною” поведінкою (англ. *herd behavior*) приватних інвесторів, а браком гнучкості цін саме за умов повної інформованості учасників ринку [305, р. 12]. Довгострокове узгодження рівня цін ставало повністю передбачуваною характеристикою ринку (англ. *a forward-looking element*). Це пояснювало брак очікуваної “ідилії” на валютному ринку, як це передбачалося прихильниками плаваючого обмінного курсу в 1950—1960-х роках. Модель Дорнбуша донині вважається одним з найкращих засобів аналізу впливу монетарної політики на RER [187, р. 12]. Оперативна реакція обмінного курсу на зміни грошової маси у поєднанні з інерцією цінового механізму створює феномен короткочасного “перельоту” обмінного курсу. Проте з часом асиметрична динаміка номінального обмінного курсу та інфляції повертає RER до рівноважного значення. Фактично у моделі Дорнбуша короткочасні відхилення від рівноважного значення поєднуються з визнанням довгострокового ПКС (у порівняно слабшому відносному варіанті).

Вихідні припущення моделі Дорнбуша є такими: 1) економіка є малою відкритою і не впливає на рівень світової відсоткової ставки; 2) ідеальна мобільність капіталу; 3) обмежене заміщення імпорту національним виробництвом; 4) раціональні очікування економічних агентів. На перший погляд, припущення щодо ідеальної мобільності капіталу обмежує використання моделі для більшості країн, що розвиваються. Проте поширену доларизацію економіки можна вважати тією структурною рисою, що є наближеною характеристикою мобільності капіталу, адже забезпечує можливість оперативних змін на валютному ринку. Обмежене заміщення імпорту відповідає виробничому потенціалу більшості трансформаційних економік колишнього Радянського Союзу та Східної Європи. Не менш ефективним є використання концепції раціональних очікувань для пояснення



процесів у нестабільному економічному середовищі. Попри теоретичну стрункість, модель Дорнбуша важко протестувати емпірично [305, р. 12]. Проблеми створюються складнощами ідентифікації наслідків монетарної політики, ендогенністю грошової маси і відсоткової ставки, а також впливом реальних шоків.

### 12.2.1. Структура моделі

Виклад матеріалу в цьому підрозділі повторює першоджерело [178, р. 1161—1176]. Теоретичні конструкції моделі Дорнбуша зручно розглянути у двох блоках — рівноваги на грошовому і товарному ринках.

I. *Грошовий ринок*. Рівновагу попиту і пропозиції грошової маси визначено в кейнсіанському дусі (у логарифмах)

$$m - p = \phi y - \lambda r, \quad (12.7)$$

де  $m$  — пропозиція грошової маси,  $p$  — рівень цін,  $y$  — дохід,  $r$  — реальна відсоткова ставка.

Практично рівняння (12.7) нічим не відрізняється від рівняння  $LM$  у моделі Манделла — Флемінга (див. розділ 8). Пропозицію грошової маси визначено у реальному вимірі (з урахуванням рівня цін). Попит на гроші характеризується прямою залежністю від доходу і оберненою — від реальної ставки.

Відсоткову ставку визначено з урахуванням очікувань обмінного курсу

$$r = r^* + \theta(\bar{e} - e), \quad (12.8)$$

де  $e$  і  $\bar{e}$  — поточне і рівноважне (довгострокове) значення обмінного курсу.

Вираз  $\theta(\bar{e} - e)$  ідентифікує механізм формування очікувань девальвації грошової одиниці. Параметр  $\theta$  визначає швидкість адаптації очікувань обмінного курсу до певного довгострокового значення  $\bar{e}$ . Зрозуміло, що рівняння (12.8) відбиває відкритий паритет відсоткових ставок, де  $\bar{e} = E_t(E_{t+1})$ .

Після підставлення (12.8) у (12.7) отримуємо

$$m - p = \phi y - \lambda(r^* + \theta(\bar{e} - e)) \quad (12.9, a)$$

або

$$p - m = -\phi y + \lambda r^* + \lambda \theta(\bar{e} - e). \quad (12.9, б)$$

У рівнянні (12.9, б) визначено зв'язок між рівнем цін, пропозицією грошової маси, доходом, світовою відсотковою ставкою та очікуваннями обмінного курсу. Якщо  $m = \text{const}$ , поточне і довгострокове значення обмінного курсу збігаються ( $\bar{e} = e$ ). Це дає змогу знайти рівноважне (довгострокове) значення рівня цін

$$\bar{p} = m + \lambda r^* - \phi y, \quad (12.10)$$

де  $\bar{p}$  — рівноважне значення рівня цін.

Оскільки з рівняння (12.10) умову рівноваги на грошовому ринку можна переписати як  $\bar{p} - m = \lambda r^* - \phi y$ , підставлення відповідного виразу для попиту на гроші у рівняння (12.9, б) забезпечує такий результат:

$$p - m = \bar{p} - m + \lambda \theta (\bar{e} - e) \quad (12.11, a)$$

або

$$e = \bar{e} - \frac{1}{\lambda \theta} (p - \bar{p}). \quad (12.11, б)$$

З рівняння (12.11, б) помітно, що підвищення рівня цін зміцнює грошову одиницю. Це стається внаслідок підвищення відсоткової ставки (рівняння (12.8)), яке стимулює приплив капіталу<sup>1</sup>. Наступне збільшення пропозиції іноземної валюти зміцнює грошову одиницю.

II. *Товарний ринок.* Функцію сукупного попиту на ринку товарів і послуг визначено так:

$$\ln Z = \gamma y + \delta (e + p^* - p) - \sigma r + g, \quad (12.12)$$

де  $Z$  — сукупний попит,  $p^*$  — рівень цін за кордоном,  $g$  — дефіцит бюджету.

Як це приймалося для рівняння  $IS$  у моделі Манделла — Флемінга, сукупний попит збільшується поживавленням доходу, експансійною фіскальною політикою і зниженням RER. Певним недоліком моделі Дорнбуша вважається брак мікроекономічного пояснення сприятливої залежності сукупного попиту від зниження RER [285, р. 611]. Стимулюючий вплив зниження RER означає, що: а) мала відкрита економіка має певну монополію на товар зовнішньої торгівлі, б) інфляція не залежить від обмінного курсу, в) знецінення грошової одиниці збільшує попит на продукцію внутрішнього виробництва.

<sup>1</sup> Варто зауважити, що з рівняння (12.11, б) випливає:  $\bar{e} - e = (1/\lambda\theta)(p - \bar{p})$ . Відповідно вираз для відсоткової ставки стає таким:  $r = r^* + (1/\lambda)(p - \bar{p})$ .

Підвищення рівня цін створюється надлишковим попитом

$$\dot{p} = \pi \ln \frac{Z}{Y} = \pi[(\gamma-1)y + \delta(e + p^* - p) - \sigma r + g], \quad (12.13)$$

де  $\dot{p}$  — темп зростання рівня цін (інфляція).

Оскільки для довгострокової рівноваги  $\dot{p} = 0$  і  $r = r^*$ , з рівняння (12.13)

$$(\gamma-1)y - \sigma r^* + \delta(\bar{e} + p^* - \bar{p}) + g = 0 \quad (12.14, a)$$

і далі

$$\bar{e} = \bar{p} - p^* + \frac{1}{\delta}[\sigma r^* + (1-\gamma)y - g], \quad (12.14, б)$$

де рівноважне значення рівня цін  $\bar{p}$  визначено у рівнянні (12.10).

Підвищенню рівноважного значення обмінного курсу ( $\downarrow \bar{e}$ ) допомагають: зростання світових цін ( $\uparrow p^*$ ), зниження світової відсоткової ставки ( $\downarrow r^*$ ), зниження рівня доходу ( $\downarrow y$ ) та збільшення дефіциту бюджету. Це цілком відповідає припущенням моделі Манделла — Флемінга для ідеальної мобільності капіталу. Збільшення грошової маси, що матеріалізується у підвищенні рівноважного значення рівня цін ( $\uparrow \bar{p}$ ), недвозначно знецінює грошову одиницю ( $\uparrow \bar{e}$ ).

Використовуючи вираз для  $r$  (рівняння (12.8)), отримуємо рівняння (12.13) у дещо іншому вигляді

$$\dot{p} = \pi[g + (\gamma-1)y - \sigma(r^* + \theta(e - \bar{e})) + \delta(e + p^* - p)], \quad (12.15)$$

де значення  $e$  визначено у рівнянні (12.11, б), а  $\bar{e}$  — у рівнянні (12.14, б).

Після підставлення виразів для  $e$  і  $\bar{e}$  у рівняння (12.15) отримуємо:

$$\dot{p} = -\pi \left( \frac{\delta + \sigma\theta}{\theta\lambda + \delta} \right) (p - \bar{p}) = -\nu(p - \bar{p}), \quad (12.16)$$

де

$$\nu = \pi \left( \frac{\delta + \sigma\theta}{\theta\lambda + \delta} \right). \quad (12.17)$$

Розв'язок диференційного рівняння (12.16) становить

$$p(t) = \bar{p} + (p_0 - \bar{p}) \exp(-\nu t). \quad (12.18)$$

Рівень цін  $p$  виявляє конвергенцію до певного рівноважного значення зі швидкістю, що визначається параметром  $\nu$ . Швидкість конвергенції зро-

стає у разі високої залежності сукупного попиту від відсоткової ставки ( $\sigma$ ), проте відповідна залежність у попиті на гроші ( $\lambda$ ) має протилежний вплив. Підставляючи вираз (12.18) у рівняння (12.11, б), знаходимо траєкторію номінального обмінного курсу:

$$e(t) = \bar{e} - \frac{1}{\lambda\theta} (p_0 - \bar{p}) \exp(-vt) = \bar{e} + (e_0 - \bar{e}) \exp(-vt). \quad (12.19)$$

Рівняння (12.19) засвідчує “переліт” значень обмінного курсу внаслідок підвищення рівня цін, адже короткочасне значення обмінного курсу є нижчим стосовно рівноважного значення ( $e_0 > \bar{e}$ ). Інакше кажучи, ті макроекономічні шоки, що підвищують рівень цін (як приклад — збільшення грошової маси), одночасно створюють прискорене знецінення обмінного курсу. “Переліт” обмінного курсу зникає, якщо прийняти залежність доходу від чинників сукупного попиту [305, р. 12]. Такий результат ще легше отримати за допомогою визначення попиту на гроші не доходом, а приватним споживанням.

## 12.2.2. Графічна інтерпретація

Логіку моделі Дорнбуша зручно проілюструвати графічно (рис. 12.2).

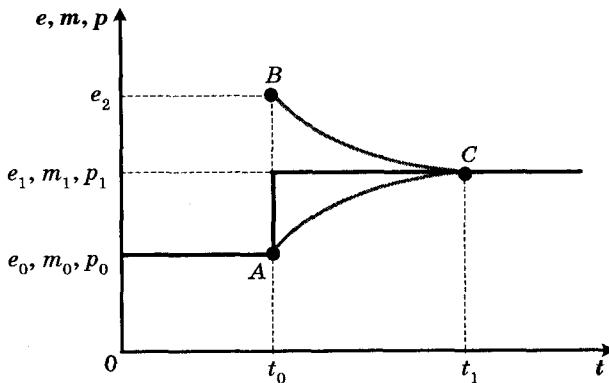


Рис. 12.2. Збільшення пропозиції грошової маси у моделі Дорнбуша

Початково темп зростання грошової маси становить  $m_0$ , що зумовлює девальвацію грошової одиниці  $e_0$  та зростання рівня цін (інфляцію) з темпом  $p_0$  (т. А). У період часу  $t_0$  темп зростання грошової маси підвищується до  $m_1$ . Це відразу ж знецінює грошову одиницю ( $e_0 \rightarrow e_2$ ) зі значним “перельотом” стосовно рівноважного значення (т. В), що пояснюється особливостями динаміки обмінного курсу (рівняння (12.19)). Надалі обмінний курс

підвищується до рівноважного значення ( $e_2 \rightarrow e_1$ ) упродовж періоду часу  $t_0 t_1$ . Водночас відбувається поступове прискорення інфляції ( $p_0 \rightarrow p_1$ ). У довгостроковій перспективі темпи девальвації, інфляції та зростання грошової маси стабілізуються на вищому рівноважному рівні (т. С).

Упродовж періоду часу  $t_0 t_1$  відмінності змін обмінного курсу та інфляції створюють відхилення від рівноважного значення RER (рис. 12.3). У період  $t_0$  "переліт" значень обмінного курсу ( $e_0 \rightarrow e_1$ ), що спостерігається на тлі зростання цін із незмінним темпом  $p_0$ , створює значне зниження RER (т. В). Надалі поступове підвищення обмінного курсу ( $e_2 \rightarrow e_1$ ) та рівня цін ( $p_0 \rightarrow p_1$ ) підвищують RER до незмінного у часі рівноважного значення  $q_0$ . Отже у кейнсіанській моделі Дорнбуша опосередковано стверджується монетаристське припущення про ПКС, хоча й у значно слабшому трактуванні відносного ПКС.

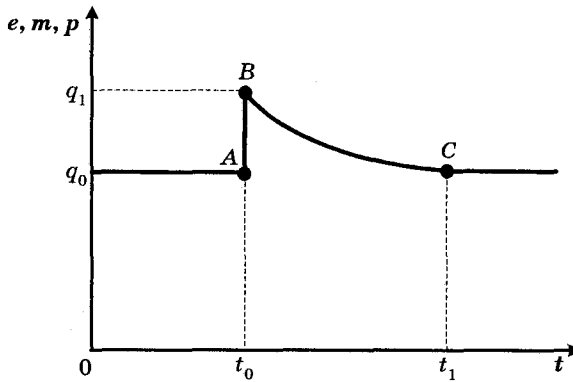


Рис. 12.3. Вплив збільшення пропозиції грошової маси на RER

### 12.2.3. Альтернативне зображення моделі Дорнбуша

У канонічній моделі Дорнбуша адаптацію цін визначено надлишковим попитом (рівняння (12.13)). Дещо по-іншому це можна зробити за допомогою кривої Філіпса з інфляційними очікуваннями<sup>1</sup>:

$$P_{t+1} - P_t = \gamma(y_t - \bar{y}) + (\tilde{p}_{t+1} - \tilde{p}_t), \quad (12.20)$$

де  $\tilde{p}_t \equiv e_t + p_t^* - \bar{q}_t$  — це рівень цін для рівноваги доходу ( $y = \bar{y}$ ).

<sup>1</sup> Інший варіант урахування кривої Філіпса у динамічній моделі відкритої економіки подано у підрозділі 12.3.

Отже, складова  $\gamma(y - \bar{y})$  враховує надлишковий попит, а компонента  $\tilde{p}_{t+1} - \tilde{p}_t$  — очікувану інфляцію.

З урахуванням рівняння (12.20) модель Дорнбуша набуває такого вигляду [285, р. 609—618]:

$$m_t - p_t = \phi y_t - \lambda r_{t+1}, \quad (12.21)$$

$$r_{t+1} = r^* + e_{t+1} - e_t, \quad (12.22)$$

$$y_t = \bar{y} + \delta(q_t - \bar{q}) + g, \quad (12.23)$$

$$p_{t+1} - p_t = \gamma(y_t - \bar{y}) + e_{t+1} - e_t, \quad (12.24)$$

де індекси  $t$  і  $t + 1$  стосуються відповідних періодів часу.

Рівняння (12.21) і (12.22) не відрізняються від рівнянь (12.7) та (12.8), окрім запису функціональних залежностей. Рівновага на товарному ринку залежить від рівноважного значення доходу  $\bar{y}$  та відхилень RER від рівноваги  $q_t - \bar{q}$ , а також фіскального чинника  $g$  (залежністю сукупного попиту від  $r$  знехтувано). Варто зауважити деякі відмінності у специфікації впливу RER на сукупний попит і дохід у двох варіантах моделі Дорнбуша. Якщо у канонічній моделі стимулюючим є будь-яке зниження RER (рівняння (12.12)), то у моделі (12.21)—(12.24) лише зниження RER понад рівноважне значення (рівняння (12.23)).

У рівнянні (12.24) визначено механізм цінової адаптації. Рівняння (12.24) отримано з рівняння (12.20) для  $y_t = \bar{y}$  після підставлення для рівня цін  $\tilde{p}_t$

$$\tilde{p}_{t+1} - \tilde{p}_t = (e_{t+1} + p_{t+1}^* - \bar{q}_{t+1}) - (e_t + p_t^* - \bar{q}_t). \quad (12.25)$$

Приймаючи незмінність рівноважних значень світового рівня цін ( $p_{t+1}^* = p_t^*$ ) та RER ( $\bar{q}_{t+1} = \bar{q}_t = \bar{q}$ ), стає виразною пряма пропорційність між змінами рівня цін та обмінного курсу. Інфляція  $\tilde{p}_{t+1} - \tilde{p}_t$  залежить від надлишкового попиту та очікувань обмінного курсу, як це приймається для випадків інфляційної інерції.

Зі системи рівнянь (12.21)—(12.24) легко знайти умови рівноваги номінального та реального обмінних курсів. Найперше вираз для  $y_t$  з рівняння (12.23) можна підставити у рівняння (12.24)

$$p_{t+1} - p_t = \gamma\delta(q_t - \bar{q}) + \gamma g + e_{t+1} - e_t. \quad (12.26)$$

Приймаючи  $q_t = e_t + p_t^* - p_t$ , після нескладних перетворень отримуємо

$$\Delta q_{t+1} = q_{t+1} - q_t = -\gamma\delta(q_t - \bar{q}) - \gamma g. \quad (12.27)$$

Якщо прийняти  $\gamma\delta < 1$ , показник RER виявляє конвергенцію у часі до певного рівноважного значення  $\bar{q}$ . З метою визначення динаміки обмінного курсу  $\Delta e_t$  потрібно підставити у рівняння (12.21) вирази для рівня цін  $p_t = e_t + p_t^* - q_t$ , очікувань відсоткової ставки (рівняння (12.22)) та доходу (рівняння (12.23))

$$m_t - e_t - p_t^* + q_t = -\lambda(r_t^* + e_{t+1} - e_t) + \phi(\bar{y} + \delta(q_t - \bar{q} + g)). \quad (12.28)$$

З рівняння (12.28) випливає, що

$$\begin{aligned} \Delta e_{t+1} &= e_{t+1} - e_t = \\ &= -r_t^* + \frac{1}{\lambda}[e_t + p_t^* + \phi(\bar{y} + g) - (1 - \phi\delta)q_t - \phi\delta\bar{q} - m_t]. \end{aligned} \quad (12.29)$$

Рівняння (12.28) і (12.29) утворюють систему з двох одночасних різницевих рівнянь. Графічну інтерпретацію зазначеної системи зображено на рис. 12.4.

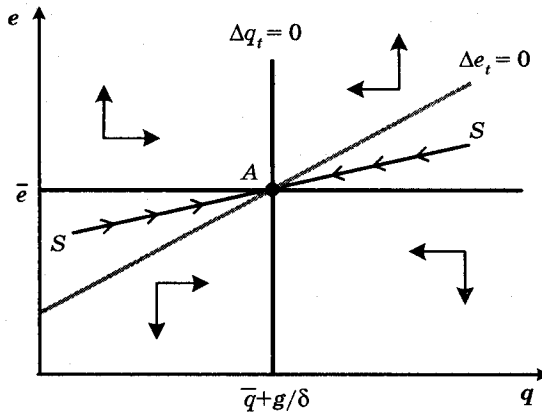


Рис. 12.4. Рівновага реального і номінального обмінного курсів у моделі Дорнбуша

Для умови  $\Delta q_{t+1} = 0$  з рівняння (12.27) отримуємо

$$q_t = \bar{q} - \frac{g}{\delta}. \quad (12.30)$$

Помітно, що RER не залежить від пропозиції грошової маси. Збільшення дефіциту бюджету ( $\uparrow g$ ) підвищує RER. Це відповідає висновку з рівнян-

ня (12.14, б). Порівнюючи з канонічним варіантом моделі Дорнбуша, на RER не впливає зміна рівноважного значення доходу  $\bar{y}$ . Оскільки RER не залежить від номінального обмінного курсу, лінія рівноваги цього показника  $\Delta q = 0$  буде вертикальною у координатах “ $e-q$ ” (рис. 12.4). З рівняння (12.29) отримуємо вираз для рівноваги обмінного курсу ( $\Delta e_t = 0$ )

$$e_t = \lambda r_t^* - p_t^* - \phi(\bar{y} + g) + (1 - \phi\delta)q_t + \phi\delta\bar{q} + m_t. \quad (12.31)$$

У координатах “ $e-q$ ” нахил лінії  $\Delta e_t = 0$  визначено коефіцієнтом  $1 - \phi\delta$ . Якщо  $\phi\delta < 1$ , лінія  $\Delta e_t = 0$  має додатний нахил. Можливість від’ємного нахилу теоретично не заперечується для умови  $\phi\delta > 1$ , коли залежність попиту на гроші від доходу і сукупного попиту від RER є вагомою. Зазвичай таку можливість відкидають на підставі відсутності негайного (миттєвого) зв’язку між грошовою масою і доходом (щонайбільше це виявляється з часовим лагом). Поєднуючи умови  $\Delta e_t = 0$  та  $\Delta q_t = 0$  (т. А), рівноважне значення обмінного курсу становить

$$\bar{e} = \lambda r_t^* - p_t^* - \phi(\bar{y} + g) + \bar{q} + \bar{m}. \quad (12.32)$$

Інтуїтивно зрозумілим (це пов’язано з впливом капіталу) є знецінення грошової одиниці внаслідок підвищення світової відсоткової ставки  $r_t^*$  та збільшення пропозиції грошової маси  $\bar{m}$ . Чинники збільшення сукупного попиту (підвищення світової ціни  $p_t^*$  та збільшення дефіциту бюджету  $g_t$ ) зміцнюють грошову одиницю. Відповідний вплив збільшення рівноважного рівня виробництва  $\bar{y}$  пояснюється збільшенням попиту на гроші. З рівнянь (12.31) і (12.32) легко визначити джерела інфляційного тиску. Враховуючи  $p_t = e_t + p_t^* - q_t$ , для рівноважного стану (т. А) отримуємо

$$\bar{p} = \lambda r_t^* - \phi\bar{y} + (1/\delta - \phi)g + \bar{m}. \quad (12.33)$$

Безумовно інфляційними є збільшення пропозиції грошової маси  $\bar{m}$  та підвищення світової відсоткової ставки  $r_t^*$ . Навпаки, збільшення виробництва є антиінфляційним чинником. Інфляційні наслідки збільшення дефіциту бюджету на товарному ринку послаблюються супутнім підвищенням попиту на гроші внаслідок стимулювання доходу. В канонічній моделі Дорнбуша урядові видатки не впливають на рівноважне значення рівня цін (рівняння (12.10)). Відмінності пояснюються особливостями визначення попиту на гроші, а саме: у моделі Дорнбуша його визначає “природне” значення доходу  $\bar{y}$ , тоді як у моделі (12.21)—(12.24) — поточне значення доходу (рівняння (12.21)). Динамічну рівновагу на рис. 12.4 показує лінія SS. Зазначена лінія визначає траєкторію досягнення рівноваги номінального і реального обмінних курсів (т. А).



### 12.2.4. Монетарна політика

Порівнюючи з розглянутими вище теоретичними конструкціями, модифікована модель Дорнбуша дозволяє простежити вплив як повністю передбачуваного, так і непередбачуваного збільшення (зменшення) пропозиції грошової маси. Наслідки непередбачуваного збільшення пропозиції грошової маси показано на рис. 12.5:

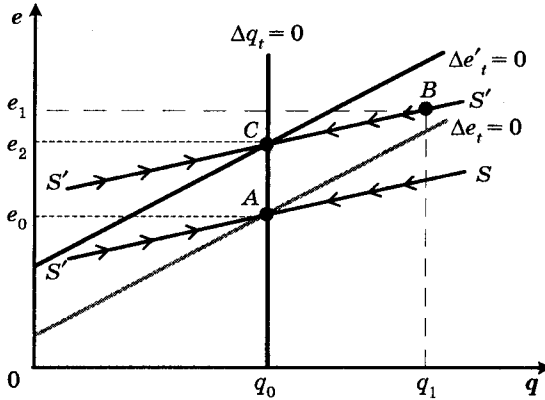


Рис. 12.5. Монетарна політика у моделі Дорнбуша

Рівноважні значення реального і номінального обмінних курсів,  $q_0$  і  $e_0$  відповідно, визначено перетином ліній (т. А), що визначають у координатах “ $e-q$ ” їхню довгострокову динаміку. Збільшення грошової маси передбачає перехід до нижчого рівноважного значення  $e_t$  (рівняння (12.32)), тоді як RER залишається незмінним (у рівнянні (12.27)  $m_t$  не впливає на цей показник). При переході до нового рівноважного значення ( $e_0 \rightarrow e_2$ ) змінюється траєкторія динамічної рівноваги ( $SS \rightarrow S'S'$ ). Враховуючи  $p_0 = \bar{m}$ , інерційність цін (рівняння (12.33)) передбачає:  $q_1 = e_1 - \bar{m}$ , де  $\bar{m}$  відбиває рівноважне значення пропозиції грошової маси. Оскільки на час непередбачуваного збільшення грошової маси ця подія не враховується при ціноутворенні ( $\bar{m} = m_0$ ), негайна реакція обмінного курсу на зміни у пропозиції грошової маси (рівняння (12.32)) створює результуюче зниження RER:  $(q_1 = e_1 - m_0) > (q_0 = e_0 - m_0)$ . Таким чином непередбачуване збільшення пропозиції грошової маси зумовлює перехід до динамічної рівноваги з новими значеннями рівноваги номінального і реального обмінних курсів,  $e_1$  і  $q_1$  відповідно (т. В). Подальше досягнення довгострокової рівноваги, згідно з динамічною траєкторією  $S'S'$ , передбачає зміцнення грошової одиниці ( $e_1 \rightarrow e_2$ ), де обмінний курс  $e_2$  відбиває нове довгострокове значення цього показника.

Початкове зниження обмінного курсу нижче довгострокового значення ( $e_1 > e_2$ ) виявляє короткочасний “переліт” цього показника, який зумовлено короткочасним зниженням реальної відсоткової ставки після збільшення пропозиції грошової маси. Надалі з метою дотримання відкритого паритету відсоткової ставки обмінний курс повинен підвищитися (рівняння (12.8)). Це стається лише тоді, якщо припустити миттєвий “переліт” значення номінального обмінного курсу. Амплітуду “перельоту” знижують висока залежність попиту на гроші від доходу ( $\phi$ ) та сукупного попиту від RER ( $\delta$ ). Якщо  $\phi\delta > 1$ , замість “перельоту” виникає “недоліт” (англ. *undershooting*) значень обмінного курсу. Таку можливість посилює внесення приватного споживання у функцію попиту на гроші.

У моделі Дорнбуша зниження RER внаслідок “перельоту” грошової одиниці збільшує дохід понад довгострокове значення. У міру зміцнення грошової одиниці та підвищення цін RER і дохід повертаються до рівноважних значень. Сприятлива залежність доходу від зниження RER відповідає висновкам моделі Манделла — Флемінга, але в обмеженому короткочасному контексті. Теоретичні конструкції моделі Манделла — Флемінга дозволяють інші спрощені паралелі. Збільшення пропозиції грошової маси знижує відсоткову ставку на рівні доходу  $Y_0$  (див. рис. 8.7), що призводить до відпливу капіталу та максимального знецінення грошової одиниці. Надалі поліпшення цінових співвідношень у зовнішній торгівлі позначається збільшенням  $Y$  та підвищенням  $r$ , що зміцнює грошову одиницю через приплив капіталу. В такій послідовності подій неважко побачити “переліт” обмінного курсу. Істотні відмінності полягають у тому, що у канонічній моделі Манделла — Флемінга навіть за умов гнучкого ціноутворення зниження обмінного курсу є довгостроковим і супроводжується тривалим збільшенням доходу.

### 12.2.5. Фіскальна політика

Наслідки збільшення дефіциту бюджету показано на рис. 12.6. Збільшення урядових видатків (або зменшення надходжень у бюджет) підвищує рівноважне значення номінального і реального обмінних курсів (т. С). Такий висновок впливає з рівнянь (12.30) та (12.31). Амплітуду підвищення RER посилює невисока залежність доходу від цього показника ( $\delta$ ). Зміцненню грошової одиниці сприяє висока залежність попиту на гроші від доходу ( $\phi$ ). Підвищення RER відбувається внаслідок як зміцнення грошової одиниці, так і підвищення рівня цін (рівняння (12.33)). Певні нюанси створює врахування раціональних очікувань. Якщо прийняти, що економічні агенти відразу правильно передбачають майбутнє значення обмінного курсу, негайний перехід до нової траєкторії динамічної рівноваги ( $SS \rightarrow S'S'$ )

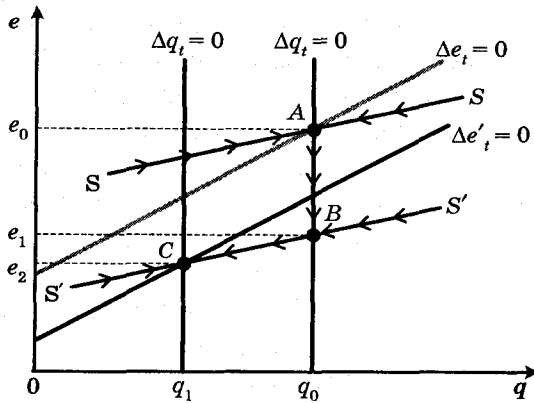


Рис. 12.6. Збільшення дефіциту бюджету в моделі Дорнбуша

передбачає миттєве зміцнення грошової одиниці до  $e_1$ . Надалі зростання цін відбувається на тлі подальшого (менш промовистого) зміцнення грошової одиниці. Підвищення RER буде дещо нижчим для непередбачуваного збільшення дефіциту бюджету, адже не відбуватиметься підвищення рівня цін.

## 12.2.6. Практичні результати

Модель Дорнбуша передбачає, що збільшення пропозиції грошової маси повинно супроводжуватися знеціненням грошової одиниці, поживленням виробництва та зниженням реальної відсоткової ставки. Відповідно для рестрикційної монетарної політики як наслідок: стрімке зміцнення грошової одиниці, підвищення реальної відсоткової ставки та спад виробництва. Це узгоджується з досвідом багатьох промислових країн [285, р. 621—622]. З початку 1980-х років рестрикційна монетарна політика позначилася спадом виробництва і підвищенням ставки у США (рис. 12.7, а) та Великій Британії (рис. 12.7, б). Подібними були наслідки обмеження пропозиції грошової маси в Італії та Франції, а також окремих країнах Латинської Америки, що теж використовували рестрикційну монетарну політику для гальмування інфляції. Глобальне скорочення пропозиції грошової маси вважається одним із найбільш ймовірних пояснень “великої депресії” (1929—1933 рр.). У США підвищення відсоткової ставки зі середини 1979 р. позначилося спадом виробництва з початку наступного 1980 р. Це призвело до певного зниження ставки у III кварталі 1980 р., однак недостатнє зниження інфляції зумовило подальше стиснення грошової маси та підвищення ставки.

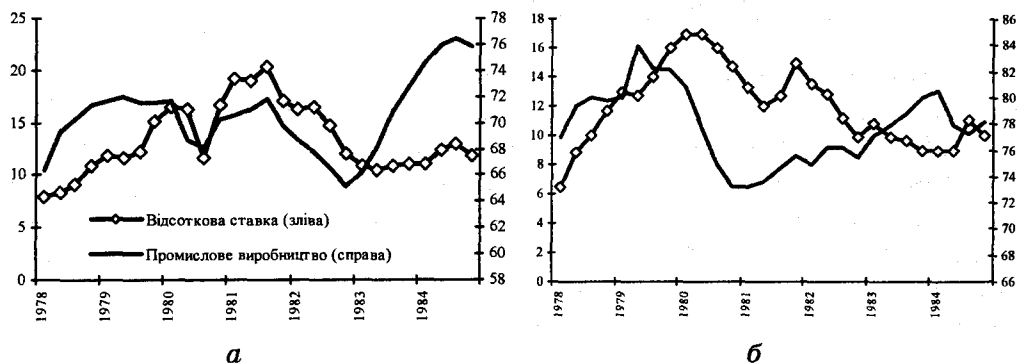


Рис. 12.7. Відсоткова ставка (%) і промислове виробництво (індекс, 1970 = 100), 1978—1984 рр.: а — США; б — Велика Британія

Джерело: IMF *International Financial Statistics*

Зі свого боку, це зумовило стрімкий спад промислового виробництва у 1982 р. Наступне пожвавлення виробництва у 1983—1984 рр. легко пояснити попереднім зниженням відсоткової ставки. У Великій Британії підвищення відсоткової ставки у 1979 р. позначилося дуже стрімким падінням виробництва наступного 1980 р. (рис. 12.7, б). Надалі ставка поступово знижувалася, що сприяло поновленню обсягів промислового виробництва. Проте у Великій Британії не справджується інше передбачення моделі Дорнбуша — про прямий зв'язок між RER і різницею відсоткових ставок ( $r - r^*$ ). Візуально кореляцію між RER і ставками помітно для показників США—Німеччина і США—Японія. Також немає переконливих економетричних свідчень на користь теоретично передбачуваного зв'язку між пропозицією грошової маси і номінальним обмінним курсом, попри помітну візуальну кореляцію [285, р. 622—626]. Це пояснюється тривалістю конвергенції RER до ПКС та непередбачуваністю поведінки індексів фондового ринку, що відбивають вартість фінансових та інших активів, як нерухомість чи земельні володіння.

<sup>1</sup> Для пояснень використано матеріал зі *Stevenson A., Muscatelli V., Gregory M. Macroeconomic Theory and Stabilisation Policy*. — Glasgo; Oxford; Philip Allan/Barnes&Noble Books, 1993. — P. 282—288.

## 12.3. Модель Бренсона

У моделі Бренсона збережено припущення моделі Дорнбуша щодо “миттєвої” реакції обмінного курсу на зміну пропозиції фінансових активів та повільнішу адаптацію рівня цін до деякого довгострокового значення, але у відмінному теоретичному контексті одночасної рівноваги поточного рахунку і портфеля фінансових активів. Інші засадничі припущення є такими: 1) *недосконале заміщення внутрішніх та іноземних активів* (це означає використання СІР, тоді як у моделі Дорнбуша використовується UIP), 2) *незалежність світової відсоткової ставки  $r^*$*  (тобто економіка певної країни приймається як мала відкрита).

### 12.3.1. Структура моделі

Модель Бренсона становлять такі рівняння<sup>1</sup>:

$$\frac{M}{P} = m(r, r^*) \frac{W}{P}, \quad m_r, m_{r^*} < 0, \quad (12.34)$$

$$\frac{B}{P} = b(r, r^*) \frac{W}{P}, \quad b_r > 0, \quad b_{r^*} < 0, \quad (12.35)$$

$$\frac{EF}{P} = f(r, r^*) \frac{W}{P}, \quad f_r < 0, \quad f_{r^*} > 0, \quad (12.36)$$

$$W = M + B + EF, \quad (12.37)$$

$$m_r + f_r + b_r = 0, \quad (12.38)$$

$$m_{r^*} + b_{r^*} + f_{r^*} = 0, \quad (12.39)$$

$$CA = CA \left( \frac{EP^*}{P}, \bar{Y} \right) + r^* F, \quad CA_q > 0, \quad CA_{\bar{Y}} < 0, \quad (12.40)$$

де  $r^*F$  — дохід на іноземні облігації (всі інші змінні відповідають раніше зробленим позначенням).

Порівняно з простішою моделлю (11.1)—(11.7), у моделі (12.34)—(12.40) обмінний курс є плаваючим. У рівняннях (12.34) і (12.35) визначено умови рівноваги попиту і пропозиції грошової маси та внутрішніх облігацій, а рівнянні (12.36) — іноземних облігацій. У рівняннях (12.37)—(12.39) визначено загальну вартість і структуру портфеля фінансових активів. Поточний рахунок залежить від RER і доходу ( $\bar{Y} = \text{const}$ ), а також надхо-

дженів від інвестицій в іноземні активи (рівняння (12.40)). Зниження RER, акумуляція іноземних активів або підвищення світової відсоткової ставки поліпшують сальдо поточного рахунку (залежність від доходу приймається оберненою).

### 12.3.2. Монетарна політика

У моделі Бренсона розрізняється коротко- і довгостроковий вплив монетарної політики. Короткочасні наслідки експансійної монетарної політики проілюстровано у попередньому розділі 11. Обмінний курс  $E_1$  відбиває короткочасну рівновагу портфеля активів. На відміну від простішої портфельної моделі (розділ 11), у моделі Бренсона довгострокове значення обмінного курсу враховує не лише рівновагу портфеля активів, але й зміни у сальдо поточного рахунку (рівняння (12.40)). Необхідні пояснення зроблено на рис. 12.8, де показано процес узгодження портфеля активів зі змінами у сальдо поточного рахунку. Лінія  $CA$  відбиває такі комбінації  $E$  та  $P$ , що забезпечують рівновагу поточного рахунку; її нахил обумовлено RER. Підвищення значень світових цін  $P^*$ , відсоткової ставки  $r^*$  чи іноземних облігацій  $F$  супроводжується зміцненням грошової одиниці (лінія  $CA$  повертається за годинниковою стрілкою). На рис. 12.8 графічно проілюстровано коротко- і довгострокові наслідки збільшення грошової маси. Якщо для спрощення графічної інтерпретації розглянути проведення експансійної монетарної політики за допомогою операцій відкритого ринку (це не змінює вартість портфеля активів), збільшення грошової маси ( $MM_0 \rightarrow MM_1$ ) зменшує пропозицію внутрішніх облігацій ( $BB_0 \rightarrow BB_1$ ). Наслідком стає зниження відсоткової ставки і знецінення грошової одиниці (т.  $L$ ). Проте значення  $E_1$  не відбиває довгострокового значення номінального обмінного курсу, оскільки короткочасне поєднання обмінного курсу  $E_1$  та початкового рівня цін  $P_0$  означає зниження RER і виникнення додатного сальдо поточного рахунку (т.  $L'$  на рис. 12.8, б). Зрозуміло, що це передбачає зміцнення грошової одиниці у довгостроковій перспективі.

Надалі узгодження параметрів портфеля фінансових активів передбачає врахування змін  $E$ ,  $P$  та  $Y$  від володіння іноземними активами. Оскільки додатне сальдо поточного рахунку (т.  $L'$ ) означає акумуляцію іноземних активів (це зміщує лінію  $FF$  вліво), наступне збільшення попиту на усі три активи дещо послаблює амплітуду змін  $FF$ , проте збільшення попиту на внутрішні облігації (зміщення лінії  $BB$  далі вліво) та грошові активи (зміщення лінії  $MM$  вправо) недвозначно посилює тенденцію зміцнення грошової одиниці до попереднього рівня, але на нижчому рівні  $r$ . Проте зміцнення грошової одиниці знижує загальну вартість портфеля активів, що зменшує попит на фінансові активи (це зміщує лінії  $FF$  і  $MM$  вліво,

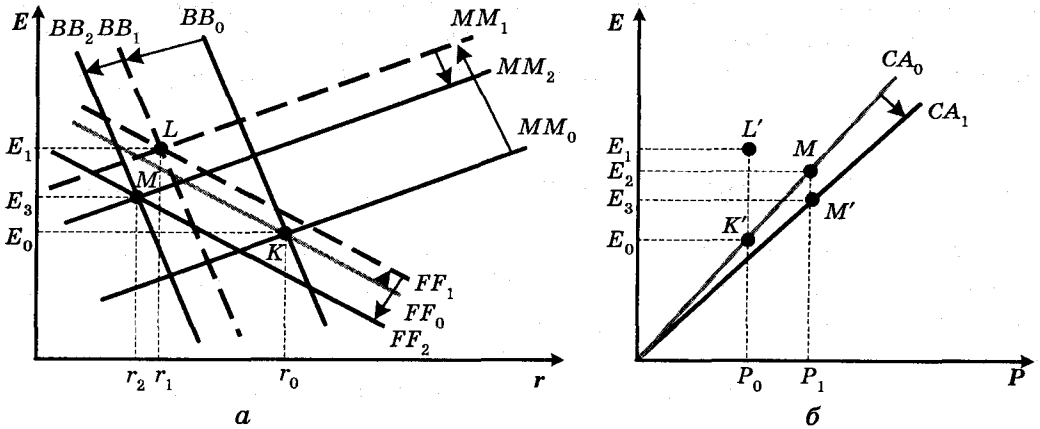


Рис. 12.8. Вплив збільшення пропозиції грошової маси (плаваючий обмінний курс): а — короткостроковий; б — довгостроковий

а лінію  $BB$  вправо; варто зауважити, що на рис. 12.8 показано лише підсумковий результат, тоді як знехтувано всіма проміжними ситуаціями). Зрозуміло, що підвищенням обмінного курсу ( $\downarrow E$ ) частково нівелюються наслідки попереднього накопичення іноземних активів ( $\uparrow F$ ). Іншою причиною, що перешкоджає зміцненню грошової одиниці до початкового значення, стає підвищення рівня цін. Якщо після збільшення грошової маси відбувається пропорційне підвищення рівня цін ( $P_0 \rightarrow P_1$ ), повернення до рівноваги поточного рахунку та рівноважного значення RER передбачає зміцнення грошової одиниці до  $E_2$  (т.  $M$ ). Нарешті, потрібно врахувати наслідки збільшення інвестиційного доходу внаслідок акумуляції іноземних активів (англ. *the 'coupon effect'*).

Збільшення інвестиційного доходу ( $\uparrow r^*F$ ) означає, що початкове значення RER стає заниженим, адже виникає додатне сальдо поточного рахунку. Відповідно вимагається підвищення рівноважного значення RER. На рис. 12.8, б це зображує перехід від лінії  $CA_0$  до лінії  $CA_1$ . З урахуванням доходу від іноземних облігацій рівновага поточного рахунку досягається на рівні цін  $P_1$  і обмінного курсу  $E_3$  (т.  $M$ ). Підсумкове зниження обмінного курсу ( $E_3 > E_0$ ) означає підвищення вартості  $W$ , а відповідно — збільшення попиту на гроші ( $MM_1 \rightarrow MM_2$ ), внутрішні ( $BB_1 \rightarrow BB_2$ ) та іноземні облігації ( $FF_1 \rightarrow FF_2$ ). Якщо допустити придбання центральним банком іноземних облігацій, на рис. 12.8 лінія  $BB_0$  залишиться без змін, а  $FF_0$  зміститься вправо. Неважко переконатися, що зміни у портфелі активів центрального банку на користь іноземних облігацій супроводжуються помітнішим знеціненням грошової одиниці та меншою амплітудою зниження відсоткової ставки.

Довгостроковий вплив монетарної політики на RER помітно відрізняється від моделі Дорнбуша та монетарних моделей, де довгострокову перспективу визначає ПКС. У моделі Бренсона монетарна політика стає ефективним чинником впливу на RER,  $r$  та  $W$ . З моделлю Дорнбуша уподібнює ефект “перельоту” обмінного курсу. Підстави для цього створює оперативне вирівнювання попиту і пропозиції іноземної валюти, тоді як рівновага ринку товарів і послуг та поточного рахунку досягається не відразу. Проте з урахуванням відхилень від ПКС траєкторія “перельоту” є дещо іншою (рис. 12.9). Початково збільшення грошової маси створює “переліт” обмінного курсу в бік зниження ( $E_0 \rightarrow E_1$ ). Надалі обмінний курс поступово підвищується до рівня  $E_3$ . Підвищення рівня цін не лише нівелює наслідки знецінення грошової одиниці (т.  $C$ ), але й створює підвищення рівноважного значення RER (т.  $D$ ). Точніше, RER підвищується внаслідок зростання рівня цін та зміцнення грошової одиниці. Це відбиває наслідки отримання інвестиційного доходу внаслідок попередньої акумуляції іноземних активів під час поліпшення поточного рахунку (рис. 12.8, б).

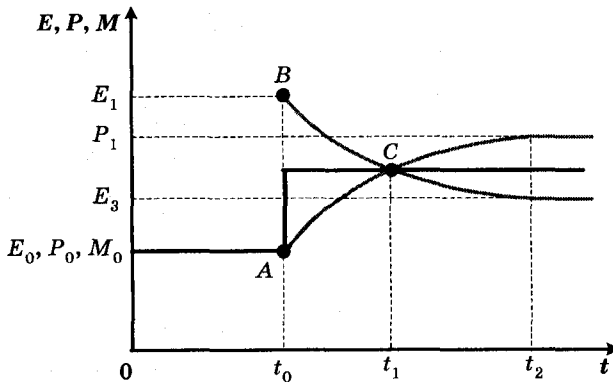


Рис. 12.9. Збільшення пропозиції грошової маси у моделі Бренсона

Зрозуміло, що динаміка RER у моделі Бренсона (рис. 12.10) відрізняється від моделі Дорнбуша (рис. 12.3). “Переліт” обмінного курсу створює миттєве його зниження, однак надалі у міру зміцнення грошової одиниці та зростання рівня цін RER підвищується. У період часу  $t_1$  реальний обмінний курс повертається до початкового значення, проте надалі підвищується понад  $q_0$  — до  $q_2$ . Ймовірно, що недостатня гнучкість цін перешкоджатиме оперативному досягненню рівноважного значення RER. У такому разі вирівнювання сальдо поточного рахунку буде досягнуто суто за допомогою зміцнення грошової одиниці. Якщо після цього рівень цін підвищується до певного довгострокового значення, виникає потреба у знеціненні грошової одиниці для підтримання рівноваги поточного рахунку.



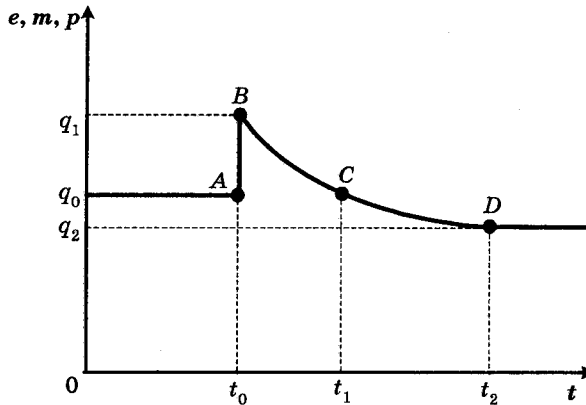


Рис. 12.10. Вплив збільшення пропозиції грошової маси на RER

Відмінностей з моделлю Дорнбуша немає у тому, що RER залежить від фундаментальних шоків. Це найлегше проілюструвати прикладом шоків у зовнішній торгівлі. Як відомо, погіршення умов торгівлі обертає лінію  $CA$  проти годинникової стрілки, що передбачає появу від'ємного сальдо поточного рахунку. Відповідно втрата іноземних активів зменшує попит на інші фінансові активи. Обмінний курс знижується, але поступово (в міру втрати іноземних активів). Іншими прикладами фундаментальних шоків є зміни сальдо бюджету та світової відсоткової ставки.

### 12.3.3. Фіскальна політика

Брагування динаміки сальдо поточного рахунку модифікує наслідки розглянутого вище скорочення дефіциту бюджету (рис. 11.10). Необхідний графічний коментар подано на рис. 12.11.

Приймаючи зміцнення грошової одиниці до  $E_1$ , за умови цінової стабільності на рівні цін  $P_0$  виникає від'ємне сальдо поточного рахунку (т.  $L'$ ). Оскільки це означає втрату іноземних облігацій та зниження вартості  $W$ , наступне зменшення попиту на внутрішні облігації ( $BB_1 \rightarrow BB_2$ ) та гроші ( $MM_1 \rightarrow MM_2$ ) знижує обмінний курс. Проте зниження обмінного курсу створює протилежну тенденцію до підвищення попиту на фінансові активи. Ще один механізм узгодження портфеля активів ініціює зниження рівня цін ( $P_0 \rightarrow P_1$ ), якого варто очікувати від зменшення видатків бюджету. Зниження рівня цін до  $P_1$  створює передумови для поліпшення сальдо поточного рахунку (т.  $M'$ ), проте зменшення інвестиційного доходу від іноземних облігацій передбачає зниження рівноважного RER (т.  $M''$ ). У підсумку досягнення рівноваги сальдо поточного рахунку призводить до знецінення

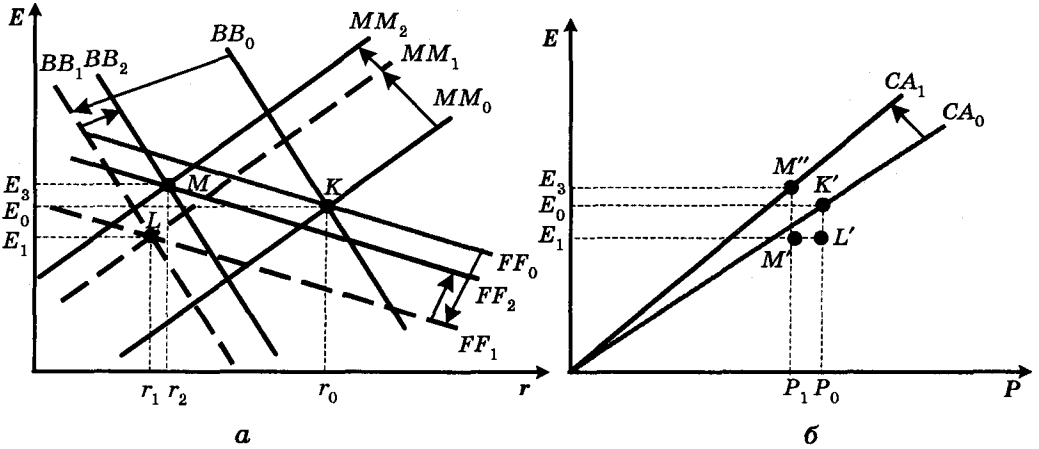


Рис. 12.11. Вплив зменшення видатків бюджету (плаваючий обмінний курс): а — короткостроковий; б — довгостроковий

грошової одиниці та зниження відсоткової ставки (т. *M* на рис. 12.11, *а*). Проте ймовірно, що обмінний курс зміцниться (цього варто очікувати в економіці зі значною залежністю попиту на іноземні облігації від обмінного курсу). В такому випадку зниження RER відбуватиметься головним чином за рахунок зниження рівня цін. Загалом вплив фіскальної політики на обмінний курс залежить від структурних рис. У цьому простежуються подібності з моделлю Манделла — Флемінга, де визначальною рисою відкритої економіки є мобільність капіталу. В економіці з високою мобільністю капіталу скорочення дефіциту бюджету знецінює грошову одиницю, тоді як протилежне спостерігається в економіці з низькою мобільністю. Мобільність капіталу в моделі Манделла — Флемінга є синонімом високого заміщення між внутрішніми та іноземними активами у портфельній моделі.

### 12.3.4. Надходження іноземного капіталу

Збільшення надходжень іноземного капіталу ( $FF_0 \rightarrow FF_1$ ) означає підвищення вартості  $W$ , а відповідно — попиту на гроші ( $MM_0 \rightarrow MM_1$ ) та внутрішні облігації ( $BB_0 \rightarrow BB_1$ ) (рис. 12.12). Цілком очікувано приплив капіталу знижує відсоткову ставку ( $r_0 \rightarrow r_1$ ) і підвищує обмінний курс ( $E_0 \rightarrow E_1$ ). Водночас зміцнення грошової одиниці погіршує сальдо поточного рахунку (т.  $L'$ ), як наслідок часткова втрата іноземних активів. Наступне узгодження портфеля активів передбачає врахування впливу обмінного курсу, рівня цін та інвестиційного доходу. Оскільки приплив капіталу

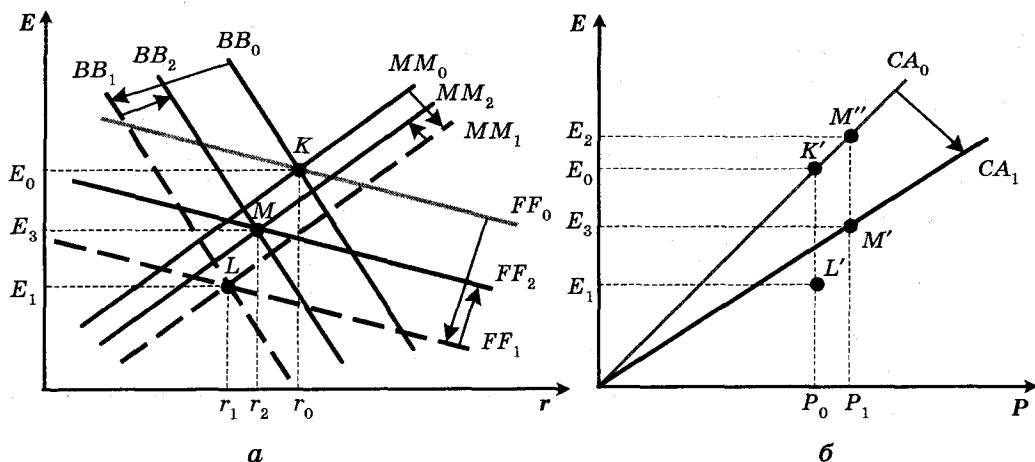


Рис. 12.12. Коротко- і довгостроковий вплив надходжень капіталу (плаваючий обмінний курс)

може мати інфляційні наслідки, ймовірне підвищення рівня цін ( $P_0 \rightarrow P_1$ ) передбачає знецінення грошової одиниці ( $E_1 \rightarrow E_2$ ) задля дотримання рівноваги поточного рахунку. Проте збільшення надходжень від іноземних облігацій дозволяє підвищити рівноважний рівень RER ( $CA_0 \rightarrow CA_1$ ). У підсумку досягнення рівноваги портфеля активів супроводжується подоланням початкового “перельоту” значень обмінного курсу в бік підвищення ( $E_1 \rightarrow E_3$ ) та послабленням амплітуди зниження відсоткової ставки ( $r_1 \rightarrow r_2$ ). Порівнюючи з початковим станом (т.  $K$ ), відбувається зміцнення грошової одиниці та зниження відсоткової ставки.

Схематичне пояснення рис. 12.12 легко використати для обґрунтування самодостатності підвищення RER стабільними приватними трансфертами від працюючих за кордоном. На перший погляд, для української економіки значні приватні трансферти приблизно врівноважують від’ємне сальдо доходу (табл. 2.6). Проте існують серйозні підстави вважати, що офіційні дані істотно занижено. Так, лише в Італії щорічний зарібок українських робітників (переважно нелегалів) оцінюється на рівні 1 млрд дол. Більшість коштів, які надходять від працюючих за кордоном в Україну, не реєструються офіційною статистикою. Якщо так, то приватні трансферти об’єктивно зміцнюють грошову одиницю і підвищують рівноважне значення RER, тим паче у випадку, коли одночасно підвищуються внутрішні ціни (щоправда, це послаблює амплітуду зміцнення грошової одиниці). Спроби опиратися об’єктивній тенденції до зміцнення грошової одиниці за допомогою експансійної монетарної політики дозволяють знизити номінальний обмінний курс, але не супроводжуються зниженням RER.

## ДОЛАРИЗАЦІЯ В УКРАЇНІ: ДЖЕРЕЛА ТА НАСЛІДКИ

Надходження іноземної валюти легко пояснити “стихийним” експортом товарів з початку 1990-х років, надходженням приватних трансфертів та збереженням валютної виручки підприємницькими структурами. Процес доларизації прогресує, попри проведення грошової реформи та досягнену фінансову стабілізацію. Якщо у 1997 р. вартість іноземної валюти в українській економіці оцінювалася на рівні 5—15 млрд дол., то останнім часом “озвучують” набагато вищий показник — 20 млрд дол. Доларизація має низку недоліків: 1) затруднює контроль пропозиції грошової маси; 2) позбавляє сеньйоражу від грошової емісії; 3) посилює деструктивність коливань обмінного курсу; 4) вимагає підвищеної надійності банківської системи. Певними перевагами доларизації є: диверсифікація грошових активів, інтеграція зі світовим валютним ринком, запобігання відпливу капіталу, ремонетизація економіки. Наближеною характеристикою доларизації є частка депозитів у іноземній валюті в загальній вартості депозитів банківської системи (рис. 12.13). Доларизація послідовно знижувалася упродовж 1995—1997 рр., однак з другої половини 1998 р. спостерігалася протилежна тенденція. Лише з початку 2000 р. стало знову помітним зниження показника доларизації. На відміну від країн Східної Європи, доларизація української економіки не виявляє очікуваного стрімкого зниження у міру гальмування інфляції.

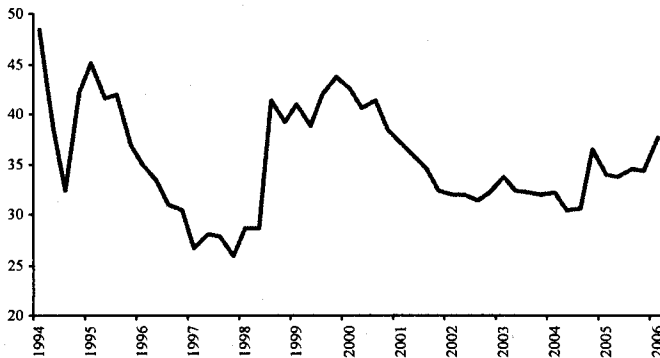


Рис. 12.13. Україна: доларизація економіки (%), 1994—2006 рр.

Джерело: IMF International Financial Statistics

Нагадаємо, що девальвація грошової одиниці підвищує вартість портфеля активів та попит на його окремі компоненти. У доларизованій економіці значні валютні активи створюють додаткові труднощі для проведення монетарної політики.

### 12.3.5. Врахування раціональних очікувань

Припущення щодо плавного (і тривалого) переходу до нового рівноважного значення обмінного курсу виглядають дещо нереалістичними для ситуації, коли економічні агенти правильно передбачають майбутні події. У такому разі нове значення обмінного курсу визначають відразу, не чекаючи завершення процесу вирівнювання платіжного балансу.

З урахуванням раціональних очікувань модель Бренсона можна переписати

$$\frac{M}{P} = m(r, r^* + \dot{e}^e) \frac{W}{P}, \quad m_r, m_{r^* + \dot{e}^e} < 0, \quad (12.41)$$

$$\frac{B}{P} = b(r, r^* + \dot{e}^e) \frac{W}{P}, \quad b_r > 0, \quad b_{r^* + \dot{e}^e} < 0, \quad (12.42)$$

$$\frac{EF}{P} = f(r, r^* + \dot{e}^e) \frac{W}{P}, \quad f_r < 0, \quad f_{r^* + \dot{e}^e} > 0, \quad (12.43)$$

$$\dot{F} = CA \left( \frac{EP^*}{P}, \bar{Y} \right) + r^* F, \quad CA_q > 0, \quad CA_{\bar{Y}} < 0, \quad (12.44)$$

де  $\dot{e}^e$  — очікуване знецінення грошової одиниці.

У рівняннях (12.41)—(12.43) попит на фінансові активи залежить від очікувань економічних агентів. Зрозуміло, що це дозволяє раптові переходи до нового рівноважного значення обмінного курсу. Графічно це проілюстровано на рис. 12.14. Лінії  $\dot{e} = 0$  і  $\dot{F} = 0$  характеризують рівновагу обмінного курсу та поточного рахунку відповідно. У рівноважному стані обмінний курс не змінюється ( $E = \text{const}$ ). Так само це стосується вартості іноземних активів ( $F = \text{const}$ ). У координатах “ $E - F$ ” лінія має від’ємний нахил, оскільки поліпшення торговельного балансу внаслідок знецінення грошової одиниці урівноважується зменшенням інвестиційного доходу від активів  $F$ . Лінія відображає припущення про структуру портфеля активів. Лінія  $SS$  показує динамічну рівновагу. У довгостроковій перспективі погіршення умов торгівлі позначиться знеціненням грошової одиниці ( $E_0 \rightarrow E_1$ ) та зменшенням вартості іноземних активів ( $F_0 \rightarrow F_1$ ), як це передбачає рівновага поточного рахунку (рівняння (12.44)). Перехід до нової довгострокової рівноваги (т.  $L$ ) передбачає нові довгострокові співвідношення (( $\dot{F} = 0$ )  $\rightarrow$  ( $\dot{F}' = 0$ )) та нову динамічну рівновагу ( $SS_0 \rightarrow SS_1$ ). Оскільки у короткочасному плані  $F_0 = \text{const}$ , негайний перехід до нової траєкторії динамічної рівноваги позначається зниженням обмінного курсу до  $E_1$  (т.  $K'$ ).

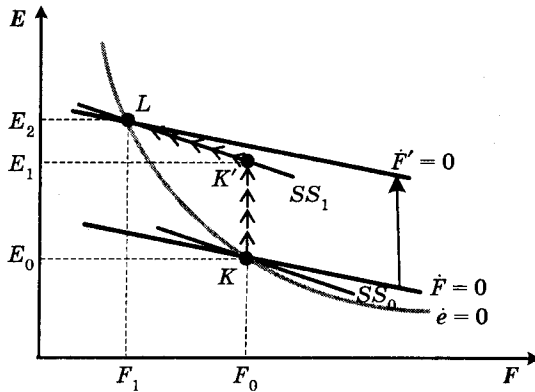


Рис. 12.14. Очікування знецінення грошової одиниці у моделі Бренсона

Значення обмінного курсу залишається вищим стосовно нового довгострокового значення ( $E_1 < E_2$ ), проте надалі зменшення іноземних облігацій у портфелі активів ( $F_0 \rightarrow F_1$ ) створює подальше знецінення обмінного курсу — до  $E_2$ .

Одним з важливих наслідків запропонованого теоретичного пояснення є зміни у структурі компонентів сальдо поточного рахунку. Для підтримання рівноваги поточного рахунку зменшення доходу на іноземні активи повинно супроводжуватися поліпшенням торговельного балансу як іншого компонента сальдо поточного рахунку (рівняння (12.44)). Таким чином погіршення умов торгівлі створює протилежний до очікуваного ефект, а саме: замість інтуїтивно очікуваного погіршення сальдо зовнішньої торгівлі повинно відбуватися поліпшення сальдо експорту-імпорту. Навпаки, в економіці зі значним інвестиційним доходом виникають передумови для цілком безпечного погіршення сальдо експорту-імпорту. Така ситуація має переконливі історичні аналогії. Велика Британія підтримувала від'ємне сальдо торговельного балансу впродовж 1880—1913 рр. [231, р. 135—136]. Надходження доходу від інвестицій за кордоном становили до 10 % від ВВП, що дозволяло не лише фінансувати торговельний дефіцит, але й здійснювати значні інвестиції за кордоном. Напередодні Першої світової війни обсяги зарубіжного інвестування англійських компаній досягали 9 % від ВВП. Якщо вважати збільшення імпорту синонімом добробуту, сприятливі наслідки від'ємного сальдо торговельного балансу не викликають сумніву. Проте це не означає переваг для більш загального випадку. Наприклад, тривалі зовнішні запозичення для фінансування від'ємного сальдо зовнішньої торгівлі можуть позначитися накопиченням зовнішніх зобов'язань, а відтак — втратою інвестиційного доходу. Відповідно виникає необхідність у перевищенні експорту над імпортом, що може

супроводжуватися значним знеціненням грошової одиниці, дестабілізацією доходу і падінням життєвого рівня.

Зі середини 1980-х років у США очікувалося, що поліпшення торговельного балансу вимагатиме істотного знецінення долара, адже тривала акумуляція боргових зобов'язань означатиме втрату інвестиційного доходу. Долар справді знецінювався з 1986 р., що сприяло істотному поліпшенню сальдо поточного рахунку, але ненадовго (рис. 12.15).

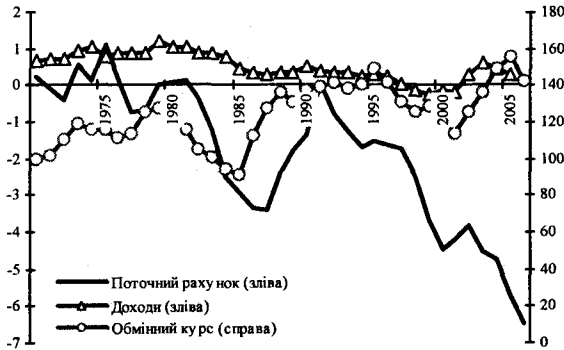


Рис. 12.15. США: сальдо поточного рахунку, чистий дохід (% від ВВП) і обмінний курс (індекс, 1970 = 100), 1970—2005 рр.

Джерело: IMF *International Financial Statistics*

З 1992 р. потужне зростання ВВП супроводжувалося пропорційним погіршенням сальдо поточного рахунку. До цього могло спричинитися локальне зміцнення долара, однак у 1999 р. обмінний курс залишався нижчим від показника 1985 р. на 30 %. У другій половині 1990-х років США перестали отримувати інвестиційний дохід, що з погляду портфельної моделі передбачає знецінення долара. Якщо зі середини 1980-х років від'ємне сальдо торговельного балансу фінансувалося продажем американських активів — акцій, облігацій, нерухомості та цілих компаній [247, р. 44—45], то наприкінці 1990-х років зобов'язання перевищили вартість зарубіжних активів на 382 млрд дол. ПР США виявляє перевищення зобов'язань над інвестиціями з 1991 р., тоді як від часу Першої світової війни активи перевищували зобов'язання, передусім упродовж 1950—1960-х років, коли розпочалася експансія американських ТНК за кордоном. Хоча окремі економісти вважають тривале від'ємне сальдо поточного рахунку ознакою економічного благополуччя, супутня акумуляція інвестиційних зобов'язань викликає побоювання щодо збільшення коштів обслуговування зовнішнього боргу та супутнього підвищення ризику.

## 12.4. Модель з урахуванням кривої Філіпса

У 1958 р. новозеландський економіст В. Філіпс (William Phillips) опублікував результати вивчення ринку праці Великої Британії за даними 1861—1957 рр., що засвідчили обернений зв'язок між зростанням заробітної плати та безробіттям. Прискорене зростання номінальної заробітної плати виразно асоціювалося зі зниженням безробіття (безробіття на рівні 2,5 % передбачало щорічне підвищення заробітної плати приблизно на 2 %). Крива Філіпса передбачала достатньо повільне узгодження заробітної плати і цін до змін у сукупному попиті. З часом термін “крива Філіпса” було поширено на зв'язок між інфляцією та безробіттям [105, р. 80—81; 182, р. 475—486]. Підвищення безробіття спостерігалось на тлі зниження цін, тоді як протилежне стосувалося періодів з вищою інфляцією. Поміркована інфляція ставала засобом зменшення безробіття до “природного” рівня. Модель з кривою Філіпса зручно пояснює поведінку RER як чинника внутрішньої і зовнішньої рівноваги під час гальмування інфляції. Її логіка часто використовувалася для пояснення перебігу програм фінансової стабілізації з використанням фіксованого обмінного курсу.

### 12.4.1. Попередні зауваження

Зі середини 1980-х років незадовільні результати програм фінансової стабілізації на основі плаваючого обмінного курсу (або ортодоксних програм) у країнах Латинської Америки зумовили використання фіксованого обмінного курсу з метою гальмування інфляції. Відповідні програми отримали назву гетеродоксних і активно використовувалися в Аргентині, Бразилії, Мексиці, Перу. Такими були програми (або плани) економічної стабілізації “Austral” в Аргентині та “Cruzado I” у Бразилії. Подібні риси мали перуанський план “Inti” (1985—1988 рр.) та перехід до низької інфляційного середовища в Мексиці (1988—1992 рр.). Гетеродоксні програми другої половини 1980-х років не мали успіху. Після короткочасного гальмування інфляції та поживавлення виробництва надалі поновлювалося зростання цін і спад виробництва, що зумовлювало відмову від фіксованого обмінного курсу. Не заперечуючи безпосереднього впливу RER на платіжний баланс, головна причина полягала у неспроможності скорочення дефіциту бюджету та обмеження пропозиції грошової маси. Вважалося, що після проведення грошової реформи наступне підвищення попиту на гроші не передбачало продовження рестрикційної монетарної політики; навпаки, вимагалось збільшити грошову масу для запобігання підвищенню реальної відсоткової ставки. Так само стверджувалося, що тривале поліпшення



## КРИВА ФІЛІПСА

Крива Філіпса широко використовувалася у 1960-х роках для обґрунтування впливу інфляції на виробництво. Функціонування ринку робочої сили пов'язувалося з рівновагою товарного ринку за допомогою припущень щодо зв'язку між: 1) доходом і безробіттям та 2) інфляцією і зростанням заробітної плати. На початку 1960-х років американський економіст А. Оукен (Arthur Okun) встановив, що безробіття знижується, якщо зростання ВВП перевищує деяке рівноважне значення (англ. *the Okun's law*). Емпірична залежність для США виявилася такою:  $\Delta u = -0,3(y - y^N)$ , де  $\Delta u$  — зміна рівня безробіття, а  $y$  і  $y^N$  — поточний і “природний” темпи зростання доходу. Зниження безробіття на 1 % вимагало прискорення темпу зростання ВВП на 3 % понад рівноважне значення. “Природний” темп зростання доходу приймався на рівні 2,6 % щорічно. Досить часто правило Окуна використовують в оберненому прочитанні, коли зміна безробіття визначає динаміку реального ВВП (з урахуванням  $y^N$ ). На початку 1990-х років значення  $y^N$  у США зросло до 3,2 %, а у другій половині 1990-х років — до 4 %, що розглядалося ознакою структурного зменшення безробіття у так званій новій економіці з інтернет-технологіями та поширенням інформатизації, де США є безумовним лідером. Нещодавно розраховані значення “природного” зростання доходу є набагато нижчими в інших промислових країнах: Японія — 1,2 %; Німеччина, Італія — 1,7; Франція — 1,8; Канада — 2,1; Велика Британія — 2,3; Австралія — 3,2 %. Так само різняться коефіцієнти пропорційності між зростанням доходу і безробіттям. Для економіки США наприкінці 1990-х років цей показник становив -0,44 і дещо збільшився, порівнюючи з оцінками А. Оукена. Вищими значеннями характеризувалися: Німеччина (-0,52), Нідерланди (-0,50), Іспанія (-0,60), Австралія (-0,51). Залежність між доходом і безробіттям є дещо нижчою у Франції (-0,36), Великій Британії і Швеції (-0,26). Найслабшою виявилася залежність між обома показниками в Італії та Японії, -0,14 і -0,12 відповідно.

Правило Оукена не суперечить рівнянню кривої Філіпса:  $w = -\mu(u - NAIRU)$ , де  $w$  — зміна рівня заробітної плати. Коефіцієнт  $\mu$  показує швидкість адаптації змін у заробітній платі до значень безробіття. Для економічної ситуації 1960-х років А. Оукен приймав значення NAIRU на рівні 4 %. З кінця 1980-х років значення NAIRU для економіки США поступово знижувалося. Станом на 1998 р. цей показник оцінювався у межах 4,5—5,4 %. Зв'язок між заробітною платою та інфляцією реалізовується через кошти виробництва. За умови високої частки заробітної плати у собівартості виробленої продукції (США — 70 %), відмінна від ідеальної еластичність сукупного попиту позначиться підвищенням рівня цін. Зрозуміло, що вища продуктивність праці послаблює інфляційні наслідки підвищення заробітної плати. Для США крива Філіпса реалістично ілюструвала поєднання високого безробіття і низької інфляції на початку 1960-х років або навпаки — низького безробіття з високою інфляцією — наприкінці декади, проте надалі така асиметрія не спостерігалася. Тим гірше, зникненню емпіричної залежності передувала критика кривої Філіпса в економічній теорії.

У 1968 р. американські економісти М. Фрідман і Е. Фелпе пояснили втра-ту залежностей кривої Філіпса очікуваннями інфляції, до якої пристосовува-лися як працюючі, так і працедавці. Замість номінальної заробітної плати у цільовій функції як працедавців, так і працівників використовувався по-казник реальної заробітної плати. У дусі класичної традиції обидва економі-сти стверджували, що у довгостроковій перспективі економіка перебуватиме на “природному” рівні доходу (або NAIRU) незалежно від темпу зростання цін і заробітної плати, якщо лише учасники ринку праці вірно передбачають май-бутню інфляцію. Рівновага ринку праці пов’язувалася з так званим фрикцій-ним безробіттям (англ. *frictional unemployment*), яке пояснювалося реаліями пошуку нових робочих місць мобільною робочою силою. Якщо безробіття перевищує значення NAIRU, надлишкова пропозиція робочої сили зумовлює зниження реальної заробітної плати, а відповідно — збільшення попиту на робочу силу. Зі свого боку, це зумовлює повернення до рівноваги ринку робо-чої сили на визначеному “природному” рівні безробіття — NAIRU. У разі зниження безробіття понад рівноважне значення супутнє підвищення реал-ної заробітної плати призводить до зменшення попиту та збільшення пропо-зиції робочої сили, що збільшує безробіття.

З урахуванням очікувань економічних агентів криву Філіпса можна мо-дифікувати таким чином:  $w = \pi^e + \lambda(y - y^N)$ , де  $\pi^e$  — очікування інфляції. Така залежність показує, що заробітна плата зростає пропорційно до очікувань інфляції. Врахування очікувань інфляції дозволяє стверджувати, що заданий рівень безробіття може поєднуватися з будь-якою інфляцією, адже важить не так динаміка цін, а відхилення очікуваної інфляції від поточної зміни цін. Емпіричні дані 1970—1980-х років надали переконливі свідчення на користь гіпотези про незалежність безробіття від інфляції у промислових країнах. По-передня обернена залежність пояснювалася переважно низькою і стабільною інфляцією, яка не викликала очікувань прискореного підвищення цін. З по-чатку 1970-х років прискорення інфляції істотно модифікувало механізми ви-никнення відповідних очікувань. Значно вища і нестабільна інфляція втрати-ла зв’язок з безробіттям. Визнання неможливості зниження безробіття за інфляції означало, що засоби стимулювання доходу повинні бути переважно мікроекономічними. Це зовсім не означає, що зниження інфляції не позна-читься втратами доходу. Наприклад, у США в 1980—1984 рр. зниження інфляції з 10 до 3 % річних позначилося приблизно 11 % додаткового безро-біття, розрахованого як кумулятивне перевищення поточним безробіттям відповідного значення NAIRU (6 %). Таким чином коефіцієнт втрат доходу (англ. *the sacrifice ratio*) становив  $11/7$ . В ідеальному випадку втрат доходу може і не бути, якщо антиінфляційна політика сприймається з повною дові-рою і необхідне обмеження сукупного попиту супроводжується пропорційним зниженням цін. Власне грошова реформа підвищує довіру до економічної полі-тики загалом та обмінного курсу зокрема. Це повинно зменшити втрати дохо-ду під час гальмування інфляції.

Дані 1990-х років показують, що крива Філіпса не втратила актуальності [130, р. 27—28]. Для емпіричної оцінки даних за 1973—1999 рр. використо-

увалася така регресійна модель:  $\Delta\pi = \beta(y - \bar{y}) + \varepsilon$ , де  $\pi$  — інфляція,  $y - \bar{y}$  — різниця між поточним і “природним” рівнями доходу (англ. *the output gap*),  $\varepsilon$  — стохастичний чинник. У моделі для Японії точнішою виявилася специфікація з лаговими значеннями доходу. Оцінки для коротких вибірок враховували фіктивну змінну часу:  $\Delta\pi = \beta(y - \bar{y}) + \delta dum(y - \bar{y}) + \varepsilon$ , де *dum* набувала значення 0 для 1973—1988 р. і 1 — після 1988 р. Зв’язок між ВВП та інфляцією знову послабився і практично не відрізняється для США, Японії та країн Єврозони (табл. 12.1). В середньому кожен відсоток збільшення ВВП понад рівноважне значення веде до прискорення інфляції всього на 0,3 %. Зазначена залежність була у декілька разів вищою в 1973—1988 рр., передусім в Японії. Такий вислід пояснюється зниженням рівноважного значення інфляції (це рівноцінно підвищенню поточної інфляції), підвищенням довіри до монетарної політики та більшою гнучкістю ринку робочої сили і процесу ціноутворення. Зокрема, гальмування інфляції у США в другій половині 1990-х років пов’язується зі зниженням продажної маржі (англ. *markup*), що становить різницю між рівнем цін та рівноважними коштами одиниці робочої сили (англ. *unit labor costs*).

Таблиця 12.1. Емпіричні оцінки кривої Філіпса, 1973—1999 рр.

Країна	1973—1999	R <sup>2</sup>	DW	1973—1988	1989—1999	R <sup>2</sup>	DW
Єврозона	0,63	0,41	1,59	0,89	0,30	0,48	1,75
США	0,67	0,38	1,93	0,74	0,32	0,38	2,04
Японія-I	0,69	0,11	2,19	1,06	0,25	0,12	2,47
Японія-II	1,37	0,48	1,70	2,10	0,35	0,68	1,39

Джерело: Манків Г. Макроекономіка: Підручник для України. — К.: Основи, 2000. — С. 67—68; A cruise around the Phillips curve // *The Economist*. — 1994. — February 19th. — P. 80—81; Baily M., Friedman P. *Macroeconomics, Financial Markets, and The International Sector*. — Chicago; London: Irwin, 1995. — P. 510—514; BIS. 70<sup>th</sup> Annual Report. 1 April 1999 — March 2000. — Basle: BIS, 2000. — P. 27—28; Brayton F., Roberts J., Williams J. What’s Happened to the Phillips Curve?; Dornbusch R., Fischer S. *Macroeconomics*. — P. 475—481, 513—515; Stevenson A., Muscatelli V., Gregory M. *Macroeconomic Theory and Stabilisation Policy*. — Glasgo; Oxford; Philip Allan/Barnes&Noble Books, 1993. — P. 57—71, 126—136

фіскальних показників є можливим лише на основі надійного збільшення виробництва та податкових надходжень. Проте цього не відбувалося.

З початку 1990-х років використання фіксованого обмінного курсу як елемента програми фінансової стабілізації виявилось успішним в Аргентині (план “*Convertibilidad*”) та Бразилії (план “*Real*”). Ключем до успіху варто вважати переконливе поліпшення сальдо бюджету. В Аргентині

впродовж 1992—1993 рр. сальдо бюджету було додатним; подібно у Бразилії в 1993—1994 рр. Відомі проблеми обох країн зі середини 1990-х років лише підтверджують вирішальне значення фіскальної дисципліни у стабілізаційній політиці. Упродовж 1995—1998 рр. середнє значення дефіциту бюджету в Бразилії перевищувало 6 % від ВВП, що підвищило відсоткову ставку, погіршило умови обслуговування зовнішнього боргу і зрештою створило очікування цінової та грошової нестабільності. Навіть екстремально високі відсоткові ставки не змогли нейтралізувати розбудованих інфляційних очікувань. Азійська (1997 р.) і російська (1998 р.) фінансові кризи лише переконали інвесторів у проблематичності обмінного курсу бразильського реала. У січні 1999 р. грошову одиницю було девальвовано майже вдвічі (рис. 9.11). В Аргентині фіксований обмінний курс песо зберігався до початку 2002 р., коли під тягарем обслуговування зовнішнього боргу довелося відмовитися від грошової ради.

Гетеродоксні програми не є суто латиноамериканським “винаходом”. У перехідних економіках фіксований обмінний курс практикували для фінансової стабілізації: Польща (січень 1990 р.), Угорщина (березень 1990 р.), Чехословаччина (січень 1991 р.), Естонія (червень 1992 р.), Хорватія (жовтень 1992 р.) і Македонія (січень 1994 р.) [196]<sup>1</sup>. В Естонії фіксований обмінний курс підтримується донині. Польща відмовилася від фіксованого обмінного курсу вже у 1991 р. Угорщина і Чехія зробили це відповідно у 1995 і 1997 рр. під тягарем фіскальних проблем і супутнього погіршення платіжного балансу.

Ще одним прикладом гетеродоксної політики є Ізраїль [301, р. 19—20]. У першій половині 1980-х років у цій країні реалізовувалася ортодоксна політика, що передбачала девальвацію грошової одиниці — шекеля. Її наслідком стало відчутне прискорення інфляції. З метою гальмування інфляції у листопаді 1984 р. було запроваджено адміністративне регулювання цін і заробітної плати, але це не мало очікуваних наслідків. На початку 1985 р. інфляція перевищила 1000 %. У липні 1985 р. уряд запровадив фіксований обмінний курс шекеля, що дозволило оперативно позбутися інфляції — без погіршення торговельного балансу. Упродовж наступного 1986 р. було скасовано адміністративне “заморожування” цін та заробітної плати. Прикріплення грошової одиниці дозволило покращити фіскальні показники за рахунок підвищення реальної вартості податкових надходжень та зменшення коштів обслуговування державного боргу.

<sup>1</sup> Ортодоксні програми з плаваючим обмінним курсом реалізовували: Болгарія (лютий 1991 р.), Словенія (лютий 1992 р.), Албанія (серпень 1992 р.), Молдова (вересень 1993 р.), Монголія (жовтень 1993 р.), Узбекистан (листопад 1994 р.), Таджикистан (лютий 1995 р.). У Азербайджані, Вірменії, Грузії, Казахстані, Киргизстані, Латвії і Литві після початкового експериментування з плаваючим обмінним курсом згодом використовувався фіксований обмінний курс.

## ГЕТЕРОДОКСНІ ПРОГРАМИ У КРАЇНАХ ЛАТИНСЬКОЇ АМЕРИКИ

*Аргентина.* Оголошений 15 червня 1985 р. план "Austral I" передбачав: адміністративне регулювання цін та заробітної плати, прикріплення нової грошової одиниці — аустраля — до долара США, підвищення тарифів на послуги, поновлення експортних податків. Упродовж перших 8 місяців плану "Austral I" промислове виробництво зросло на 30 %, а реальна заробітна плата — на 11 %; "прихована" інфляція вважалася незначною. Сприятливі макроекономічні показники відклали заплановане скорочення дефіциту бюджету. Політика центрального банку залишалася експансійною. Не дивно, що інфляція поновилася. Наступний план "Austral II" (квітень 1986 р.) передбачав адміністративну "корекцію" цін, девальвацію аустраля на 3,75 % і підвищення тарифів. Попри подорожчання телефонних, транспортних і комунальних послуг, дефіцит консолідованого бюджету збільшився, а інфляція зроста майже вдвічі. План "Austral III" (серпень 1986 р.) передбачав ліміт грошової емісії, проте наприкінці 1986 р. його було перевищено на 50 %. Істотного зниження інфляції не відбулося. Несприятливий політичний резонанс мали спроби уряду обмежити зростання реальної заробітної плати. У лютому 1987 р. було відновлено адміністративне регулювання цін, а у травні 1987 р. відбувся перехід до "повзучого" знецінення аустраля. Поліпшенню фіскальних показників не допомогло й оподаткування банківських операцій.

Черговий план "Primavera" (вересень 1988 р.) передбачав використання двох фіксованих обмінних курсів окремо для імпорту (знижений) та експорту і фінансових операцій (завищений), підписання угоди з профспілками про гальмування інфляції до 4 % на місяць, зниження ставок ПДВ на 3 %, підвищення тарифів на 30 %, скасування нетарифних обмежень імпорту і зниження ставок експортного податку. Адміністративне регулювання цін не мало успіху, а надходження від підвищення тарифів виявилися нижчими, ніж очікувалося. У березні 1989 р. ціни зросли на 17 %. У травні 1989 р. інфляція прискорилася втричі після переходу до плаваючого обмінного курсу песо, попри підвищення тарифів, індексацію депозитів й урядових облігацій, оподаткування нерухомого майна і автомобілів, заморожування цін, адміністративні обмеження на зняття депозитів, проголошення банківських канікул тощо. Наприкінці травня 1989 р. поновили прикріплення песо до долара і встановили кримінальну відповідальність за валютні операції. Однак це не запобігло виникненню гіперінфляції. Упродовж 1989—1990 рр. уряд експериментував із різноманітними програмами на основі плаваючого обмінного курсу, однак надалі знову повернувся до фіксованого обмінного курсу.

Прийнятий у березні 1991 р. Конгресом Аргентини Закон про конвертацію 23.928 передбачав: підтримання фіксованого обмінного курсу, вільну конвертацію аустраля по всіх операціях платіжного балансу, повне покриття грошової бази валютними резервами центрального банку, якому заборонялося надавати кредити уряду і комерційним банкам. На відміну від попередніх

гетеродоксних програм, експеримент з грошовою радою означав повну лібералізацію потоків капіталу і добровільне обмеження можливостей монетарної політики. Радикальне скорочення дефіциту бюджету забезпечило успіх грошової ради в 1991—1995 рр., однак надалі зростаючий дефіцит бюджету зруйнував усі надбання першої половини 1990-х років.

*Бразилія.* Оголошений 2 лютого 1986 р. гетеродоксний план "*Cruzado I*" передбачав фіксований обмінний курс, адміністративне регулювання цін і заробітної плати, індексацію банківських депозитів. У березні—червні 1986 р. підвищення цін майже припинилося, а промислове виробництво зросло на 12 %. Успіхи в боротьбі з інфляцією поновили експансійну політику. У березні—квітні 1986 р. грошова база подвоїлася, що мало знизити відсоткові ставки. Уряд відновив субсидії багатьом промисловим підприємствам. У червні—листопаді 1986 р. споживчий бум спричинив нестачу молока та м'яса у роздрібній торгівлі. В очікуванні неминучого підвищення цін підприємці створювали спекулятивні товарні запаси, а споживачі — інтенсивно скуповували наявні товари. Розпочатий 21 листопада 1986 р. план "*Cruzado II*" був спробою керованого обмеження сукупного попиту, адже його головним елементом було підвищення ставок ПДВ на промислові товари. Інфляція в листопаді 1986 р. становила 5,5 %, однак у грудні ціни підвищилися на 13 %, що змусило поновити індексацію фінансових інструментів і заробітної плати та девальвувати крузадо на 10 %. У лютому 1987 р. Бразилія припинила обслуговування зовнішнього боргу. Чергова спроба фінансової стабілізації (червень 1987 р.) замість заморожування поточних цін передбачала ліміти на їх зростання упродовж трьох місяців (план Брессера). Передбачалося, що у 1989 р. Бразилія отримає збалансований бюджет і незалежний Центральний банк. Упродовж червня—серпня 1987 р. інфляція знизилася з 26 до 3 % на місяць. Вдалося поліпшити адміністрування видатків бюджету. Уряд припинив надання пільгових кредитів фермерам. Відсоткові ставки залишалися високими. Наприкінці 1987 р. дефіцит бюджету скоротився до 5,2 %, але цього виявилось недостатньо (наприкінці 1988 р. інфляція зростає до 38 % на місяць). План "*Verao*" (січень 1989 р.) нагадував "*Cruzado I*" (грошова реформа, адміністративне регулювання цін і заробітної плати, скасування усіх форм індексації тощо), однак були й відмінності: додатна реальна відсоткова ставка, фіксований обмінний курс для більшості операцій платіжного балансу поєднувався з плаваючим обмінним курсом для туристичних послуг. Належної антиінфляційної дії це не мало: у листопаді 1989 р. зростання цін перевищило 50 % на місяць.

У 1990—1993 рр. обидва переважно ортоксні плани новообраного президента Ф. Коллора (Fernando Collor) не знизили інфляції (рис. 12.16). Напередодні президентських виборів (осінь 1994 р.) було ініційовано чергову програму фінансової стабілізації. Зі середини березня 1994 р. розпочався перерахунок заробітної плати в нову грошову одиницю — реал, використання якої стало обов'язковим для комерційних контрактів. У готівковому обігу реал з'явився 1 липня 1994 р., що засвідчило початок повноцінної фінансової стабілізації.

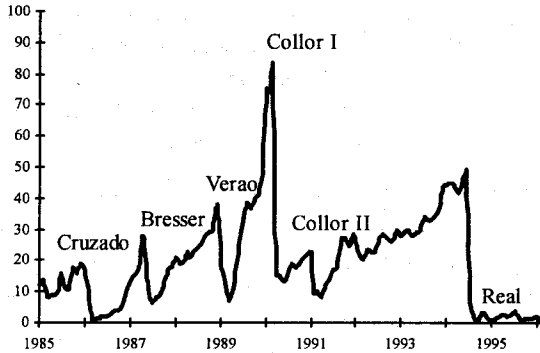


Рис. 12.16. Бразилія: інфляція (% на місяць), 1985—1996 рр.

План “Real” передбачав: обмеження на два місяці всіх урядових видатків поточними надходженнями, заборону приватним компаніям збільшувати власні борги (теж на два місяці), посилення контролю за грошовою емісією, продаж державних пакетів акцій у промислових компаніях, заборону автоматичної індексації заробітної плати і фінансових контрактів, спрощення процедур встановлення відсоткових ставок комерційними банками, заборону збільшувати вартість продукції при підвищенні заробітної плати, підвищення резервних вимог для комерційних банків. Хоча обмінний курс реала було визначено як плаваючий, але з нижньою “стелею” на рівні 1 реал за 1 дол., що надавало характеристик *de facto* фіксованого обмінного курсу. Відразу ж реал зміцнів на 10—12 %, що допомогло зниженню інфляції до 1,9 % в серпні (рис. 12.16). У 1995—1998 рр. перехід до “повзучого” знецінення реала не мав відчутних інфляційних наслідків, що вважається одним з найпомітніших успіхів у економічній політиці.

*Джерело: Шевчук В. Економічні реформи у Латинській Америці: від фінансової стабілізації до стійкого економічного зростання. — Л.: Каменярь, 1999*

Початок стабілізаційної програми заперечував поширену думку про неможливість фінансової стабілізації без відчутного зниження життєвого рівня населення, викликаючи шире здивування серед економістів-теоретиків та практиків<sup>1</sup>. Насправді нічого надзвичайного не відбувалося, а дещо незвичний результат забезпечувало стрімке зниження інфляції після запровадження фіксованого обмінного курсу, що нейтралізував інфляційні очікування і припиняв підвищення цін у секторі  $Q^N$ . Теоретично цей та інші аспекти економічної політики пояснює логарифмічна модель з урахуванням кривої Філіпса.

<sup>1</sup>Calvo G., Vegh C. Exchange-Rate Based Stabilization Under Imperfect Credibility // Open Economy Macroeconomics / H. Frish, A. Worgotter (eds.). — N. Y.: St. Martin's Press. — 1993. — P. 2—3.

## 12.4.2. Структура моделі

Теоретичні конструкції динамічної моделі є такими<sup>1</sup>

$$\dot{\pi} = (1 - \alpha)(w - \pi) + \alpha(e - \pi), \quad (12.45)$$

$$w = \beta\pi - \rho y, \quad (12.46)$$

$$y = b_1(r^* + e + \psi - \pi) - b_2q - b_3(M - P) - g, \quad (12.47)$$

$$CA = \mu q + \nu(r^* + e + \psi - \pi), \quad (12.48)$$

$$q = E + P^* - P + \tau, \quad (12.49)$$

$$\dot{\pi} = \frac{\pi_t - \pi_{t-1}}{\pi_{t-1}}, \quad (12.50)$$

де  $w$  — зростання заробітної плати,  $e$  — знецінення обмінного курсу,  $y$  — безробіття,  $\psi$  — інвестиційний ризик (значення всіх інших змінних збережено).

Модель (12.45)—(12.50) є кейнсіанською, адже дохід залежить від сукупного попиту. Рівняння (12.45) враховує інфляційну інерцію, зумовлену підвищенням заробітної плати ( $w > \pi$ ) та прискореним знеціненням грошової одиниці ( $e > \pi$ ). Якщо у країнах Латинської Америки обидва механізми відіграють помітне значення, то в економіках Східної Європи важливішим чинником видається саме обмінний курс. Довгострокові коефіцієнти регресійного зв'язку між динамікою обмінного курсу та інфляцією перевищують 1 у Латвії (2,68), Литві (1,80), Росії (1,72), Білорусі (1,22) і Україні (1,13). Зазначений зв'язок є дещо слабшим у Польщі (0,95), Хорватії (0,86), Румунії (0,72) і Словенії (0,52) [113, р. 14]. Водночас у Чехії зв'язку між обома показниками практично немає (0,08), а в Угорщині відповідний коефіцієнт виявився від'ємним (-1,20); тобто знецінення фолланта має антиінфляційний вплив.

У рівнянні (12.46) підвищення заробітної плати залежить від механізмів індексації ( $\beta$ ) та доходу ( $\rho$ ). Зменшення безробіття зумовлюється зниженням відсоткових ставок і RER, а також збільшенням реальної грошової маси та видатків бюджету (рівняння (12.7)). Нехтуючи рівновагою поточного рахунку (рівняння (12.48)), після нескладних перетворень отримуємо

<sup>1</sup> Dornbusch R., Fischer S. *Macroeconomics*. 5<sup>th</sup> Edition. — N. Y.; London: McGraw-Hill, 1993. — P. 372—375; Stevenson A., Muscatelli V., Gregory M. *Macroeconomic Theory and Stabilisation Policy*. — Glasgow; Oxford; Philip Allan/Barnes&Noble Books, 1993. — P. 304—307



$$\begin{aligned} \dot{\pi} = & (\alpha - (1 - \alpha)b_1\rho)(e - \pi) - (1 - \alpha)(1 - \beta)\pi - \rho b_1(1 - \alpha)(r^* + \psi) + \\ & + \rho(1 - \alpha)(b_2 + b_3)q + \rho b_3(1 - \alpha)(M - E - P^* - \tau) + \rho(1 - \alpha)g, \end{aligned} \quad (12.51)$$

що дозволяє графічну інтерпретацію антиінфляційної політики у координатах “ $q - p$ ” (рис. 12.17).

Модель (12.45)—(12.50) не заперечує використання поміркованої інфляції для стимулювання виробництва — цей аргумент був популярним у країнах “третього світу” в 1950—1960-х роках. Наприклад, у т. А (рис. 12.17) немає безробіття ( $u_0 = 0$ ), попри високу інфляцію ( $\pi = \pi_0$ ). Проте збільшення доходу за допомогою експансійної фіскальної і монетарної політики (рівняння (12.50)) прискорює інфляцію (рівняння (12.54)) та підвищує її рівноважне значення:

$$\begin{aligned} \bar{\pi} = & \frac{(\alpha - (1 - \alpha)b_1\rho)}{\Delta} e - \frac{\rho b_1(1 - \alpha)}{\Delta} (r^* + \psi) + \frac{\rho(1 - \alpha)(b_2 + b_3)}{\Delta} q + \\ & + \frac{\rho b_3(1 - \alpha)}{\Delta} (M - E - P^* - \tau) + \frac{\rho(1 - \alpha)}{\Delta} g, \end{aligned} \quad (12.52)$$

де  $\Delta = 1 - (1 - \alpha)(1 - \beta)$ .

Можливостей рестрикційної фіскальної і монетарної політики достатньо для проведення антиінфляційної політики за умови невисоких значень  $\alpha$  та підвищеної залежності заробітної плати від доходу, але недостатньо, якщо інфляцію спричинює передусім знецінення грошової одиниці. На перший погляд, зниження обмінного курсу стимулює виробництво (рівняння (12.47)) та поліпшує сальдо платіжного балансу (рівняння (12.48)), але на віддаленішу перспективу домінує інфляційний вплив такого рішення (рівняння (12.45)). Окрім того, прискорене знецінення грошової одиниці ( $e > \pi$ ) підвищує відсоткову ставку (рівняння (12.47)), що може збільшити приплив капіталу, але із зменшенням інвестицій.

### 12.4.3. Аналітична інтерпретація

З початком гетеродоксної програми, поєднання адміністративного регулювання цін і заробітної плати ( $w = 0$ ) та фіксованого обмінного курсу, ( $e = 0$ ) гальмує інфляцію і знижує відсоткову ставку (рис. 12.17). Наступне збільшення сукупного попиту підвищує загальний рівень цін і RER та погіршує сальдо поточного рахунку (перехід з т. А у т. В)<sup>1</sup>. Після досягнен-

<sup>1</sup> Під час зниження інфляції  $\pi$  далі підвищується загальний рівень цін  $P$  (хоча й повільніше, ніж до початку стабілізаційної програми). Величина зазначеного кумулятивного ефекту визначається тривалістю досягнення цінової стабільності.

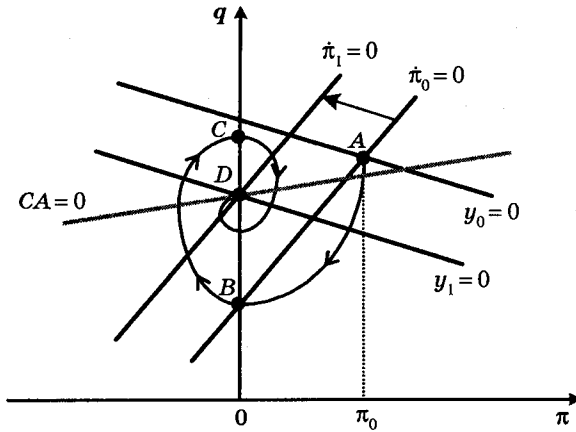


Рис. 12.17. Динаміка RER під час гальмування інфляції за умов грошової стабільності

ня цінової стабільності (т. *B*) зростає небезпека експансійної “корекції” економічної політики, адже швидке (і порівняно безболісне) подолання інфляції може помилково сприйматися ознакою успішного завершення гетеродоксної програми. Це має відразу декілька негативних наслідків: 1) слабнуть стимули для зниження дефіциту бюджету, 2) затримуються структурні перетворення (підприємці вичікують у сподіванні на поновлення експансійної політики), 3) посилюються вимоги послаблення монетарної політики, оскільки відсоткові ставки поступово зростають паралельно з успіхами у подоланні інфляції (рівняння (12.50)). Це викликає подив: якщо інфляція знижується, то чому ставки далі зростають. Нарешті, з огляду на підвищення RER може поновитися торговельний протекціонізм.

Модель (12.45)—(12.50) пояснює причини невдач гетеродоксних програм передчасним послабленням монетарної політики і неспроможністю скоротити дефіцит бюджету. Проте справжні труднощі зумовлює керування обмеження сукупного попиту (перехід з т. *B* у т. *C*) з метою зниження рівня цін та досягнення макроекономічної рівноваги (т. *D*). Однак політикам та підприємцям незрозуміло: навіщо обмежувати сукупний попит, якщо інфляція знижується, відбувається приплив капіталу і зниження відсоткової ставки.

У Бразилії невдачу стабілізаційної програми в 1987 р. зумовило “приховане” підвищення цін та брак довіри до урядової політики [136, р. 343]. Підприємницькі кола не підтримали впровадження прогресивних ставок оподаткування і скептично оцінювали здатність уряду обмежити субсидії фермерам. Зрозуміло, що енергійний опір рестрикційній монетарній

і фінансовій політиці поновлює цінову та грошову нестабільність. У тій же Бразилії відразу ж після проведення грошової реформи (липень 1994 р.) відбулося пожвавлення промислового виробництва (див. рис. 9.11). Цьому сприяло збільшення приватного споживання внаслідок зниження очікувань інфляції. У серпні 1994 р. продаж телевізорів збільшився на 75 %, а в супермаркетах вичерпалися запаси напоїв. Упродовж липня—грудня 1994 р. експансійний ефект добробуту від скасування інфляційного “податку” оцінювався на рівні 15 млрд дол. або 3 % від ВВП [330, р. 87]. Зростання купівельної спроможності та деяке підвищення RER погіршили торговельний баланс, передусім за рахунок імпорту (див. рис. 5.12). Дієвим засобом обмеження сукупного попиту стало досягнення додатного сальдо бюджету (рис. 12.18), однак з початком мексиканської кризи фінансові показники погіршилися. Насправді мексиканська криза не становила особливої загрози, оскільки в 1995 р. економічна політика все одно мала б бути рестрикційною.

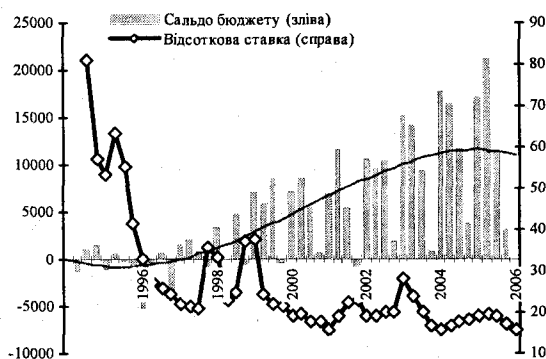


Рис. 12.18. Бразилія: сальдо бюджету (млн реалів) і відсоткова ставка (%), 1994—2006 рр.

Джерело: IMF *International Financial Statistics*

Додатне сальдо бюджету поновилося у II кварталі 1995 р., проте надалі відбувалося погіршення фінансових показників. Ситуацію ускладнило поновлення припливу капіталу, чому сприяли висока відсоткова ставка та успіхи у гальмуванні інфляції. Торговельний баланс незначно поліпшився наприкінці 1995 р., однак надалі погіршувався. У березні 1995 р. центральний банк оголосив про наміри поетапної девальвації реала. Вважалося, що це знизить RER, додасть гнучкості антикризовим заходам і попередить спроби спекулятивної атаки. Сталося навпаки — бразильський реал опинився під натиском валютних спекулянтів, що зумовило підвищення

відсоткової ставки до 65 % і зниження податку на портфельні інвестиції. В очікуванні девальвації реала підприємці підвищували ціни, чому додатково сприяв торговельний протекціонізм.

Теоретично передбачуваного обмеження сукупного попиту не відбувалося. Під час керованого обмеження сукупного попиту збільшення доходу залежить передусім від зниження RER та збільшення експорту. Внутрішній попит залишається пригніченим доки зростають відсоткові ставки та існує загроза поновлення інфляційних очікувань. Теоретично передбачуваними є ще два наслідки: 1) поєднання вищого безробіття зі зростанням реальної заробітної плати та 2) поліпшення торговельного балансу. З часом поступове зниження RER завершує період дефляції (т. С). Подальший перехід з т. С у т. D багато в чому повторює початок антиінфляційної програми (хоча й з меншою амплітудою). У віддаленішій перспективі загрозливим є підвищення RER, оскільки загальне зниження цін на більшість товарів може супроводжуватися їх зростанням в окремих секторах економіки (транспорт, зв'язок, комунальні послуги тощо). Прикріплення грошової одиниці на заниженому рівні попереджує критичне завищення RER, однак залишає простір для додаткового зростання цін. З іншого боку, прикріплення на дещо завищеному рівні дозволяє реалізувати функцію цінового "якоря" через здешевлення імпортних товарів. Загалом ймовірно, що фінансова стабілізація завершиться на вищому рівні RER. Визнання цього факту не послаблює висновок про необхідність обмеження сукупного попиту. На прикладі Бразилії помітно, що певна корекція RER розпочалася зі середини 1997 р., однак сприятливу тенденцію не було підкріплено рестрикційною фіскальною політикою. Неспроможність обмежити видатки бюджету зумовила девальвацію реала з початку 1999 р.

## Навчальні завдання

1. Відоме правило Фішера пов'язує відмінності у відсоткових ставках з номінальним обмінним курсом національних грошей. Припустимо, що станом на 1 листопада поточного року реальна відсоткова ставка у країні *A* становила 10 %, а у країні *B* — 6 % річних; обмінний курс грошової одиниці країни *A* до грошової одиниці країни *B* становив 2:1. Який обмінний курс варто очікувати станом на: а) 1 лютого та б) 1 травня наступного року?

2. За допомогою моделі Дорнбуша проілюструйте наслідки: а) зменшення грошової маси, б) збільшення дефіциту бюджету, в) підвищення світових цін.

3. Асинхронний цикл ділової активності вважається одним з вагомих аргументів на користь диверсифікації портфеля активів загалом та використання портфельної моделі платіжного балансу зокрема. Якими причинами може пояснюватися зазначена асинхронність?

4. За допомогою портфельної моделі проаналізуйте наслідки: а) підвищення світової відсоткової ставки, б) погіршення умов торгівлі, в) збільшення дефіциту бюджету для відмінних стратегій його фінансування (монетизація за допомогою кредитів центрального банку, емісія внутрішніх облігацій, залучення зовнішніх облігацій), г) придбання іноземних активів центральним банком.

## Рекомендована література

*Савельєв Є. В.* Міжнародна економіка: теорія міжнародної торгівлі і фінансів / Підручник. — Тернопіль: Економічна думка, 2001. — С. 389—404.

*Calvo G., Vegh C.* Exchange-Rate Based Stabilization Under Imperfect Credibility // Open Economy Macroeconomics / H. Frish, A. Worgotter (eds.). — N. Y.: St. Martin's Press. — 1993. — P. 2—3.

*Dornbusch R.* Expectations and Exchange Rate Dynamics // Journal of Political Economy, 1976. — Vol. 84. — No. 6. — P. 1161—1176.

*Dornbusch R., Fischer S.* Macroeconomics. — P. 475—481, 513—515.

*Obstfeld M., Rogoff K.* Foundations of International Economics. — Cambridge, Mass.; London: The MIT Press, 1996. — P. 605—628.

*Rogoff K.* Dornbusch's Overshooting Model After Twenty-Five Years. Working Paper No. 39. — Washington: IMF, 2001.

*Schnabel G.* Output Trends and Okun's Law. BIS working Paper No. 111. — Basel: BIS, 2002.

*Stevenson A., Muscatelli V., Gregory M.* Macroeconomic Theory and Stabilisation Policy. — Glasgo; Oxford; Philip Allan/Barnes&Noble Books, 1993.

---

---

## Розділ 13

# МОДЕЛЬ “ЗАЛЕЖНОЇ” ЕКОНОМІКИ

*Теоретичні конструкції моделі “залежної” економіки пропонують по-вниший погляд на економічні процеси у відкритій економіці з обмеженими можливостями зовнішньої торгівлі. Передусім це стосується країн, що розвиваються, і трансформаційних економік Східної Європи та колишнього Радянського Союзу. Розгляд структурних характеристик сукупної пропозиції дозволяє пояснити різноманітні наслідки експансійної економічної політики, припливу-відпливу капіталу та феномену “голландської хвороби”. У підрозділі 13.1 розглянуто теоретичні засади моделі “залежної” економіки. Аналіз девальвації грошової одиниці й залучення іноземних інвестицій використано для предметної ілюстрації теоретичних залежностей. У підрозділі 13.2 увагу зосереджено на питаннях фіскальної і монетарної політики. Необхідні теоретичні аргументи проілюстровано практичним досвідом країн. У підрозділі 13.3 аналізуються різноманітні варіанти вирівнювання платіжного балансу в “залежній” економіці. Підрозділ 13.4 стосується впливу підвищення світових цін в економіці із залежністю сукупної пропозиції від RER. У підрозділі 13.5 емпірично протестовано окремі припущення моделі “залежної” економіки для квартальних даних української економіки за 1994—2005 рр. Розділ завершено докладним аналізом “голландської хвороби”.*

### ЗАСАДНИЧІ ПОНЯТТЯ

товари зовнішньої і внутрішньої торгівлі	передевальвація
трансформаційна крива	“голландська хвороба”
виробнича програма	ортодоксні програми фінансової стабілізації
теорема Рибчинського	галузева економія від масштабів

виробництва  
переміщувані товари  
лінія бюджетних обмежень  
крива байдужості  
кошти заміщення

структурні деформації  
“кувейтський ефект”  
структуралізм  
деіндустріалізація

## 13.1. Структура “залежної” економіки

### 13.1.1. Засадничі припущення

Прийняте у розглянутих вище теоретичних конструкціях (окрім моделі Салтера — Свона) припущення про однорідну (або універсальну) структуру попиту й пропозиції фактично означає, що за відсутності торговельного протекціонізму вироблену продукцію можна без обмежень реалізувати на зовнішньому ринку. Проте навіть у промислових країнах не всі товари можуть бути предметом міжнародної торгівлі з об’єктивних причин (як приклад слугують більшість послуг чи нерухомість). Тим паче це стосується країн, що розвиваються, де можливості експорту є вкрай обмеженими. Окрім послуг та нерухомості, для багатьох країн значна частина виробленої товарної продукції є неконкурентноспроможною на зовнішніх ринках, незалежно від значення RER (приміром, це стосується продукції машинобудування у країнах колишнього Радянського Союзу).

Для більшості країн, що розвиваються, реалістичніше вважати, що виробляються і споживаються два товари — зовнішньої і внутрішньої торгівлі, які відрізняються ціною та умовами реалізації на світовому і внутрішньому ринках. З урахуванням структурних характеристик сукупна пропозиція стає

$$P^N Y^S = EP^T Q^T + P^N Q^N \quad (13.1)$$

або в цінах товарів внутрішньої торгівлі

$$Y^S = \frac{EP^T}{P^N} Q^T + Q^N, \quad (13.1, a)$$

де  $Y^S$  — сукупна пропозиція (у цінах товарів  $Q^N$ );  $Q^T$  і  $Q^N$ ,  $P^T$  і  $P^N$  — обсяги виробництва та рівні цін товарів зовнішньої і внутрішньої торгівлі відповідно,  $E$  — номінальний обмінний курс.



Товари  $Q^T$  і  $Q^N$  є композитними агрегатами зі стабільними порівняльними цінами окремих складників<sup>1</sup>. Рівень цін товарів  $Q^T$  визначається попитом і пропозицією на світовому ринку. Мала відкрита економіка не впливає на цінові показники сектора  $Q^T$ , які набувають екзогенного характеру (тобто не залежать від обсягів виробництва та попиту в певній країні). Проте рівень цін товарів  $Q^N$  повністю визначається економічними процесами у національній економіці.

Структура та обсяги сукупної пропозиції залежать від реального обмінного курсу на основі порівняльної ціни товарів зовнішньої і внутрішньої торгівлі:  $q = EP^T / P^N$ . Графічно сукупну пропозицію показує крива трансформаційних можливостей (або трансформаційна крива)  $TN$ , а оптимальне співвідношення між товарами  $Q^T$  і  $Q^N$  (або виробничу програму) — дотична до трансформаційної кривої з оберненим до RER нахилом (рис. 13.1).

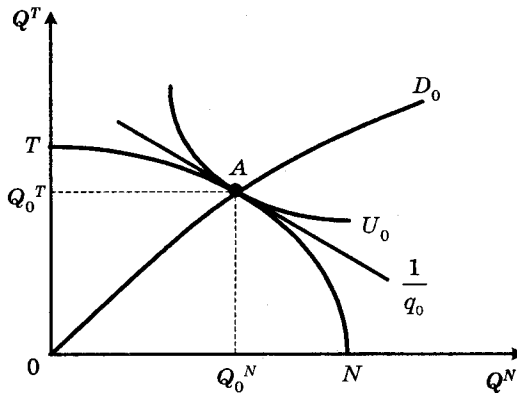


Рис. 13.1. Засадничі елементи моделі “залежної” економіки

Для реального обмінного курсу  $q_0 = E_0 P_0^T / P_0^N$  оптимальною є така виробнича програма: товарів зовнішньої торгівлі —  $Q_0^T$ , товарів внутрішньої торгівлі —  $Q_0^N$  (т. А). Трансформаційна крива визначає максимальне поєднання товарів  $Q^T$  і  $Q^N$ , що можуть вироблятися за наявних технологій і виробничих ресурсів: капіталу, робочої сили (із врахуванням її кваліфікації), землі, мінеральної сировини тощо. Реальний обмінний курс (або

<sup>1</sup> Розрізняють товари зовнішньої торгівлі (англ. *tradables*) та переміщувані товари (англ. *traded goods*) [212, р. 581]. Всі товари експорту є товарами зовнішньої торгівлі, тому що місцеві виробники обов'язково реалізують їх за цінами світового ринку. Подібно товарами зовнішньої торгівлі стають навіть ті товари імпорту, що підлягають стягненню імпортного мита. Однак товари імпорту можуть стати товарами внутрішньої торгівлі, якщо використовуються імпортні квоти і нетарифні засоби, а також надмірні (“забороняючі”) ставки імпортного мита, так що попит і пропозиція відповідних товарів повністю визначається внутрішнім ринком. З іншого боку, товар внутрішньої торгівлі може вважатися товаром зовнішньої торгівлі, якщо уряд або приватна компанія-монополіст підтримують рівень цін внутрішнього ринку на світовому рівні. Приміром, в Індонезії подібним чином регулюється внутрішня ціна на рис, хоча цей товар практично не експортується і не імпортується.

граничний коефіцієнт трансформації) визначає умову цінового заміщення між обома товарами. Опуклість трансформаційної кривої означає, що концентрація виробництва в одному із секторів підвищує відповідні кошти заміщення: щоб виробити додаткову одиницю того чи іншого товару, потрібно відмовитися від більшої кількості іншого товару. Таким чином недоцільно зосереджуватися на виробництві лише одного товару —  $Q^T$  чи  $Q^N$ . Оптимальним є виробництво обох товарів у відповідності до чинних цінових співвідношень.

Спадна віддача від масштабу виробництва є важливою характеристикою трансформаційної кривої<sup>1</sup>. Безпосередніми причинами обмеженого заміщення між товарами  $Q^T$  і  $Q^N$  є особливості функціонування ринку праці (спеціалізація робітників, недостатня мобільність робочої сили), втрати переходу від одного виду виробництва до іншого, відмінності у технологіях тощо. Промені  $D_0$  і  $D_1$  визначають сукупність точок, де дотична до трансформаційної кривої  $1/q$  є водночас дотичною до відповідної кривої байдужості (визначає максимально можливий рівень споживання за наявних виробничих можливостей). З іншого боку, точка перетину дотичної до трансформаційної кривої з променем  $D_0$  визначає обсяги та структуру сукупного попиту, обумовлені існуючим реальним обмінним курсом  $q_0$ . Оскільки у т. А сукупний попит є тотожним сукупній пропозиції ( $Y^S = Y^D$ ), то абсорбція дорівнює сукупній пропозиції ( $A = Y^S$ ), а обсяги експорту-імпорту врівноважуються ( $CA = 0$ ). Дотична  $1/q_0$  водночас є лінією бюджетних обмежень. Її перетин з лініями  $0Q^T$  і  $0Q^N$  визначає обсяги сукупної пропозиції  $Y^S$  у цінах товарів зовнішньої і внутрішньої торгівлі,  $P^T$  і  $P^N$  відповідно. Нелінійна конфігурація трансформаційної кривої означає, що кошти заміщення зростають при спробі зосередитися на виробництві одного з товарів —  $Q^T$  або  $Q^N$ .

Структура внутрішньої абсорбції  $A$  залежить від RER:

$$A = qD^T + D^N, \quad (13.2)$$

де  $D^T$  і  $D^N$  — попит на товари зовнішньої і внутрішньої торгівлі, відповідно.

Промінь  $D_0$  визначає сукупність точок, де дотична до трансформаційної кривої  $1/q_0$  водночас є дотичною до кривої байдужості. Крива байдужості  $U_0$  визначає структуру абсорбції залежно від значень RER, а також поточні смаки і вподобання споживачів (вибір між товарами  $Q^T$  і  $Q^N$ ), які можуть змінюватися з часом і порівняно самостійно впливати на RER. Вищі криві байдужості відповідають більшій корисності для споживачів.

<sup>1</sup> За умови постійної віддачі від масштабу трансформаційна крива мала б вигляд прямої лінії, а переміщення ресурсів між секторами  $Q^T$  і  $Q^N$  не створювало б жодних втрат.

Для сальдо поточного рахунку отримуємо

$$CA = A - Y^S = q(D^T - Q^T) + (D^N - Q^N) \quad (13.3)$$

Припущення про “залежну” економіку означає, що товари зовнішньої торгівлі можуть експортуватися, а товари внутрішньої торгівлі — ні. Тобто товар  $Q^N$  споживається лише на внутрішньому ринку і умову рівноваги визначено так:

$$D^N = Q^N. \quad (13.4)$$

Відповідно сальдо поточного рахунку становить:

$$CA = A - Y^S = q(D^T - Q^T). \quad (13.5)$$

Рівняння (13.1)—(13.5) дозволяють визначити модель “залежної” економіки:

$$Y^S = qQ^T(q) + Q^N(q), \quad Y_q \leq 0, \quad (Q^T)_q > 0, \quad (Q^N)_q < 0, \quad (13.6)$$

$$Y^d = A(Y, g, M/J, r) + CA, \quad A_r, A_g, A_M > 0, \quad A_r < 0, \quad (13.7)$$

$$CA = Q^T(q) - D^T(q, A), \quad (D^T)_q < 0, \quad (D^T)_A > 0, \quad (13.8)$$

$$D^N(q, A) = Q^N(q), \quad (D^N)_q > 0, \quad (D^N)_A > 0, \quad (13.9)$$

Сукупну пропозицію визначено у цінах товарів внутрішньої торгівлі  $P^N$  (рівняння (13.6)). Структура та обсяги доходу ( $Y = Y^d = Y^s$ ) залежать від реального обмінного курсу, визначеного співвідношенням цін товарів зовнішньої та внутрішньої торгівлі ( $q = EP^T / P^N$ ). При підвищенні RER ( $\downarrow q$ ) виробництво товарів  $Q^N$  збільшується, а товарів  $Q^T$  — зменшується. Рівнодійну цінового впливу на сукупну пропозицію визначено таким чином, що товар  $Q^N$  домінує: неможливо збільшити сукупну пропозицію через зниження RER. Рівновага на ринку товарів та послуг підтримується балансом абсорбції і сальдо поточного рахунку (рівняння (13.7)). Абсорбцію товарів та послуг збільшують дохід, дефіцит бюджету та реальна вартість фінансових активів,  $Y$ ,  $g$  і  $M/J$  відповідно. Залежність між абсорбцією та  $r$  є оберненою. Структура абсорбції (або співвідношення між попитом на товари  $Q^N$  і  $Q^T$ ) залежить від RER. Підвищення RER збільшує частку товарів  $Q^T$  у абсорбції, а зниження цього показника — частку товарів  $Q^N$ .

Сальдо поточного рахунку становить різницю між обсягами виробництва і попиту на товари зовнішньої торгівлі, залежних від абсорбції та RER (рівняння (13.8)). Зниження RER збільшує обсяги виробництва і зменшує

попит на товари  $Q^T$ . Внутрішню рівновагу визначено у рівнянні (13.9). Попит на товари внутрішньої торгівлі збільшується внаслідок зниження RER, тоді як це зменшує обсяги виробництва зазначених товарів. Збільшення абсорбції стимулює попит на обидва товари — зовнішньої і внутрішньої торгівлі. Фактично у моделі (13.6)—(13.9) сальдо поточного рахунку — це торговельний баланс. Зовнішню рівновагу визначено рівновагою попиту і пропозиції товарів зовнішньої торгівлі, а внутрішня рівновага означає рівновагу попиту і пропозиції товарів внутрішньої торгівлі.

### 13.1.2. Збільшення (скорочення) сукупної пропозиції

Наслідки змін у сукупній пропозиції проілюстровано на рис. 13.2.

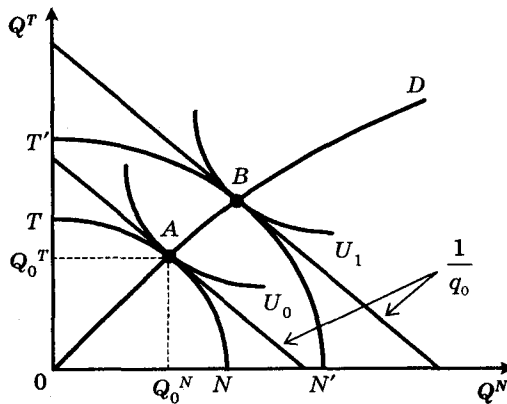


Рис. 13.2. Вплив змін у сукупній пропозиції на показники “залежної” економіки

Для рівноважного реального обмінного курсу  $q_0$  виробнича програма становить: товарів зовнішньої торгівлі —  $Q_0^T$ , товарів внутрішньої торгівлі —  $Q_0^N$ . У т. А немає цінових стимулів до зміни структури виробництва на користь одного з двох товарів. Незавжно показати, що для цінових співвідношень  $q_0$  виробнича програма і максимізує отриманий дохід. У рівноважному стані попит на обидва товари дорівнює обсягам виробництва:  $D_0^T = Q_0^T$  і  $D_0^N = Q_0^N$ . Відповідно внутрішня рівновага (= рівновага товарів  $Q^N$ ) поєднується зі зовнішньою рівновагою ( $CA = 0$ ). Структура споживання —  $Q_0^T$  і  $Q_0^N$  — є оптимальною з погляду функції корисності для цінових співвідношень, що визначаються реальним обмінним курсом  $q_0$ . Перебування у т. А забезпечує споживачам найвищу корисність при наявних технологіях і виробничих ресурсах. Водночас реальний обмінний курс  $q_0$  максимізує додану вартість виробників. У рівноважному стані споживачі купують вироблені товари відповідно до параметрів виробництва (обсяги і структура сукупного попиту і пропозиції повністю збігаються).

Пропорційне (без зміни порівняльних цін) збільшення сукупної пропозиції ( $TN \rightarrow T'N'$ ) позначається збільшенням виробництва обох товарів — зовнішньої ( $Q_0^T \rightarrow Q_1^T$ ) і внутрішньої торгівлі ( $Q_0^N \rightarrow Q_1^N$ ). Одночасно збільшуються обсяги сукупного попиту. Новий стан макроекономічної рівноваги досягається у т. В. Варто зауважити, що т. В знаходиться на вищій кривій байдужості  $U_1$ , але на тій самій лінії сукупного попиту  $D_0$ , що пояснюється незмінністю структури приватного і державного споживання. Якщо зміни сукупної пропозиції (або відповідні макроекономічні шоки) зосереджуються в одному зі секторів —  $Q^N$  або  $Q^T$ , то підтримання рівноваги платіжного балансу з неминучістю передбачає корекцію рівноважного значення RER та відповідні зміни у структурі сукупного попиту. Докладніше інструментальні чинники таких змін розглядаються нижче на прикладі залучення іноземних інвестицій у сектор  $Q^N$  та “голландської хвороби” в економіках зі сировинним експортом. Зміни у сукупній пропозиції можуть зачіпати значно ширше коло причин: збільшення кількості робочої сили, технологічний прогрес в одному зі секторів або в обох секторах —  $Q^T$  і  $Q^N$ , неузгодженості на ринках товарів, робочої сили і капіталу.

### 13.1.3. Вплив девальвації грошової одиниці

Наслідки девальвації грошової одиниці показано на рис. 13.3 для двох випадків — незалежності та залежності сукупної пропозиції від RER. Початково структуру виробництва визначає реальний обмінний курс  $q_0$  (т. А). Якщо рівні цін товарів зовнішньої і внутрішньої торгівлі становлять відповідно  $E_0 P_t^T$  і  $P_t^N$ , виробнича програма становить  $Q_0^T$  і  $Q_0^N$ . Девальвація грошової одиниці ( $E_0 \rightarrow E_1$ ) підвищує порівняльну ціну товарів  $Q^T$  і таким чином створює цінові стимули для збільшення їх виробництва ( $Q_0^T \rightarrow Q_1^T$ ). Перерозподіл ресурсів на користь сектора  $Q^T$  веде до зменшення виробництва товарів внутрішньої торгівлі ( $Q_0^N \rightarrow Q_1^N$ ). Інакше кажучи, зниження RER ( $q_0 \rightarrow q_1$ ) змінює виробничу програму на користь товарів  $Q^T$  (т. В). Природно, що зміцнення грошової одиниці підвищує RER ( $q_0 \rightarrow q_2$ ) і змінює структуру сукупної пропозиції на користь сектора  $Q^N$  (т. С).

У запропонованому вище поясненні зміни RER впливають лише на структуру сукупної пропозиції ( $Y_q = 0$ ), тоді як її обсяг залишається незмінним. Для випадку оберненої залежності сукупної пропозиції від RER ( $Y_q < 0$ ) зміни цінових співвідношень зачіпають не лише структуру, але й обсяги сукупної пропозиції (рис. 13.3, б). Зауважимо, що скорочення сукупної пропозиції істотно обмежує амплітуду збільшення виробництва товарів  $Q^T$ , тоді як втрати у секторі  $Q^N$  є менш відчутними (порівняно з ви-

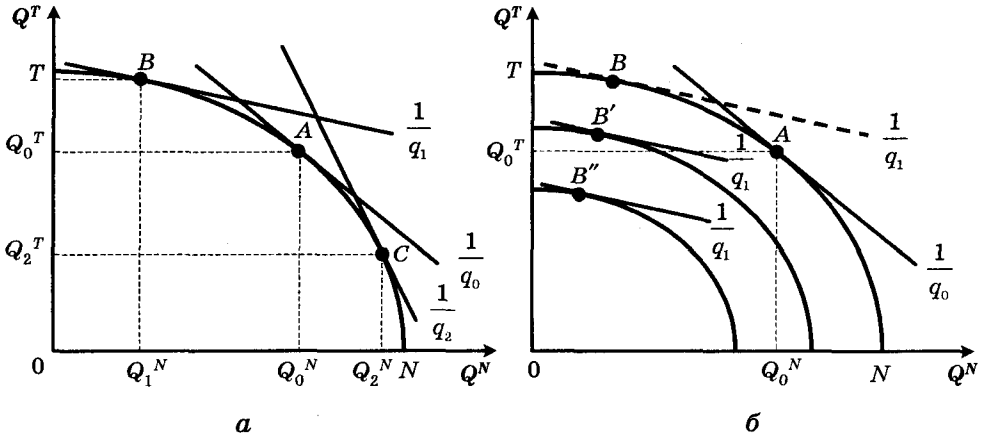


Рис. 13.3. Вплив девальвації грошової одиниці на структуру сукупної пропозиції: *a* — незалежність від RER; *б* — залежність від RER

падком  $Y_q = 0$ )<sup>1</sup>. Загалом імовірно, що в економіці зі значною оберненою залежністю сукупної пропозиції від RER обсяги виробництва товарів  $Q^T$  можуть навіть зменшитися. Зрозуміло, що це створює сумніви щодо доцільності використання девальвації для вирівнювання платіжного балансу.

Вплив девальвації на структуру споживання проілюстровано на рис. 13.4. Припустімо, що обсяги сукупного попиту характеризує крива байдужості  $U_0$ . Структуру споживання визначає дотична до кривої байдужості — реальний обмінний курс  $q_0$  (т. А). У стані макроекономічної рівноваги ( $CA = 0$ ) т. А становить переріз двох кривих — трансформаційної і байдужості; зрозуміло, що лінія  $1/q_0$  є дотичною у т. А до обох кривих (пунктиром показано трансформаційну криву). Після девальвації грошової одиниці (= зниження RER) відбувається подорожчання товарів зовнішньої торгівлі, що зменшує їх частку в споживанні ( $Q_0^T \rightarrow Q_1^T$ ); навпаки, збільшується споживання товарів внутрішньої торгівлі ( $Q_0^N \rightarrow Q_1^N$ ). Тобто у споживанні відбувається заміщення товарів  $Q^T$  товарами  $Q^N$ . Технічно нова структура споживання визначається дотичною  $1/q_1$  до кривої байдужості  $U_0$  (т. В). Вплив девальвації для вищого рівня доходу характеризують тт. А' і В', коли пріоритети споживачів відбиває вища лінія байдужості  $U_1$ .

<sup>1</sup> Зрозуміло, що йдеться про втрати у стані макроекономічної рівноваги (т. В') порівняно зі станом у т. В. Порівнюючи з початковою ситуацією (т. А), спад виробництва у т. В' є відчутнішим для товарів внутрішньої торгівлі.

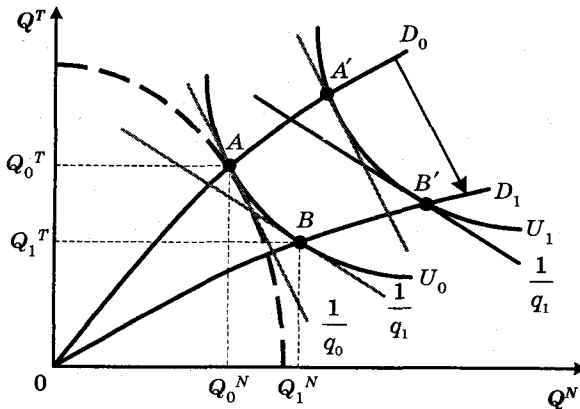


Рис. 13.4. Вплив девальвації грошової одиниці на структуру сукупного попиту

### 13.1.4. Залучення іноземних інвестицій у сектор товарів внутрішньої торгівлі

У країнах, що розвиваються, зосередження ПІІ переважно у секторі  $Q^N$  неодноразово ставало причиною “перегріву” економіки та криз платіжного балансу. Модель “залежної” економіки зручно пояснює чому саме. Припустимо, що економіка перебуває у стані макроекономічної рівноваги (т. А на рис. 13.5). Структуру сукупного попиту і пропозиції визначає реальний обмінний курс  $q_0$ . За умови незмінних порівняльних цін надходження іноземного капіталу переважно у сектор  $Q^N$  видозмінює трансформаційну криву ( $TN \rightarrow T'N'$ ) та виробничу програму (т. В). Істотне збільшення виробництва товарів внутрішньої торгівлі ( $Q_0^N \rightarrow Q_1^N$ ) поєднується зі скороченням виробництва в іншому секторі ( $Q_0^T \rightarrow Q_1^T$ ). Оскільки у “залежній” економіці попит на товари  $Q^N$  визначено обсягом їх виробництва, нова структура виробництва (т. В) передбачає збільшене споживання товарів  $Q^T$  (т. С). Виникає від’ємне сальдо поточного рахунку  $CA = Q_1^T - Q_3^T$ . Початково приплив капіталу фінансує зазначене від’ємне сальдо (без необхідності девальвації), однак з часом невідповідність структури сукупного попиту і пропозиції вимагає зміни обмінного курсу для подолання платіжного дисбалансу.

На рівні виробництва  $Q_1^N$  стає необхідним знецінення грошової одиниці. Поступово зниження RER змінює структуру сукупного попиту і пропозиції на користь товарів  $Q^T$ , що засвідчує перехід до нової лінії сукупного попиту ( $D_0 \rightarrow D_1$ ). Паралельно відбувається збільшення частки товарів  $Q^T$  у сукупній пропозиції (перехід з т. В у т. В'), аж доки не вирівнюється платіжний баланс ( $CA = 0$ ). Рівноважне значення RER знижується ( $q_0 \rightarrow q_1$ ).

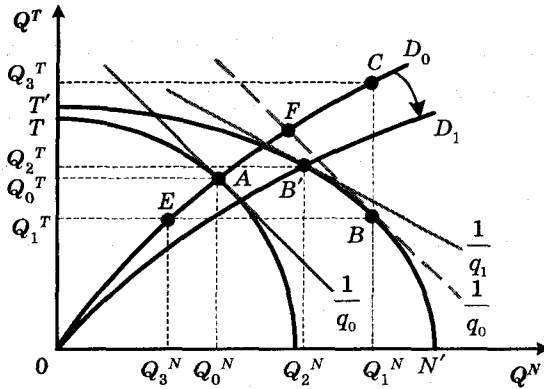


Рис. 13.5. Збільшення виробництва у секторі товарів внутрішньої торгівлі

Результуюче скорочення обсягів виробництва ( $Q_1^N \rightarrow Q_2^N$ ) можна розглядати ознакою подолання “перегріву” економіки, який початково створено надмірними інвестиціями у сектор  $Q^N$ . За умови дотримання фіксованого обмінного курсу  $E_0$  вирівнювання платіжного балансу з необхідністю передбачає скорочення виробництва до  $Q_3^N$  (т.  $E$ ). При цьому попит на товари зовнішньої торгівлі знижується до рівня їх виробництва —  $Q_1^T$ . Водночас структура сукупного попиту залишається незмінною (лінія  $D_0$ ).

Певну альтернативу знеціненню грошової одиниці становить зниження рівня цін  $p_t^N$ . Інтуїтивно підстави для можливої дефляції створює потенційне зниження попиту на товари  $Q^N$ . Якщо послабити припущення щодо визначення внутрішньої рівноваги попитом і пропозицією товарів  $Q^N$  (рівняння (13.4)), для реального обмінного курсу  $q_0$  та початкового сукупного попиту  $D_1$  збільшення виробництва до  $Q_1^N$  (т.  $B$ ) передбачає збільшення потенційного попиту на ці товари (т.  $F$ ), але нижче рівня виробництва. Перевищення пропозицією товарів  $Q^N$  попиту на них створює підстави для зниження рівня цін  $p_t^N$ . Дефляція цін у секторі  $Q^N$  як засіб зниження рівноважного RER не позбавлена потенційних недоліків (див. розділ 5), однак має істотну перевагу — не загрожує фінансовою дестабілізацією. Поряд зі зниженням RER виникають передумови для збільшення реальної грошової маси, що важливо для економік із залежністю сукупної пропозиції від цього показника. Девальвація грошової одиниці може мати потужну інфляційну “віддачу”, що значною мірою нівелюватиме переваги від її використання.



## 13.2. Фіскальна й монетарна політика у “залежній” економіці

У моделі “залежної” економіки немає принципових відмінностей між фіскальною і монетарною політикою — обидва інструменти економічної політики розглядаються елементами внутрішньої абсорбції.

### 13.2.1. Теоретичні аргументи

Для аналізу змін у фіскальній і монетарній політиці дещо спрощено приймається відсутність ефекту добробуту, а також нейтральність сукупної пропозиції стосовно грошової маси і RER. На рис. 13.6 збільшення урядових витатків або грошової маси означає збільшення внутрішньої абсорбції ( $\uparrow A$ ). Для фіксованого обмінного курсу це пропорційно збільшує попит на обидва товари —  $Q^T$  і  $Q^N$ . У т.  $E$  попит на товари  $Q^N$  перевищує можливості їх виробництва, що зумовлює підвищення рівня цін ( $\uparrow p_i^N$ ) та RER ( $\downarrow q$ ). Погіршення цінових співвідношень змінює структуру внутрішньої абсорбції ( $D_0 \rightarrow D_1$ ) та погіршує сальдо поточного рахунку  $CA = Q_1^T - Q_2^T$ . Якщо обидва товари —  $Q^T$  і  $Q^N$  — однаково торгуються на зовнішніх ринках, збільшення абсорбції не має впливу на RER, а структуру зовнішньої торгівлі визначає попит і пропозиція товарів  $Q^T$  і  $Q^N$ . Збільшення абсорбції (т.  $E$ ) передбачає імпорт товарів  $Q^T$  і  $Q^N$ . При цьому від’ємне сальдо торгівлі товарами  $Q^T$  буде меншим, ніж для випадку “залежної” економіки.

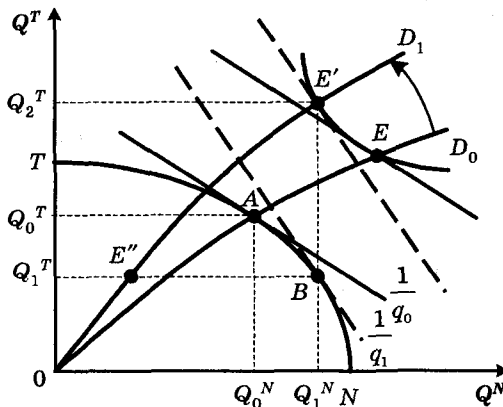


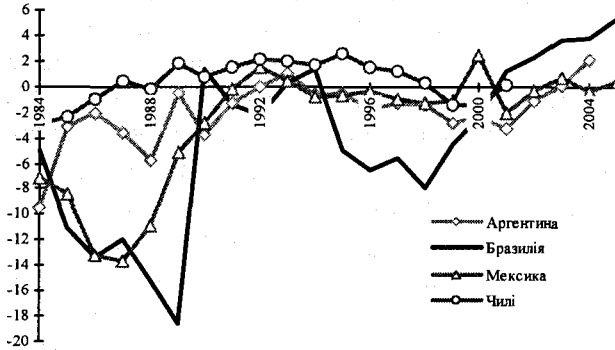
Рис. 13.6. Збільшення абсорбції у “залежній” економіці

Погіршення сальдо поточного рахунку істотно перешкоджає проведенню експансійної економічної політики, оскільки передбачає зовнішні за-  
позичення для підтримання рівноваги платіжного балансу. В більшості  
країн, що розвиваються, немає підстав для оптимізації міжчасового ба-  
лансу заощаджень-інвестицій, як це притаманно промисловим країнам.  
В економіках зі слабкими інституційними характеристиками (неефектив-  
не адміністрування, поширення “особливих” стосунків між політикою та  
великим бізнесом, корупція) замість стимулювання виробництва і згла-  
джування траєкторії приватного споживання зовнішні запозичення пере-  
важно стають чи не найважливішою безпосередньою причиною виникнен-  
ня криз платіжного балансу. Про це переконливо свідчить досвід країн  
Латинської Америки, де зовнішні запозичення для фінансування дефіци-  
ту бюджету неодноразово призводили до дестабілізації макроекономічних  
показників. Зокрема, це стосується Аргентини, де уроки кризи заборгова-  
ності 1980-х років так і не було враховано. У січні 2002 р. чергова криза  
платіжного балансу зумовила відмову від обслуговування зовнішнього  
боргу та фіксованого обмінного курсу песо, як це неодноразово відбувало-  
ся у минулому. Використання плаваючого обмінного курсу може видавати-  
ся “магічним” вирішенням проблеми зовнішньої рівноваги, але це не зов-  
сім так. Вирівнювання платіжного балансу вимагає не лише корекції RER,  
але й зменшення надлишкової абсорбції до попереднього рівня (т. А), що  
так чи інакше передбачає скорочення дефіциту бюджету і грошової маси.

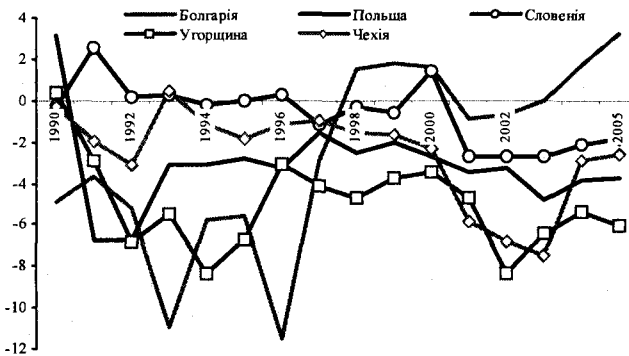
Певні відмінності між фіскальною і монетарною політикою створює  
врахування ефекту добробуту. Якщо фінансування дефіциту бюджету за  
допомогою урядових облігацій підвищує вартість фінансових активів,  
амплітуда збільшення абсорбції посилюється. Цього не відбувається за  
умови сприйняття урядових облігацій ознакою майбутнього підвищення  
податкового тягаря, який нівелюватиме поточне підвищення вартості порт-  
феля активів. У такому разі урядові облігації не розглядаються чинником  
збільшення добробуту і не впливають на приватне споживання (тотожність  
Рікардо). Здійснення монетарної політики за допомогою операцій відкри-  
того ринку не змінює вартість фінансових активів, тоді як в інших випад-  
ках (зміна облікової ставки або резервних вимог, надання позик уряду,  
монетизація валютних резервів) ефект добробуту має підсилюючий вплив.

У випадку залежності від RER притаманне збільшенню абсорбції підви-  
щення цього показника позначиться збільшенням сукупної пропозиції. Це  
зменшує амплітуду погіршення поточного рахунку, але не вирівнює пла-  
тійний баланс (рис. 13.7). Експансійний характер підвищення RER зу-  
мовляє збільшення виробництва товарів зовнішньої торгівлі до  $Q_3^T$  (т. B')  
порівняно з випадком цінової нейтральності сукупної пропозиції (т. B).





а



б

Рис. 13.8. Сальдо бюджету в трансформаційних економіках (% від ВВП): а — Латинська Америка, 1984—2005 рр.; б — Східна Європа, 1990—2005 рр.

Джерело: IMF International Financial Statistic, CEE Report

Небезпеку фінансування дефіциту бюджету зовнішніми запозиченнями помітно на інших прикладах. У Мексиці наприкінці 1994 р. уряд виявився неспроможним обслуговувати “піраміду” *tesobonos* вартістю понад 30 млрд дол. У Бразилії після фіскального “дива” зразка 1990 р. фіскальна дисципліна загалом дотримувалася до 1995 р., коли уряд повернувся до експансійної політики зразка другої половини 1980-х років. У підсумку на початку 1999 р. бразильський реал довелося по-мексиканськи девальювати на майже 70 %. У країнах Східної Європи лише Словенія (до 2000 р.) та Болгарія (з 1998 р.) відповідають радикальним уявленням про фіскальну дисципліну (рис. 13.8, б). У решті країн спостерігається значний дефіцит бюджету, який істотно збільшився в останні роки. Невдалий досвід експансійної фіскальної політики повторено в Україні. Логіка “поміркованого”

дефіциту бюджету на рівні 2 % від ВВП, яку з осені 1994 р. рекомендували для України експерти НКГ та МВФ [16, с. 85], так чи інакше передбачала зовнішні запозичення. Хоча для зниження RER та збільшення експорту вимагалось скорочення дефіциту бюджету, пакет “Економічне зростання 1997” передбачав зниження податкового тиску і “тимчасове” збільшення дефіциту бюджету (вважалося, що поживлення виробництва збільшить надходження у бюджет). У другій половині 1990-х років не виправдалось жодне зі сподівань щодо дефіциту бюджету: збільшення обсягів виробництва, надійне досягнення цінової та грошової стабільності, поліпшення інвестиційного клімату. Натомість виникли всі передумови для повторення в Україні невдалого мексиканського експерименту (“піраміда” ОВДП); зовнішнє фінансування дефіциту бюджету стало заміником структурних перетворень.

### 13.3. Особливості вирівнювання платіжного балансу

Модель “залежної” економіки реалістично пояснює передумови виникнення структурних деформацій та подальше вирівнювання платіжного балансу. В “залежній” економіці від’ємне сальдо поточного рахунку щільно пов’язано з підвищенням RER і перевиробництвом у секторі  $Q^N$ .

#### 13.3.1. Аналіз вихідних умов та принципових рішень

У “залежній” економіці перебування на рівні підвищеного виробництва товарів  $Q^N$  (т. В) є можливим лише за умови адміністративного обмеження імпорту або фінансування від’ємного сальдо поточного рахунку за рахунок зменшення валютних резервів або залучення іноземного капіталу (рис. 13.9). Обидві можливості фінансування не є самодостатніми, якщо виробництво товарів  $Q^T$  не збільшується прискореним темпом. Перебування на вищому від рівноважного рівні доходу (т. В) реалістично пояснює наслідки ISI у країнах Латинської Америки (1950—1960-ті роки) або ситуацію на початок перехідного процесу в країнах Східної Європи [95, с. 48—53; 97, с. 116—132]. Політика ISI замість створення конкурентоспроможної промисловості лише розширила сектор  $Q^N$ . Якщо у країнах Південно-Східної Азії понад третину від виробленої промислової продукції експортували, то у Латинській Америці — заледве декілька відсотків. Зростання обсягів виробництва не поліпшувало сальдо поточного рахунку; навпаки, імпорт обладнання і сировини погіршував торговельний баланс. Структурні деформації створили хронічний дефіцит платіжного балансу.

Подібною виявилася ситуація у перехідних економіках. Україна — не виняток. З початком перехідного процесу питома вага сектора  $Q^N$  значно перевищувала рівноважне значення ( $Q_0^N > Q_1^N$ ), визначене рівновагою поточного рахунку (т. А). Структурним деформаціям сприяв завищений обмінний курс  $q_0$ . Цінові спотворення адміністративної економіки красномовно ілюструвала внутрішня ціна 1 т сирової нафти у 1990 р. — 30 крб, що приблизно дорівнювало вартості пачки імпортних цигарок. Потенційні товари зовнішньої торгівлі (металопродукція, хімічні товари, продукти харчування тощо) відрізнялися невисокою якістю та обмеженим асортиментом [151, р. 140]. Лише 14 % експорту машин та устаткування відповідало міжнародним стандартам. Упродовж 1986—1991 рр. питома вага потенційно конкурентної продукції зменшилася з 65,3 до 26,3 %; навпаки, частка застарілої продукції збільшилася з 20 до 60 %. В експорті переважали сировинні ресурси та матеріали. Платіжний дисбаланс поглиблювався збільшенням внутрішньої абсорбції за допомогою експансійної фіскальної і монетарної політики (т.  $E'$ ). Водночас виникав дефіцит на ринку товарів  $Q^N$ . Завищений обмінний курс збільшує виробництво у секторі  $Q^N$  (т. В), але за рахунок майбутніх проблем платіжного балансу (рис. 13.9). Приймаючи відсутність валютного контролю та обмежень зовнішньої торгівлі, на рівні виробництва товарів внутрішньої торгівлі  $Q_0^N$  потенційно існує від'ємне сальдо поточного рахунку  $CA = Q_2^T - Q_0^T$ . Для рівноважного значення реального обмінного курсу  $q_1$  надлишковий попит становить:  $(Q_0^N - Q_1^N)$  — для товарів внутрішньої торгівлі та  $(Q_2^T - Q_1^T)$  — для товарів зовнішньої торгівлі.

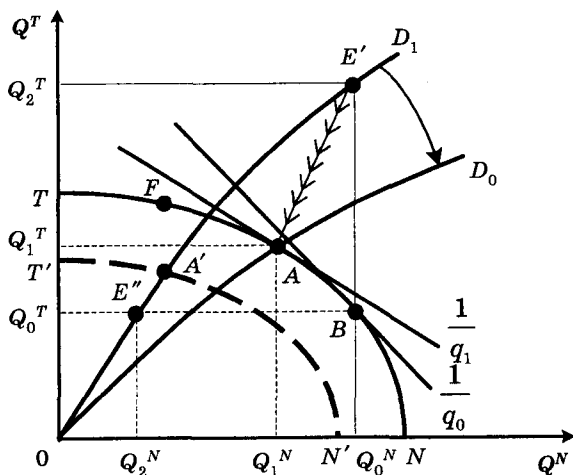


Рис. 13.9. Перехід до макроекономічної рівноваги у "перегрітій" економіці

Нижчий від початкового значення RER ( $q_1 > q_0$ ) відповідає макроекономічній рівновазі (т. А), якщо внутрішню абсорбцію зменшено до рівня доходу. При цьому вирівнювання платіжного балансу ( $CA = 0$ ) відповідає стану внутрішньої рівноваги. Варто зауважити, що зниження виробництва нижче оптимального значення (т. А) позначається виникненням додатного сальдо торговельного балансу, але супроводжується виникненням вільних потужностей у секторі  $Q^N$ . Таким чином модель “залежної” економіки заперечує доцільність як від’ємного (це загрожує порушенням зовнішньої рівноваги), так і додатного сальдо поточного рахунку (це перешкоджає досягненню внутрішньої рівноваги). Натомість виникають теоретичні аргументи на користь вузького трактування рівноваги платіжного балансу ( $CA = 0$ ). Практично це припущення досить переконливо стверджується досвідом чилійської економіки упродовж 1980—1990-х років.

Враховуючи відмінності у структурі та обсягах виробництва (т. В) і споживання (т. Е), вирівнювання платіжного балансу передбачає:

1. *Девальвацію грошової одиниці.* Це знижує RER і таким чином (1) збільшує виробництво товарів  $Q^T$  та (2) зменшує попит на товари  $Q^T$ . Проте легко переконатися, що девальвація зменшує обсяги виробництва товарів  $Q^N$  нижче рівноважного значення  $Q_0^N$ , якщо знецінення грошової одиниці не підтримується скороченням абсорбції.

2. *Скорочення абсорбції.* Зменшення дефіциту бюджету і грошової маси обмежує споживання обох товарів —  $Q^T$  і  $Q^N$ , що (1) поліпшує поточний рахунок і (2) зменшує інфляційний тиск у секторі  $Q^N$ . Водночас використання суто рестрикційних заходів може спричинити зниження обсягів виробництва товарів  $Q^N$  (т. Е''), створюючи набагато глибший (і триваліший) спад виробництва у секторі  $Q^N$  ( $Q_0^N \rightarrow Q_2^N$ ), ніж це передбачається переходом до внутрішньої рівноваги (т. А).

Потреба у рестрикційній політиці виглядає не настільки переконливо для випадку поєднання спаду виробництва понад рівноважне значення з додатним сальдо поточного рахунку (т. F на рис. 13.9). Поєднання вирівнювання платіжного балансу зі спадом виробництва створює підстави для критики експортної орієнтації економіки, а саме: збільшення експорту виглядає першопричиною зниження доходу і погіршення добробуту. Відповідно експансійна політика може розглядатися засобом відновлення внутрішньої рівноваги, хоча й коштом деякого погіршення сальдо поточного рахунку, як це передбачається моделлю Салтера — Свона. З іншого боку, тривале підтримання додатного сальдо поточного рахунку може бути обґрунтованим з погляду обслуговування зовнішнього боргу. Якщо відкинути попереднє спрощення (поточний рахунок = торговельний баланс),

## ЧИЛІ: ТРАЕКТОРІЯ ДОСЯГНЕННЯ МАКРОЕКОНОМІЧНОЇ РІВНОВАГИ

У 1981 р. попит на товари  $Q^T$  значно перевищив їх пропозицію, що погіршило сальдо торговельного балансу і поточного рахунку (рис. 13.10). Надалі девальвація песо і обмеження внутрішнього попиту поліпшили торговельний баланс, але коштом стрімкого зниження ВВП. Водночас сальдо поточного рахунку залишалося від'ємним з погляду коштів обслуговування зовнішнього боргу. У квітні 1984 р. міністр фінансів Е. Серда (Escobar Cerda) ініціював низку заходів щодо "підтримки" національного товаровиробника. Проте значне збільшення видатків бюджету і підвищення уніфікованої ставки імпортного мита з 20 до 35 % завершилося тим, що вже у жовтні 1984 р. інфляція підвищилася до 8 % на місяць; всупереч очікуванням, зросло безробіття і зовнішній борг. До уряду було повернуто "чиказьких хлопчиків", які зі середини 1970-х років визначали економічну політику. Після поновлення радикальних економічних реформ поступове поліпшення від'ємного сальдо поточного рахунку і зменшення додатного сальдо торговельного балансу засвідчили вирівнювання платіжного балансу в сенсі "залежної" економіки ( $CA = 0$ ). Досягнення рівноваги попиту і пропозиції товарів  $Q^T$  відбулося на тлі гальмування інфляції та зростання ВВП (рис. 3.10, б). Невисоке безробіття означає перебування чилійської економіки у стані внутрішньої рівноваги. У середині 1990-х років цей показник знизився загалом до 6 %, хоча й дещо збільшився наприкінці 1990-х років у зв'язку з відомими труднощами у світовій економіці. Зменшення попиту на мідь і товари нетрадиційного експорту позначилося збільшенням безробіття до 9 %, а наприкінці 2001 р. цей показник досягнув 10 %. Проте зазначене збільшення не є надто високим за латиноамериканськими мірками і навряд чи триватиме у часі.

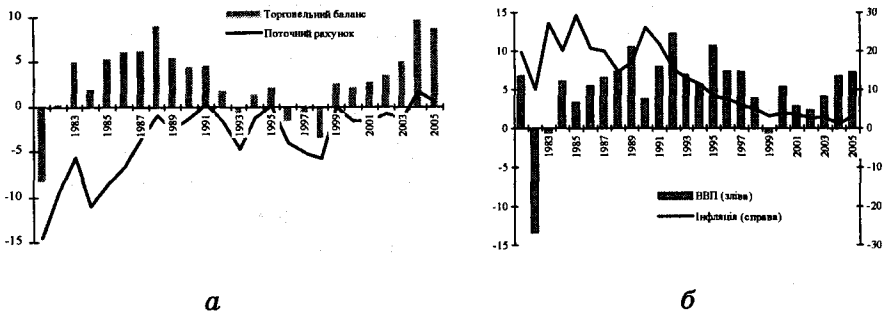


Рис. 13.10. Чилі: вибрані макроекономічні показники (% від ВВП), 1981—2005 рр.: а — поточний рахунок і торговельний баланс (% від ВВП); б — ВВП та інфляція (%)

Джерело: IMF International Financial Statistics



додатне сальдо зовнішньої торгівлі стає необхідним джерелом валютних надходжень для обслуговування зовнішнього боргу. Необхідні деталі розглянуто на прикладі використання девальвації грошової одиниці.

### 13.3.2. Передевальвація грошової одиниці

Недоліки надмірного знецінення (або передевальвації) грошової одиниці виявилися під час реалізації ортодоксних програм фінансової стабілізації у країнах Латинської Америки (1982—1984 рр.). Використання “слабкої” грошової одиниці залишило по собі значний спад виробництва, поліпшення сальдо поточного рахунку і відчутне прискорення інфляції [95]<sup>1</sup>. Зниження ВВП було найбільшим у Чилі. У Бразилії грошову одиницю було девальвовано у лютому 1983 р., що відразу створило додатне сальдо торговельного балансу, але обсяги промислового виробництва зменшилися на 6,8, а ВВП — на 4,0 %. Подібно у Мексиці “слабке” песо відчутно поліпшило торговельний баланс і поточний рахунок, але коштом спаду виробництва. На поверхні все виглядало так, що досягнення зовнішньої рівноваги істотно погіршує внутрішню рівновагу.

Схематично перехід від “перегрітої” економіки до стану стагфляції у “залежній” економіці ілюструє перехід з т.  $B$  у т.  $F$  (рис. 13.9). Для заниженого реального обмінного курсу  $q_3$  виробництво товарів зовнішньої торгівлі  $Q_3^T$  (т.  $F$ ) перевищує обсяги їх внутрішнього споживання для визначеного рівня виробництва товарів  $Q^N$  (т.  $E'''$ ). При цьому виникає додатне сальдо поточного рахунку, що спостерігається та тлі глибокого спаду виробництва у секторі  $Q^N$  ( $Q_2^N \rightarrow Q_3^N$ ). Щоправда, амплітуда поліпшення сальдо поточного рахунку зменшується оберненою залежністю сукупної пропозиції від  $RER$  ( $TN \rightarrow T'N'$ ). Приймаючи трансформаційну криву незмінною, в економіці з передевальвованою грошовою одиницею (т.  $F$ ) зміцнення грошової одиниці є засобом досягнення внутрішньої рівноваги, аж доки не відбудеться поступового вирівнювання обсягів виробництва і споживання товарів  $Q^T$ . Аргумент можна поширити на випадок, коли підвищення  $RER$  повертає трансформаційну криву до попереднього положення ( $T'N' \rightarrow TN$ ).

Збільшення абсорбції не суперечить логіці переходу з т.  $F$  у т.  $A$  (рис. 13.11), але це не є аргументом на користь експансійної фіскальної чи монетарної політики. Фактично у т.  $F$  знецінення грошової одиниці компенсує відмінності у темпах інфляції між певною країною та її торговельними партнерами. У разі прикріплення грошової одиниці інфляція зникає у секторі  $Q^T$ ,

<sup>1</sup> Помітно, що зі збільшенням темпу знецінення грошової одиниці наростає інфляція і, навпаки, сповільнюється падіння ВВП — саме таку залежність пропонує динамічна модель з кривою Філлпса.

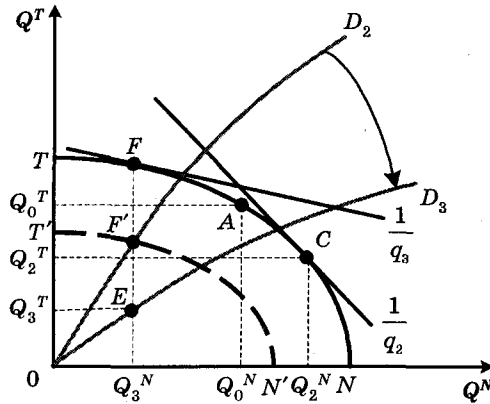


Рис. 13.11. Передевальвація грошової одиниці у "залежній" економіці

однак інфляційним стає сектор  $Q^N$  [314, р. 172]. Рестрикційна політика дозволяє попередити інфляційне підвищення рівня цін товарів внутрішньої торгівлі  $p_t^N$  під час переходу до макроекономічної рівноваги. При підтриманні плаваючого обмінного курсу рестрикційна політика ймовірно підвищить номінальний обмінний курс. Це створить стимули для виробництва товарів  $Q^N$ , не порушуючи антиінфляційного спрямування економічної політики. Інакше експансійна політика створюватиме зазначені стимули через інфляційне підвищення рівня цін  $p_t^N$ .

### 13.3.3. Збільшення пропозиції товарів зовнішньої торгівлі

З погляду вирівнювання платіжного балансу в "залежній" економіці заслуговує уваги відомий структуралістський аргумент, що дієвим чинником подолання платіжних дисбалансів може бути лише позбавлення виробництва, що зазвичай трактується на користь експансійної економічної політики. Попри можливе короткочасне погіршення сальдо платіжного балансу, збільшення видатків бюджету чи послаблення монетарної політики набувають ознак дієвого чинника зовнішньої рівноваги у довгостроковій перспективі. Абстрагуючись від можливих рестрикційних наслідків поточної інфляційної економічної політики, перебіг подій для такого збільшення виробництва, що не супроводжується автономним збільшенням внутрішнього попиту, проілюстровано на рис. 13.12.

Для трансформаційної кривої  $TN$  і сукупного попиту  $D_0$  реальний обмінний курс  $q_0$  передбачає від'ємне сальдо поточного рахунку  $CA = Q_0^T - Q_2^T$ , адже структура виробництва (т.  $B$ ) не відповідає структурі споживання

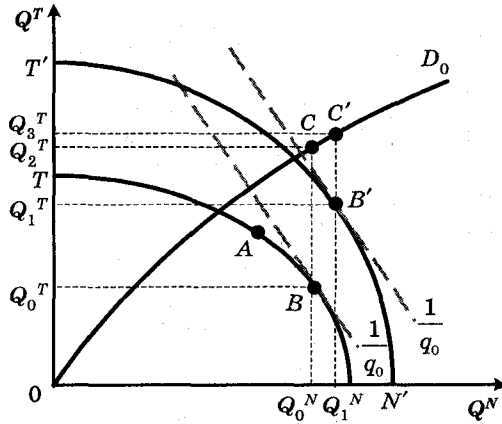


Рис. 13.12. Збільшення виробництва у секторі товарів зовнішньої торгівлі

(т. С). Після структурних змін на користь сектора  $Q^T$  (трансформаційна крива  $T'T'$ ) виробництво товарів зовнішньої торгівлі збільшується ( $Q_0^T \rightarrow Q_1^T$ ), проте перевищення попиту над пропозицією зазначених товарів не зникає. Підтримання сталої порівняльної ціни товарів зовнішньої і внутрішньої торгівлі передбачає таку структуру виробництва:  $Q_1^N$  і  $Q_1^T$  (т.  $B'$ ). Як бачимо, амплітуда збільшення виробництва у секторі  $Q^T$  переважає:  $(Q_1^T - Q_0^T) > (Q_1^N - Q_0^N)$ . Навпаки, збільшення сукупного попиту (перехід з т. С у т.  $C'$ ) відбувається на користь товарів  $Q^N$ . Справді, випереджуюче збільшення обсягів виробництва товарів зовнішньої торгівлі помітно зменшує від'ємне сальдо поточного рахунку:  $(Q_0^T - Q_2^T) > (Q_1^T - Q_3^T)$ , однак очікуваного вирівнювання сальдо поточного рахунку не відбувається.

### 13.4. Вплив підвищення світових цін

Початково економіка перебуває у стані макроекономічної рівноваги (т. А на рис. 3.13). Виробничі можливості визначає трансформаційна крива  $TT$ , а сукупний попит — лінія  $D_0$ . Припускаючи фіксований обмінний курс грошової одиниці ( $E = \text{const}$ ), підвищення світових цін ( $\uparrow p_i^N$ ) знижує RER ( $q_0 \rightarrow q_1$ ). За умови нейтральності сукупної пропозиції структура виробництва змінюється на користь товарів  $Q^T$  (т. В). Водночас у сукупному попиті відбуваються протилежні зміни: збільшується частка сектора  $Q^N$  ( $D_0 \rightarrow D_1$ ). У підсумку виникає значне додатне сальдо поточного рахунку  $CA = Q_1^T - Q_2^T$  за рахунок відмінностей у структурі виробництва (т. В) і сукупного попиту (т.  $B'$ ).

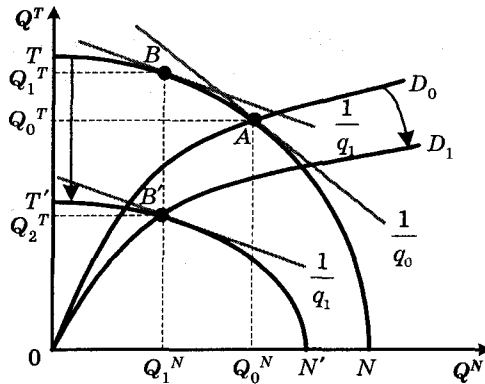


Рис. 13.13. Підвищення світових цін у “залежній” економіці

Скорочення сукупної пропозиції ( $TN \rightarrow T'N'$ ) відновлює макроекономічну рівновагу, але на нижчому рівні виробництва обох товарів —  $Q_1^N$  і  $Q_2^T$ . Якщо зниження RER має рестрикційний характер, додатне сальдо поточного рахунку може зникнути (т.  $B'$ ), але виникає несподіване скорочення виробництва в обох секторах —  $Q^N$  і  $Q^T$ . Порівнюючи з моделлю Манделла — Флемінга, поліпшення цінових співвідношень у зовнішній торгівлі стає виразно несприятливим. Перерозподіл ресурсів на користь сектора  $Q^T$  “пригнічує” економічний розвиток. У ширшому аналітичному контексті виникають підстави для тверджень, що збільшення експорту зокрема та експортноорієнтований розвиток загалом перешкоджають досягненню оптимального рівня виробництва (т.  $A$ ).

### 13.5. Використання моделі “залежної” економіки для емпіричного аналізу функціональних залежностей української економіки

Теоретична модель “залежної” економіки достатньо реалістично відображає послідовність подій під час перехідного процесу в українській економіці [97, с. 115—132]. Стає можливим пояснити декілька принципових питань: а) напрям структурних змін, б) вплив RER на загальний обсяг промислового виробництва і показники окремих галузей, в) вплив припливу-відпливу капіталу, г) зв’язок між обмінним курсом і поточним рахунком (торговельним балансом).

### 13.5.1. Обговорення вихідних даних

Упродовж 1990—1999 рр. обсяги виробництва знижувалися практично у всіх галузях, за винятком металургії (рис. 13.14).

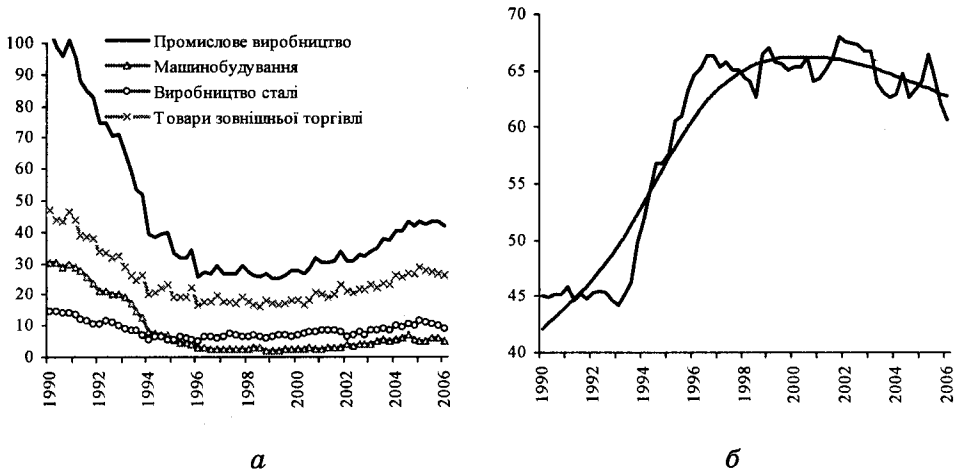


Рис. 13.14. Україна: структурні риси промислового виробництва, 1990—2006 рр.: а — структура промислового виробництва; б — частка сектора  $Q^T$  у промисловому виробництві (%)

*Джерело:* розраховано згідно з матеріалами Державного комітету України і Держкомстату України

Стрімкий спад виробництва у машинобудуванні виглядає ознакою “деіндустріалізації” української економіки. Хоча з погляду валютних надходжень і підтримки виробничої структури може видаватися доцільним розвиток металургії як “локомотива” української економіки<sup>1</sup>, потенційні переваги видаються дуже суперечливими. По-перше, за межі України експортується 70—80 % виробленої продукції, що підвищує вразливість до нестабільності світових цін та політико-економічних чинників. Так, у 2001 і 2005 рр. несприятлива зовнішня кон’юнктура призвела до падіння завантаженості й рентабельності металургійних підприємств, тоді як у 2004 р. стрімке підвищення світових цін на метал стало інструментальним чинником “перегріву” вітчизняної економіки. По-друге, українські металурги експортують переважно напівфабрикати (40 %), брухт і відходи чорних металів (30 %), чавун (6—8 %) і лише приблизно 5 % гарячека-

<sup>1</sup> Ця галузь користується державною підтримкою, має потужне галузеве лобі, а також становить інтерес із соціальних причин — через високий рівень зайнятості на металургійних комбінатах і суміжних підприємствах [51, с. 261].

таного прокату [87]. У поєднанні зі заниженими цінами на енергоносії та іншими проявами державної підтримки в минулому це створювало підстави для численних антидемпінгових розслідувань (США, Індія, Індонезія, Малайзія, Мексика, Росія). Як продемонстровано досвідом 2004—2005 рр., проблеми металургії стають “головним боєм” всієї української економіки, яка набула виразного “залежного” характеру.

Обсяги виробництва у галузях, які умовно можуть ідентифікуватися як сектор  $Q^T$  (паливно-енергетична, нафтогазова, сталеплавильна і харчова) стабілізувалися з початку 1996 р. (рис. 3.14, а). Таким чином подальше скорочення загального обсягу виробництва відбувалося головним чином за рахунок сектора  $Q^N$ . Загалом це відповідає траєкторії вирівнювання платіжного балансу в “залежній” економіці, якщо прийняти більш інерційний характер адаптації галузей сектора  $Q^N$ . Частка сектора  $Q^T$  у промисловому виробництві перебувала на рівні 45 % до початку 1992 р. (рис. 13.14, б). Надалі цей показник послідовно підвищився понад 65 % у 1997 р., а згодом стабілізувався у межах 64—68 %. Трендове значення практично не змінювалося у 1998—2001 рр., однак останнім часом простежується його незначне зниження. Упродовж 1990-х років недвозначно відбувалися структурні перетворення на користь сектора  $Q^T$ , що повністю відповідає логіці переходу до макроекономічної рівноваги у “залежній” економіці з початковим “перегрівом” у реальному секторі та дефіцитом платіжного балансу.

Порівняння поточного і трендового значень виявляє стагнацію сектора  $Q^T$  у 1992—1993 рр., що змінилося його прискореним зростанням у 1994—1996 рр. З початку 1997 р. спостерігається коригування рівноважного значення структури промислового виробництва, однак у 1999—2000 рр. частка сектора  $Q^T$  перебувала здебільшого нижче рівноважного значення на рівні приблизно 65 % (такий високий показник з певністю відображає зростлу відкритість української економіки). Певний “ренесанс” сектора  $Q^T$  є помітним з другої половини 2001 р. і до кінця наступного 2002 р., тоді як протилежне стало ознакою 2003 р. Надалі частка сектора  $Q^T$  незначно коливається навколо спадного рівноважного тренду. Теоретичні залежності моделі (13.1)—(13.5) протестовано за допомогою найпростішої регресійної моделі для рівнів відповідних показників<sup>1</sup>. Використано показники, які вже аналізувалися: індекс промислового виробництва  $INDUKR_t$  (див. рис. 4.3, б), обмінний курс гривні  $E_t$  (див. рис. 9.9, а), сальдо поточного рахунку  $CA_t$  (див. рис. 3.13). Показник реального обмінного курсу  $RERUKR_t$  розраховано за допомогою вагових коефіцієнтів дол. і російського рубля [97, с. 156].

<sup>1</sup> Необхідні підстави для цього створює довгостроковий зв’язок (коінтеграція) між залежними і незалежними змінними.

Додатково використовувалися показники:  $FDI_t$  — прямі іноземні інвестиції (ПІ),  $METAL_t$  і  $BRENT_t$  — відповідно світова ціна на метал і сиру нафту,  $IND_t^{RUS}$  — індекс промислового виробництва у Росії (рис. 13.15).

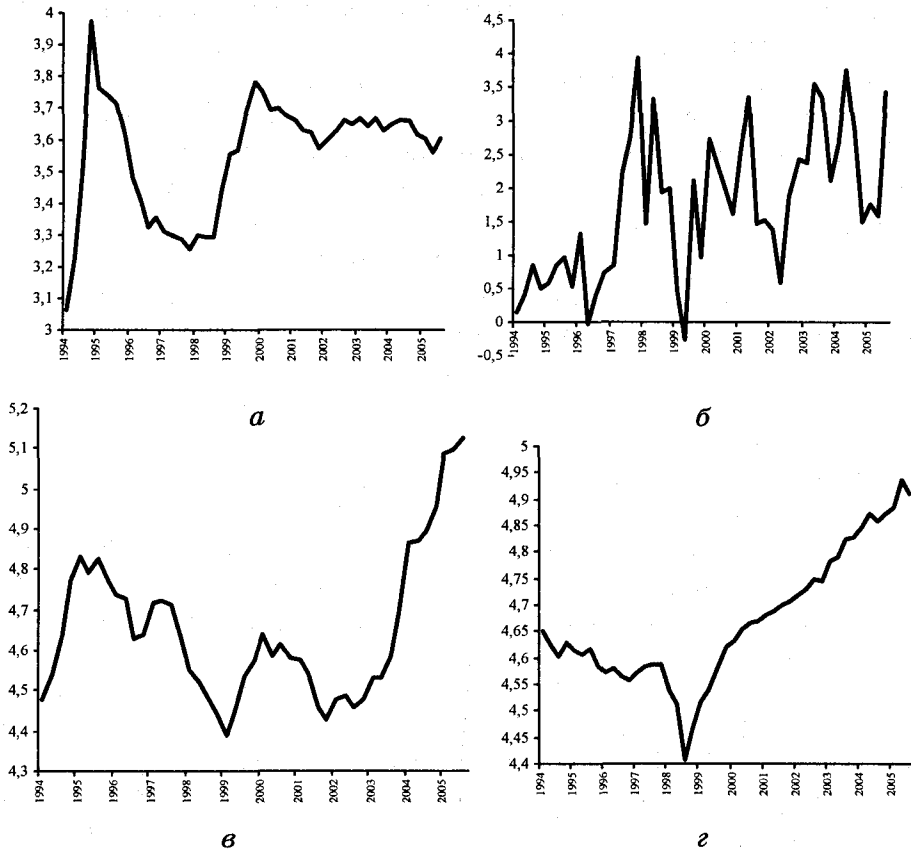


Рис. 13.15. Вибрані економічні показники для економетричного оцінювання (I): а — реальний обмінний курс  $RERUKR_t$ ; б — прямі іноземні інвестиції  $FDI_t$ ; в — світова ціна на метал  $METAL_t$ ; г — промислове виробництво у Росії

*Примітка:* показники  $RERUKR_t$ ,  $METAL_t$ ,  $IND_t^{RUS}$  подано у логарифмах відповідних рівнів, а  $FDI_t$  — % від ВВП

*Джерело:* www.oecd.org, IMF International Financial Statistics

ПІ — наближена характеристика припливу капіталу. Світова ціна на метал знижувалася до початку 1999 р., надалі зросла на 30 %, але з початку 2000 р. поновилася спадна тенденція, що послаблює аргумент про “сприятливу” зовнішньоекономічну кон’юнктуру для пояснення економічного зростання 2000—2001 рр. Зі середини 2003 р. ціни на метал стрімко підви-

щуються. Крах валютного ринку (серпень 1998 р.) позначився стрімким спадом промислового виробництва у Росії, однак із середини 1999 р. ситуація почала не менш стрімко виправлятися, що збіглося у часі з підвищенням світової ціни на сиру нафту (див. рис. 5.2).

### 13.5.2. Емпіричні результати

У табл. 13.1 подано результати економетричного оцінювання чинників промислового виробництва і поточного рахунку для вибірки 1994—2005 рр. (використовувався метод 2SLS з інструментальними змінними). Девальвація гривні не впливає на промислове виробництво, але поліпшує сальдо поточного рахунку. Водночас нижчі значення  $RERUKR_t$  зменшують промислове виробництво, не впливаючи на сальдо поточного рахунку. Вартує уваги, що для коротшої вибірки 1994—2001 рр. вплив  $E_t$  і  $RERUKR_t$  виглядає практично ідентичним<sup>1</sup>. Знецінення гривні перешкоджає збільшенню промислового виробництва в декількох інших дослідженнях для місячних даних [97, с. 280—306; 98, с. 21]. Промислове виробництво інерційне і поліпшує сальдо поточного рахунку — це відображає вже згадане “правило 45°”<sup>2</sup>, але заперечує логіку “залежної економіки”.

Брак сприятливого впливу світової ціни на метал (з лагом у квартал) на промислове виробництво відповідає теоретичним передбаченням “залежної” економіки (рис. 13.16)<sup>3</sup>. Подорожчання металу викликає перерозподіл ресурсів на користь металургії, який стає інструментальним чинником зменшення виробництва в решті галузей. Опосередковано стверджується висновок, що навіть незначні зміни на користь експорту товарів більш глибокої переробки сприяють зниженню ресурсоємності валового обсягу виробництва товарів і послуг, яке й створює потенціал економічного зростання в цілому [48, с. 6]<sup>4</sup>. Не можна погодитися, що “нині Україні все ще

<sup>1</sup> З відповідними оцінками можна ознайомитися у посібнику В. Шевчука “Міжнародна економіка: теорія і практика. — Каменярь, 2003.

<sup>2</sup> Для вибірки 1994—2001 рр. “правило 45°” не простежується.

<sup>3</sup> Може скластися враження, що впродовж 1995—1998 рр. тривале зниження світових цін на метал (рис. 13.15, в) було причиною глибокого спаду виробництва (рис. 4.3), тоді як з початку 1999 р. поліпшення цінової кон’юнктури ініціювало поновлення економічного зростання. Така логіка має інтуїтивну привабливість, але не підтверджується емпірично. Так само поверхнево вважати, що високі ціни на метал самостійно зумовили “перегрів” економіки зразка 2003—2004 рр.

<sup>4</sup> Розрахунки показують, що збільшення на 100 грн експорту товарів п’яти галузей із глибшим ступенем переробки (машинобудування, харчова і будівельна галузі тощо) за рахунок рівноцінного скорочення експорту продукції п’яти галузей із меншим ступенем переробки (чорна і кольорова металургія, сільське господарство) збільшує ВВП на 43,3 грн. Тобто ВВП зростає завдяки структурним змінам на користь переробних галузей промисловості, коли за рахунок мультиплікативного чинника розширюється внутрішній ринок та виникає ефект ресурсозбереження.



Таблиця 13.1. Чинники промислового виробництва і сальдо поточного рахунку

Незалежні змінні	Залежні змінні			
	I		II	
	$INDUKR_t$	$CA_t$	$INDUKR_t$	$CA_t$
$INDUKR_{t-1}$	0,534 (4,120*)	9,210 (2,985*)	0,483 (3,909*)	8,914 (2,659*)
$INDUKR_{t-2}$	0,301 (2,490**)	—	0,341 (2,959*)	—
$CA_{t-1}$	0,003 (3,089*)	0,487 (4,240*)	0,004 (3,670*)	0,708 (8,700*)
$E_t$	—	2,987 (3,526*)	—	—
$RERUKR_{t-1}$	—	—	-0,079 (-2,559**)	—
$IND_t^{RUS}$	0,187 (4,160*)	—	0,247 (4,774*)	—
$METAL_{t-1}$	—	-7,370 (-3,168*)	—	-6,462 (-2,609**)
$METAL_{t-2}$	-0,067 (-1,829***)	—	-0,059 (-1,612)	—
SSR	0,045	232,44	0,040	307,55
$R^2$	0,96	0,78	0,96	0,74
DW	2,07	1,97	2,21	1,98

необхідно стимулювати експорт, аби забезпечити якнайповніше використання успадкованих від СРСР великих потужностей у металургійній, хімічній, легкій галузях промисловості” [100, с. 37]. Потужностей легкої промисловості — так, а от металургію потрібно було згортати до деякого оптимального рівня ще зі середини 1990-х років, коли зменшення попиту на російському ринку стало відчутним асиметричним шоком для українського металу і продукції машинобудування.

Децю незвичною виглядає обернена залежність сальдо поточного рахунку від світової ціни на метал<sup>1</sup>. Не знайдено довгострокового впливу ПІІ на промислове виробництво і сальдо поточного рахунку (для коротшої вибірки 1994—2001 рр. спостерігалось погіршення цього показника), що може бути наслідком їх переважного зосередження у сфері послуг або появи

<sup>1</sup> Оцінки місячних даних за допомогою фільтру Кальмана засвідчують передбачуваний прями зв'язок між підвищенням світової ціни на метал і торговельним балансом; водночас стверджується негативний вплив світової ціни на метал на промислове виробництво [98, с. 22]



Рис. 13.16. Вибрані економічні показники для економетричного оцінювання (II): а — виробництво товарів внутрішньої торгівлі  $INDQN_t$ ; б — торговельний баланс  $TRADE_t$ ,

*Примітка:* показник  $INDQN_t$ , подано у логарифмах відповідного індексу, а  $TRADE_t$  — у % від ВВП

*Джерело:* International Financial Statistics, матеріали Державного комітету України, Держкомстат України

сприятливого імпортозаміщуючого ефекту. Ю. Василенком зауважено, що ПІІ (окрім країн СНД та Балтії) обмежують імпорт [11, с. 35] і збільшують експорт [11, с. 37]. Н. Маньковська і Ю. Дін [12, с. 271—283] встановили, що український експорт збільшують ПІІ з країн ЄС у чорну металургію, деревообробну і хімічну промисловість, тоді як прямі інвестиції з країн колишньої РЕВ (в тому числі з Росією та іншими країнами СНД) і меншою мірою країн ЄС у вторинні галузі (машинобудування і харчову промисловість) збільшують імпорт. Погіршення торговельного балансу могло бути наслідком ПІІ у сектор вторинних товарів, що орієнтується переважно на внутрішній ринок і є імпортоємними. Пожвавлення промислового виробництва у Росії збільшує промислове виробництво в Україні, але виглядає нейтральним стосовно поточного рахунку або торговельного балансу (табл. 13.3). Це може означати, що пожвавлення виробництва у Росії перешкоджає збільшенню українського експорту [110, р. 94—101]<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> Водночас сприятливий ефект доходу країн — торговельних партнерів спостерігається у торгівлі з промисловими країнами [110, р. 94—101].

Отримані дані засвідчують несуперечливе поєднання зовнішньої і внутрішньої рівноваги, адже “правило 45°” спостерігається для поточного рахунку (див. табл. 13.1) і торговельного балансу (табл. 13.2). Обернений зв'язок між  $METAL_{t-1}$  і  $TRADE_t$  виглядає переконливіше, ніж для поточного рахунку, але контрастує з цілком протилежними оцінками для місячних даних [98, с. 22]. Вартує уваги, що для місячних даних нехтування чинником світової ціни на метал може створити хибний висновок про поліпшення торговельного балансу знеціненням грошової одиниці. На віддаленішу перспективу надходження від експорту металу можуть збільшувати імпорт або зменшувати несировинний експорт.

Таблиця 13.2. Чинники промислового виробництва і торговельного балансу

Незалежні змінні	Залежні змінні			
	III		IV	
	$INDUKR_t$	$TRADE_t$	$INDUKR_t$	$TRADE_t$
1	2	3	4	5
$INDUKR_{t-1}$	0,546 (3,953 <sup>*</sup> )	10,594 (2,489 <sup>**</sup> )	0,462 (3,518 <sup>*</sup> )	10,423 (2,428 <sup>**</sup> )
$INDUKR_{t-2}$	0,297 (2,296 <sup>**</sup> )	—	0,369 (3,007 <sup>*</sup> )	—
$TRADE_{t-1}$	0,002 (2,030 <sup>**</sup> )	0,417 (3,222 <sup>*</sup> )	0,003 (3,050 <sup>*</sup> )	0,676 (7,640 <sup>*</sup> )
$E_t$	—	3,520 (2,698 <sup>*</sup> )	—	—
$RERUKR_t$	—	—	—	6,694 (2,497 <sup>**</sup> )
$RERUKR_{t-1}$	—	—	-0,096 (-2,890 <sup>*</sup> )	—
$IND_t^{RUS}$	0,208 (4,493 <sup>*</sup> )	—	0,280 (5,395 <sup>*</sup> )	—
$METAL_{t-1}$	—	-9,073 (-2,782 <sup>*</sup> )	—	-5,284 (-2,467 <sup>**</sup> )
$METAL_{t-2}$	-0,092 (-2,530 <sup>**</sup> )	—	-0,082 (-2,280 <sup>*</sup> )	—
SSR	0,051	524,44	0,043	586,31
$R^2$	0,95	0,68	0,96	0,65
DW	2,00	1,81	2,19	1,99

Таблиця 13.3. Чинники виробництва у металургії і сальдо поточного рахунку

Незалежні змінні	Залежні змінні			
	V		VI	
	$INDMET_t$	$CA_t$	$INDMET_t$	$CA_t$
$INDMET_{t-1}$	0,556 (4,831 <sup>*</sup> )	-2,214 (-3,096 <sup>*</sup> )	0,616 (5,185 <sup>*</sup> )	—
$INDMET_{t-3}$	-0,332 (-2,624 <sup>**</sup> )	—	-0,372 (-2,938 <sup>*</sup> )	—
$CA_{t-1}$	0,006 (2,827 <sup>*</sup> )	0,638 (6,330 <sup>*</sup> )	0,008 (3,238 <sup>*</sup> )	0,837 (10,722 <sup>*</sup> )
$E_t$	—	10,020 (3,133 <sup>*</sup> )	—	—
$E_{t-1}$	—	-5,971 (-2,197 <sup>**</sup> )	—	—
$RERUKR_t$	—	—	—	7,452 (1,662 <sup>***</sup> )
$RERUKR_{t-1}$	—	—	—	-7,320 (-1,631 <sup>***</sup> )
$FDI_{t-2}$	0,024 (2,586 <sup>**</sup> )	—	0,025 (2,848 <sup>*</sup> )	—
$METAL_{t-1}$	0,216 (3,659 <sup>*</sup> )	—	0,190 (3,159 <sup>*</sup> )	—
$\Delta CPI_t^{GER}$	2,008 (3,230 <sup>*</sup> )	—	1,715 (2,698 <sup>*</sup> )	—
SSR	0,106	263,83	0,100	325,92
$R^2$	0,93	0,76	0,93	0,71
DW	2,20	1,95	2,25	2,09

Вплив девальвації гривні не залежить від вибору незалежної змінної —  $CA_t$  чи  $TRADE_t$ . Зниження RER є нейтральним щодо поточного рахунку, але поліпшує торговельний баланс. В обох випадках негативний вплив на промислове виробництво цілком відповідає передбаченням “залежної економіки”. Особливої уваги заслуговує вплив цінових і нецінових чинників на обсяги виробництва у металургії  $INDMET_t$ . Металургійна галузь адекватно відбиває характеристики сектора  $Q^T$ , оскільки понад 80 % виробленої продукції експортується. Загалом класифікувати окремі галузі як “чисті” компоненти секторів  $Q^T$  чи  $Q^N$  досить важко. Так, економетричні дослідження показують залежність виробництва в українському машинобудуванні від промислового виробництва у Росії, що передбачає експорт до сусідньої країни, хоча переважна більшість підприємств галузі не є

конкурентоспроможними на ринках промислових країн та більшості країн, що розвиваються. Зрозуміло, що використання показника ВВП адекватніше характеризує сектор  $Q^N$  щодо врахування сфери послуг. Для вивчення впливу на обсяги виробництва у металургії додатково використано індекс споживчих цін у Німеччині  $\Delta CPI_t^{GER}$ .

Отримані результати подано у табл. 13.3. Збільшення виробництва металопродукції принаймні не поліпшує сальдо поточного рахунку (відповідний коефіцієнт при  $INDMET_{t-1}$  є від'ємним і статистично значущим у специфікації V). Обсяги виробництва у металургії не залежать від змін номінального і реального обмінних курсів. Незалежно від вибору показника обмінного курсу — номінального чи реального, підвищення світової ціни на метал стимулює виробництво у металургійній галузі. Пряма залежність виробництва металопродукції від рівня цін у Німеччині відображає орієнтацію галузі на європейські ринки. Якщо для вибірки 1994—2001 рр. бракувало свідчень сприятливого впливу ПІІ на обсяги виробництва у металургії, то для вибірки 1994—2001 рр. такі свідчення з'являються. Обернений зв'язок між виробництвом металопродукції і поточним рахунком простежується лише у специфікації V з  $E_t$ .

Теоретична цінність моделі “залежної” економіки полягає у тому, що вона обґрунтовує декілька причинно-наслідкових зв'язків, які не виглядають такими прямолінійними у простіших моделях. Наприклад, для української економіки таким може бути припущення щодо оберненої залежності виробництва у галузях, орієнтованих на внутрішній ринок, від світової ціни на метал. У дещо іншій статистичній моделі, що враховує безпосередній вплив цінового чинника на обидва сектори —  $Q^T$  і  $Q^N$ , функціональні зв'язки є різноманітнішими (табл. 13.4). Для економетричного тестування використовувався розрахований індекс виробництва товарів внутрішньої торгівлі  $INDQN_t$  (рис. 13.14, б). До нього було зараховано машинобудування та класифікатор “інші галузі” з матеріалів Державного комітету України (хімічна, лісова, деревообробна, будівельних матеріалів та легкова галузі промисловості)<sup>1</sup>. Виробництво товарів  $Q^N$  стрімко знижувалося упродовж 1994—1995 рр., але згодом відбувалося певне збільшення — до середини 1998 р. Девальвація гривні позначилася глибоким спадом виробництва наприкінці 1998 р. — на початку 1999 р. Зі середини

<sup>1</sup> Зрозуміло, що запропонована класифікація ґрунтується на можливостях отримання відповідних даних і нехтує потенційними змінами якісного характеру. По-перше, впродовж 1990-х років модернізація багатьох підприємств легкої промисловості істотно збільшила конкурентоспроможність галузі на зовнішньому ринку. По-друге, відсутність окремих даних для хімічної промисловості не дозволила зарахувати відповідний показник у категорію товарів зовнішньої торгівлі. Оскільки кожна з галузей, класифікованих у секторах  $Q^T$  і  $Q^N$ , напевно виробляє суміш товарів внутрішньої і зовнішньої торгівлі, відповідну класифікацію варто розглядати з погляду домінуючої складової.

Таблиця 13.4. Чинники промислового виробництва, торговельного балансу і світової ціни на метали

Незалежні змінні	Залежні змінні			
	<i>INDMET<sub>t</sub></i>	<i>INDQN<sub>t</sub></i>	<i>TRADE<sub>t</sub></i>	<i>METAL<sub>t</sub></i>
<i>INDMET<sub>t-1</sub></i>	0,564 (5,412 <sup>*</sup> )	—	—	—
<i>INDMET<sub>t-3</sub></i>	-0,303 (-2,715 <sup>*</sup> )	—	—	—
<i>INDQN<sub>t</sub></i>	—	—	9,066 (2,834 <sup>*</sup> )	—
<i>INDQN<sub>t-1</sub></i>	—	0,755 (16,247 <sup>*</sup> )	—	—
<i>TRADE<sub>t-1</sub></i>	0,004 (2,802 <sup>*</sup> )	—	—	—
<i>E<sub>t</sub></i>	—	0,040 (0,624)	—	—
<i>E<sub>t-1</sub></i>	—	-0,063 (-1,098)	—	—
<i>BD<sub>t</sub></i>	—	—	0,821 (4,112 <sup>*</sup> )	—
<i>FDI<sub>t-1</sub></i>	—	—	-1,181 (-1,801 <sup>***</sup> )	—
<i>FDI<sub>t-2</sub></i>	0,019 (2,448 <sup>**</sup> )	—	—	—
<i>IND<sub>t-1</sub><sup>RUS</sup></i>	—	0,527 (5,414 <sup>*</sup> )	—	0,116 (2,426 <sup>*</sup> )
<i>METAL<sub>t-1</sub></i>	0,186 (3,178 <sup>*</sup> )	—	—	1,305 (10,303 <sup>*</sup> )
<i>METAL<sub>t-2</sub></i>	—	-0,102 (-2,312 <sup>**</sup> )	—	-0,421 (-3,467 <sup>*</sup> )
<i>BRENT<sub>t-3</sub></i>	—	—	-5,186 (-2,906 <sup>*</sup> )	—
$\Delta CPI_t^{GER}$	2,078 (3,883 <sup>*</sup> )	-0,303 (-3,301 <sup>*</sup> )	—	—
SSR	0,115	0,088	486,78	0,061
<i>R</i> <sup>2</sup>	0,91	0,94	0,69	0,79
DW	2,20	2,15	1,76	2,85

1999 р. обсяги виробництва у секторі  $Q^N$  зросли. Зі середини 2004 р. сектор  $Q^N$  зазнав певної стагнації, що цілком могла бути наслідком циклічного коригування “перегріву” економіки, однак із середини 2005 р. поновилося зростання обсягів виробництва.

У розширеній моделі стверджується нейтральність обмінного курсу щодо обсягів виробництва у металургії (табл. 13.4), а також сприятлива залежність цього показника від світової ціни на метал, рівня цін у Німеччині та США. Додатний лаговий коефіцієнт для  $INDQN_{t-1}$  засвідчує вагомості можливості збільшення обсягів виробництва у відповідних галузях української економіки. Девальвація гривні не впливає на обсяги виробництва  $INDQN_t$ , що заперечує поширені припущення щодо імпортозаміщення у попиті як чинника стимулювання виробництва. Підвищення світової ціни на метал та рівня цін у Німеччині обмежує виробництво  $INDQN_t$  з лагом у квартал, як це передбачає теоретична схема рис. 13.13. Отриманий результат посилює висновок, що цінові стимули для металургії “пригнічують” обсяги виробництва у решті галузей, які орієнтовані на внутрішній ринок.

Пряма залежність від поживлення виробництва у Росії загалом заперечує визначення показника  $INDQN_t$  як наближеної характеристики сектора  $Q^N$ . Водночас немає впливу  $IND_t^{RUS}$  на український торговельний баланс. Це може означати високу імпортоємність експорту, так що сумарне сальдо експорту-імпорту не змінюється. З іншого боку, отриману пряму залежність торговельного балансу від  $INDQN_t$  можна пояснити саме сприятливим впливом поживлення у російській економіці. Торговельний баланс не залежить від виробництва у металургії  $INDMET_t$  і світової ціни на метал, тоді як негативний вплив справляє підвищення світової ціни на сиру нафту. Залежність від сальдо бюджету відповідає раніше зробленим оцінкам “подвійного дефіциту” (розділ 3).

Порівнюючи з вибіркою 1994—2001 рр., втрачено обернений зв’язок між збільшенням виробництва в українській металургії та рівнем світових цін на метал. Підвищення світової ціни на метал внаслідок поживлення виробництва у Росії загалом відтворює позицію цієї країни не лише як світового виробника, але й потужного споживача металопродукції. Приймаючи високу матеріало- і металоємність російської промисловості (зокрема, це стосується нафтогазової галузі), збільшення промислового виробництва збільшує внутрішній попит на метали, що зменшує їх пропозицію на світовому ринку.

Отримані результати дозволяють глибше проаналізувати перехідний процес. Зі зміною цінових співвідношень структурні зрушення на користь сектора  $Q^T$ , що призвели до підвищення частки відповідних галузей у ВВП

та збільшення показника відкритості, перешкоджають збільшенню промислового виробництва. На перший погляд, це надає підстави для тверджень про “українську ринкову аномалію” як результат “змушеної” реструктуризації, за якої ринкові механізми автоматично призвели до формування “оптимальної” структури економіки при пасивній і обмеженій ролі держави [69, с. 78]. Водночас емпіричний аналіз дозволяє запідозрити симптоми “голландської хвороби”, коли збільшення експорту в підсумку “розоряє” економіку країни в цілому. Виникає парадоксальна ситуація: експортне виробництво розширюється у напрямі погіршення економічного становища. Цей та інші моменти докладніше аналізуються нижче.

## 13.6. Аналіз “голландської хвороби”

Одним із доволі несподіваних наслідків першої нафтової кризи (1973—1974 рр.) стало те, що поряд з імпортерами нафти від підвищення цін на “чорне золото” потерпіли країни-експортери енергоносіїв. Було повторено досвід Нідерландів (Голландії), де з кінця 1950-х років розробка покладів природного газу негативно позначилася на структурі експортного сектора економіки, що й зумовило назву економічного феномену — “голландська хвороба”. Вперше цей термін було використано у 1997 р. в одній із статей журналу *The Economist*.

### 13.6.1. Загальна характеристика

Механізм “голландської хвороби” полягає в одночасному підвищенні обмінного курсу та прискоренні інфляції, що завдає своєрідного “подвійного удару”. Наступне підвищення RER послаблює стимули для експорту загалом, тоді як у ньому зростає частка сировини (деіндустріалізація експорту)<sup>1</sup>. Фактично відбувається витіснення більш технологічного експорту промислових товарів сировинним експортом, тоді як підвищення рівня цін  $p_t^N$  стимулює прискорений розвиток сектора  $Q^N$ . Це викликає цілком справедливі побоювання, адже технологічний процес переважає у промислових галузях, а післявоєнний досвід засвідчує доцільність агресивного стимулювання несировинного експорту [342, р. 41—42]. Стагнація промислового виробництва і сільського господарства веде до збільшення імпорту

<sup>1</sup> На прикладі Габону видно, що за певних умов очікуваного підвищення RER може і не бути, проте це не запобігло стагнації промислового сектора і сільського господарства [321, р. 4]. Відсутність підвищення RER пояснюється участю Габону в регіональному валютному союзі CFA та девальвацією спільного для декількох країн курсу прикріплення грошової одиниці в 1994 р.



споживчих товарів. У ширшому розумінні “голландська хвороба” є прикладом витіснення природним капіталом інших типів капіталу, що гальмує економічне зростання [25, с. 53—57]. Окрім підвищення RER, негативний вплив здійснює нестабільність цін на світових ринках. Нестабільність обмінного курсу стає додатковим чинником зменшення експорту та продуктивних інвестицій<sup>1</sup>. Збільшення частки природного капіталу на 10 % знижує відкритість на 4 % від ВВП. Приймаючи сприятливий вплив відкритості на економічне зростання, це означає, що природні ресурси перешкоджають економічному зростанню через стагнацію зовнішньої торгівлі.

Упродовж 1950—1975 рр. у голландській економіці щорічне зростання ВВП становило в середньому 5 %; інфляція не перевищувала 3 % річних, а безробіття — 10 %. Понад 30 % надходжень від експорту забезпечувало високопродуктивне сільське господарство. Ситуація почала змінюватися з початком розробки газових родовищ наприкінці 1950-х років, але головні зміни відбулися після подорожчання газу в 1974—1975 рр. У 1975 р. природний газ становив усього 10 % від загального обсягу експорту, а додатне сальдо поточного рахунку перевищило 4 % від ВВП. Упродовж 1973—1978 рр. обмінний курс голландського гульдена до долара підвищився на 30 %, що не перешкодило прискоренню інфляції до 10 % у 1975 р. У прагненні запобігти підвищенню RER уряд намагався збільшити видатки бюджету<sup>2</sup>, щоб стимулювання сукупного попиту послабило грошову одиницю, однак результати виявилися протилежними очікуванням — інфляція прискорилася. Поєднання інфляції, зміцнення грошової одиниці та підвищення RER позначилося сповільненням економічного зростання (щорічне збільшення ВВП не перевищувало 1—2 %) та підвищенням безробіття.

Подібними наслідками супроводжувалося відкриття і початок промислової експлуатації значних покладів нафти у Великій Британії. Ще драма-

<sup>1</sup> Хоча тривалий час майже одноставно вважалося, що нестабільність обмінного курсу обмежує обсяги міжнародної торгівлі (підприємці намагаються мінімізувати ризик від невизначеності щодо отримання прибутку через зосередження на внутрішньому ринку, де доходи менше залежать від обмінного курсу), останнім часом з'явилася протилежна аргументація. Вплив нестабільності обмінного курсу на експорт може залежати від мікроекономічної цільової функції [164]. Якщо пріоритетним є захист від ризику, нестабільність обмінного курсу справді зменшує експорт. Проте очікуване збільшення граничної віддачі на реалізацію товарів за кордоном веде до збільшення експорту. Інше пояснення передбачає, що компанії, які потерпіли від нестабільності обмінного курсу, вживають необхідних структурних заходів для поліпшення власної ефективності і зниження ризику експортної діяльності. Таким чином нестабільність обмінного курсу зумовлює підвищення конкурентоспроможності експортерів. Проте у більшості емпіричних досліджень все-таки підтримується гіпотеза про несприятливий вплив нестабільності обмінного курсу на обсяги зовнішньої торгівлі; приміром, за даними 1975—1994 рр. це стверджується для країн ЄС та Швейцарії [165].

<sup>2</sup> Така фіскальна політика виявляє певні паралелі з Польщею (1999—2000 рр.).

тичнішими виявилися наслідки “голландської хвороби” у декількох країнах, які розвиваються: Нігерії, Мексиці, Індонезії, Камеруні, Габоні, Венесуелі. Не бракує свідчень, що “голландська хвороба” вразила сучасну російську економіку. На початку 2005 р. рейтингове агентство Standard & Poor оприлюднило висновок, що Росія стає класичною жертвою “голландської хвороби”. В іншій пострадянській країні — експортері нафти — Казахстані — упродовж одного лише 2004 р. частка обробної промисловості у загальному обсязі виробництва знизилася з 31 до 25 %, тоді як добувної промисловості зросла — з 42 до 44 %.

Післявоєнна економіка Нігерії розвивалася головним чином за рахунок працездатного аграрного сектора, який забезпечував левову частку експортних надходжень. Частка промисловості зросла до 9 % у 1976 р. проти 5 % у 1964 р. Інфляція не перевищувала 3 % річних. Все змінилося з початком інтенсивної експлуатації нафтових родовищ. У 1970 р. частка нафтового сектора становила всього 12 %, проте вже у 1974 р. зросла до 33 %, а в 1997 р. досягла 39 % від ВВП [107, р. 4—5]. Частка нафти в експорті зросла до 98 % у 1997 р., що стало логічним підсумком прогресуючої “голландської хвороби” (1970 р. — 58 %, 1973 — 83, 1993 р. — 84 %). Щоправда, у 1997 р. частка надходжень від експорту нафти у бюджеті зменшилася до 72 %, що нижче показника 1974 р. — 82 % (у 1970 р. цей показник становив всього 26 %). Зміна порівняльних переваг сприяла занепаду аграрного сектора; його частка в експорті знизилася з 90 % у 1960 р. до 8 % у 1980 р., а у ВВП — із 60 до 20 %. У 1980 р. імпорт продовольства перевищив 3 млрд дол. На тлі зміцнення місцевої грошової одиниці інфляція зросла до 18 %. Зрослі надходження від експорту нафти вважалися перманентними і використовувалися для підвищення заробітної плати у державному секторі, що провокувало відповідні вимоги у приватному секторі<sup>1</sup>. Стрімке збільшення зовнішнього боргу до критичного рівня завершило картину подій. У 1970 р. зовнішній борг становив 10 %, проте у 1986 р. зріс до 110 % від ВВП. У 1997 р. співвідношення  $D/Y$  зменшилося до 71 %. Якщо впродовж 1974—1980 рр. кумулятивне додатне сальдо поточного рахунку становило 17 %, то в наступні 1981—1995 рр. кумулятивний дефіцит збільшився до 26 % від ВВП. Одним з найпереконливіших свідчень “голландської хвороби” є те, що Нігерія донині імпортує бензин, оскільки в країні відсутня нафтопереробна промисловість.

Подібні зміни відбувалися в Габоні [321] і Мексиці [192]. У Габоні симптомами “голландської хвороби” стало збільшення державного сектора,

<sup>1</sup> Нігерія відрізнялася від промислових країн, де навпаки — збільшення заробітної плати у приватному секторі тягнуло за собою протестні вимоги вирівнювання ставок заробітної плати з боку державних службовців.

слабкість промисловості, висока урбанізація та збільшення зовнішнього боргу. В 1999—2001 рр. видобуток нафти становив 80 % експорту і забезпечував 60 % надходжень у бюджет. Частка нафтового сектора у ВВП досягла  $\frac{2}{3}$ . Це сталося за рахунок стагнації сільського господарства (до початку 1970-х років Габон вважався світовим виробником кави і какао), рибальства і місцевої промисловості. На початку 1970-х років видобуток нафти у Мексиці становив заледве 2,5 % від ВВП і забезпечував не більше 3 % податкових надходжень. Вже у 1983 р. частка державної нафтодобувної компанії PEMEX у ВВП становила 14 %, а в податкових надходженнях — понад третину. Надалі частка видобутку нафти зменшилася до 1,7 % від ВВП, проте податки від нафтової галузі (в тому числі з реалізацією нафтопродуктів) донині становлять близько третини бюджетних надходжень. Уряд президента Х. Портільйо (Jose Portillo) намагався у другій половині 1970-х років використати надходження від експорту нафти для розширення та диверсифікації виробничої бази у промисловості, але безуспішно. Ситуацію погіршили значні зовнішні запозичення. Імпорт сировини і напівфабрикатів погіршував торговельний баланс, а кошти обслуговування зовнішнього боргу — поточний рахунок. Світова криза заборгованості 1980-х років розпочалася саме у Мексиці, яка першою оголосила дефолт у серпні 1982 р.

Розраховано, що у країнах Латинської Америки упродовж 1970—1980-х рр. експорт природних ресурсів зменшив ВВП на 7 % [309, р. 46—49]. Якби не два десятиліття нафтового “буму” (1970—1990 рр.), ВВП Венесуели був би на 14 % вищим. Симптоми “голландської хвороби” спостерігалися у Таїланді (олово), Замбії та Заїрі (мідь). Для країн з невеликим населенням синонімом “голландської хвороби” є інше поняття — “кувейтський ефект”. Окрім власне Кувейту, екстремальні прояви “голландської хвороби” для малої відкритої економіки спостерігалися у Катарі. Фактично “кувейтський ефект” уособлює загострений варіант “голландської хвороби”.

Негативні наслідки “голландської хвороби” стають помітнішими у країнах, що розвиваються [25, с. 59—68]. По-перше, величезна рента у поєднанні з невизначеними правами власності, недосконалими ринками та неадекватними правовими структурами не лише відвертає ресурси від соціально продуктивної економіки, але й знищує інститути суспільства та верховенство права. Природні багатства можуть бути джерелом військових конфліктів (Ангола, Заїр, Кот-д’Івуар). У менш драматичних випадках відбувається зосередження економічної та політичної влади в руках еліти, що інтенсивно збагачується і формує таку політичну підтримку, яка послаблює демократичні засади.

По-друге, привілейований доступ до природних ресурсів посилює корупцію. Різноманітні пільги провокують конкуренцію серед шукачів ренти, що лише посилює економічні деформації. Емпіричні розрахунки показують, що збільшення частки природного капіталу на 0,15 % підвищує рівень корумпованості на 2 %<sup>1</sup>. З іншого боку, зниження рівня корумпованості на 1 % пропорційно підвищує зростання ВВП на душу населення на 1 %.

По-третє, погіршується якість економічної політики. Хибне відчуття безпеки у багатій природними ресурсами країні перешкоджає скороченню дефіциту бюджету, лібералізації зовнішньої торгівлі та іншим заходам (наприклад, поліпшенню адміністративного потенціалу чи зміцненню фінансового сектора), що гальмує економічне зростання. Як стверджує латиноамериканський жарт, багата ресурсами Бразилія є країною майбутнього і завжди нею буде. Бразильська *grandeza* як особливість менталітету владної еліти вважається однією з найбільш вагомих причин гігантизму та експансії, що завжди поєднувалися з відчутними невдачами в економічній політиці [251, р. 36].

По-четверте, занепадає соціальний (або людський) капітал, який враховує інфраструктуру та заклади суспільства у широкому розумінні — його культуру, закон, юстицію, правила та звичаї, включно з характеристикою довіри. Інший бразильський жарт твердить, що коли Творця на шостий день запитали, чому він так багато ресурсів зосереджує в одному місці, відповідь була лаконічною: “Ви ще не здогадуєтесь, яких людей я збираюся поселити на цій землі”. Високий рівень доходу, що походить не із заробітної плати, веде до недооцінки освіти або спотворення її якісних параметрів. У тій же Бразилії державні видатки на одного студента у 2—3 рази перевищують показники європейських країн, проте це ще нічого не означає. У середині 1990-х років трапився конфуз, коли виявилось, що міністр освіти не має вищої освіти (цей “недолік” з лихвою компенсували дружні стосунки з президентом).

Нарешті, відносний надлишок природних ресурсів перешкоджає заощадженням. Це стається внаслідок зниження реальної відсоткової став-

<sup>1</sup> У рейтингу світової корупції від Transparency International за 2002 р. Нігерія займала передостаннє 101 місце. На останньому місці — Бангладеш. До найбільш корумпованих країн належать Індонезія, Кенія, Ангола, Мадагаскар і Парагвай. Найменш корумпованими є Скандинавські країни (Фінляндія, Данія, Ісландія, Швеція), а також Нова Зеландія, Сінгапур і Канада. Україна поділила разом з Грузією та В’єтнамом 85—87 місце. Серед країн колишнього Радянського Союзу найвище місце у Естонії — 29. На 36 місці — Білорусь, що дещо незвично, адже авторитаризм зазвичай сприяє корупції. Від України ненабагато краща ситуація у Росії — 74 місце. Країни Східної Європи зайняли такі місця: Угорщина — 33, Польща — 49, Чехія — 52, Словаччина — 53, Румунія — 79.

ки (до цього спричиняється як зменшення попиту на капітал, так і прискорення інфляції) та повільнішого економічного зростання, як це приймається у стандартних залежностях балансу заощаджень-інвестицій (розділ 3). Недостатня акумуляція фінансових ресурсів може бути наслідком слабкості фінансових інститутів та незацікавленості уряду чи приватних осіб у мобілізації заощаджень (експорт сировини і так забезпечує надмір фінансових ресурсів). Лише Саудівська Аравія, Катар і Кувейт мають розвинені фінансові системи.

Значну небезпеку для країни з “голландською хворобою” становлять зовнішні запозичення: як на звичайних умовах, так і під заставу майбутнього експорту нафти. На перший погляд, країни з переконливим додатним сальдо торговельного балансу не потребують зовнішніх запозичень, однак більшість з них є економічно відсталими, так що зовнішні запозичення розглядаються чинником прискорення економічного зростання. Проте на практиці отримані кредити використовуються для збільшення споживання у приватному і державному секторах або примітивно розкрадаються. Відповідно довгостроковим наслідком “голландської хвороби” стає значна зовнішня заборгованість.

### 13.6.2. Теоретичне пояснення

До початку розробки природних родовищ структуру виробництва відтворює трансформаційна крива  $TN$  (рис. 13.17). Для реального обмінного курсу  $q_0$  це передбачає структуру виробництва  $Q_0^T$  і  $Q_0^N$ . Розробка значних покладів природної сировини (нафта, природний газ, мідь, олово) змінює трансформаційну криву на користь сектора  $Q^T$ . Якщо під час переходу до трансформаційної кривої  $T'N'$  дещо спрощено прийняти незмінними обсяги виробництва товарів  $Q^N$  і  $REER$ , нову виробничу програму визначає т.  $B$ . Цілом очікувано виробництво товарів зовнішньої торгівлі збільшується ( $Q_0^T \rightarrow Q_1^T$ )<sup>1</sup>. У структурі виробництва недвозначно зростає частка сектора  $Q^T$ . Мікроекономічне підґрунтя для таких структурних змін забезпечує відома теорема Рибчинського (англ. *the Rybczynski theorem*): для незмінних порівняльних цін в економіці, яка виробляє два товари, збільшення одного з чинників виробництва призводить до збільшення виробництва того товару, для якого цей чинник використовується інтенсивно. За умови збереження цінових співвідношень структура сукупного попиту не змінюється. Приймаючи рівновагу попиту і пропозиції товарів  $Q^N$ , нова виробнича

<sup>1</sup> Технічно ознакою “буму” розробки і експорту природних ресурсів як передумови “голландської хвороби” приймається зростання відповідного сектора економіки на 4 % від ВВП щонайменше впродовж трьох послідовних років [309, р. 50].

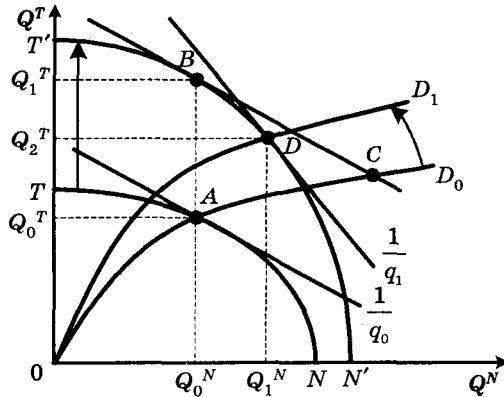


Рис. 13.17. Механізм "голландської хвороби"

програма передбачає додатне сальдо поточного рахунку ( $CA = Q_1^T - Q_0^T$ ). Для плаваючого обмінного курсу це означає зміцнення грошової одиниці, а відповідно — підвищення RER ( $q_0 \rightarrow q_1$ ). Зазначене погіршення цінових співвідношень знижує стимули для виробництва товарів  $Q^T$ , тоді як поживається виробництво у секторі  $Q^N$ . Навпаки, зміни у сукупному попиті ( $D_0 \rightarrow D_1$ ) внаслідок підвищення RER збільшують попит на товари  $Q^T$ , а попит на товари  $Q^N$  — зменшується. У підсумку обсяги виробництва і попиту на обидва товари врівноважуються (т. D). Як бачимо, збільшення виробництва товарів внутрішньої торгівлі ( $Q_0^N \rightarrow Q_1^N$ ) відбулося на тлі зменшення виробництва товарів зовнішньої торгівлі ( $Q_1^T \rightarrow Q_2^T$ ).

Для фіксованого обмінного курсу проблеми створює монетизація додатного сальдо поточного рахунку. Потенційно це збільшує внутрішню абсорбцію, а відповідно попит на обидва товари —  $Q^T$  і  $Q^N$ . Якщо виробництво товарів зовнішньої торгівлі становить  $Q_1^T$ , реальний обмінний курс  $q_0$  передбачає надлишковий попит на товари  $Q^N$  (т. C)<sup>1</sup>. Невідповідність попиту і пропозиції у секторі  $Q^N$  означатиме прискорення інфляції за рахунок внутрішніх цін (рівень цін  $p_i^T$  визначається екзогенно на світовому ринку). Комбінуючи аргументи для плаваючого і фіксованого обмінних курсів, неважко уявити ситуацію, коли в економіці з обмеженою гнучкістю обмінного курсу прискорення інфляції спостерігається на тлі зміцнення грошової одиниці. Підвищення рівня цін  $p_i^N$  стимулює трансфер ресурсів у сектор  $Q^N$ , адже реальна заробітна плата прискорено зростає у секторі  $Q^T$ , де немає можливостей підвищення рівня цін. З іншого боку,

<sup>1</sup> Точніше, збільшення доходу внаслідок експорту сировини (т. C) передбачає збільшення попиту на обидва товари —  $Q^T$  і  $Q^N$  — стосовно початкового стану макроекономічної рівноваги (т. A).

підвищення заробітної плати у секторі  $Q^T$  поширюється на сектор  $Q^N$  (робітники вимагають однакової платні, незалежно від того, у якому секторі працюють —  $Q^T$  чи  $Q^N$ ) і створює відповідне підвищення рівня цін  $p_i^N$ . Саме підвищення реальної заробітної плати вважається головною причиною стагнації експорту технологічних галузей у Великій Британії і Нідерландах [342, р. 42].

Вважаючи неповний “захист” пропозиції грошової маси плаваючим обмінним курсом<sup>1</sup>, неважко уявити ситуацію, коли зміцнення грошової одиниці поєднується з прискоренням інфляції<sup>2</sup>. Зрозуміло, що цьому сприятиме висока частка товарів  $Q^N$  у визначенні загального рівня цін (високе значення  $\gamma$  в рівнянні (9.19)). Тим паче поєднання локального зміцнення грошової одиниці з високою інфляцією варто очікувати від різноманітних варіантів регульованого обмінного курсу, орієнтованих на підтримання цінової конкурентоспроможності національних товаровиробників (читай — експортерів у сировинних галузях).

### 13.6.3. Аналітичні зауваження

Для розгляду довгострокових наслідків “голландської хвороби” важливими є три питання: 1) способи використання надходжень від експорту, 2) характер стабілізаційної політики, 3) загроза деіндустріалізації економіки. Хоча трансфер ресурсів у сектор  $Q^N$  вважається головним чинником “голландської хвороби”, не менш важливими перешкодами для економічного зростання стають проблеми з акумуляцією фізичного і людського капіталу, корупція, помилки у виборі економічної політики; брак зв'язку між експортом сировини і збільшенням заощаджень та інвестицій [309, р. 50]. Надходження від експорту сировини можуть використовуватися декількома шляхами: а) збільшення приватного і державного споживання, б) внутрішні інвестиції, в) придбання іноземних цінних паперів. Збільшення споживання може бути обумовлено політичним тиском та логікою стимулювання платоспроможного попиту, однак його наслідки зазвичай розчаровують. Набагато привабливіше виглядає збільшення інвестицій. У державному секторі це можуть бути великі інфраструктурні проекти та програми цільового розвитку важливих (з погляду чиновників) секторів економіки. Враховуючи ймовірну неефективність безпосереднього держав-

<sup>1</sup> Нагадаємо, що для ідеального вільного “плавання” грошової одиниці пропозиція грошової маси залишається незмінною (розділ 5).

<sup>2</sup> Інфляційні наслідки підвищення сукупного попиту послаблюються у разі збільшення імпорту.

ного втручання в економіку, надходження від експорту можна використати для кредитування підприємств приватного сектора.

Якщо віддача на інвестиційні проекти є незначною і доцільно обмежувати внутрішню абсорбцію, то набирає переваг інвестування отриманих надходжень від експорту за кордоном, проте ця можливість не має широкого поширення. Значними іноземними активами володіють лише Саудівська Аравія і Кувейт. Переважно за кордоном інвестуються кошти габонського Фонду майбутніх поколінь, куди відраховуються 10 % надходжень від експорту нафти<sup>1</sup>. З 2002 р. Росія теж відраховує кошти у власний стабілізаційний фонд (з лютого 2005 р. — 20 дол. з кожного бареля експортної нафти). З 2006 р. кошти стабілізаційного фонду планується інвестувати в іноземні цінні папери. Не бракує пропозицій витратити 400 млрд руб. (або  $\frac{2}{3}$  акумульованих коштів) на підтримку промисловості та зниження податкового навантаження (зокрема, ставки ПДВ до 13 %). У 2004—2005 рр. міністерство фінансів Росії визнавало можливість використання коштів стабілізаційного фонду лише з однією метою — для погашення зовнішнього боргу.

Питання про надання субсидій несировинним експортним галузям є важливим і дискусійним [342, р. 41—55]. В економіці зі збільшенням внутрішньої абсорбції державні субсидії необхідні для підтримки технологічного експорту. Передумовою такого перерозподілу ресурсів стає можливість субсидованих галузей засвоювати нові технології і працювати прибутково після припинення державного субсидування на випадок зниження світових цін на сировину або поступової втрати природних ресурсів унаслідок інтенсивного використання. Прикладом успішного використання надходжень від експорту сировини для субсидування обробної промисловості є Норвегія [8, с. 231]. Для випадку акумуляції іноземних активів під час сировинного “буму” доцільність субсидування експортних несировинних галузей значною мірою втрачається. Оскільки у майбутньому іноземні активи забезпечать належний інвестиційний дохід, що компенсуватиме втрату надходжень від сировинного експорту, можна істотно зменшити субсидування несировинного експорту (але не припинити цю практику).

Профілактика інфляційних наслідків збільшення експорту (= підвищення RER) вимагає рестрикційної фіскальної і монетарної політики. Використання політики обмінного курсу ймовірно, але “повзуче” знецінення грошової одиниці або її мікродевальвації повинні супроводжуватися обмеженням абсорбції засобами тієї ж рестрикційної фіскальної і монетарної

<sup>1</sup> Водночас емпіричні розрахунки свідчать, що ефективніше використовувати кошти Фонду для національних інвестиційних проектів [321, р. 22].



політики. Інакше намагання експортерів зберегти власну прибутковість будуть нівелюватися прискоренням інфляції. Економіка Нідерландів, приклад не лише виникнення, але й успішного подолання “голландської хвороби”. Після кожного стрибка світових цін на нафту, обсяги експорту зменшувалися, але ненадовго [25, с. 54—56]. Через 3—5 років поновлювалася тенденція до збільшення товарного експорту. Частка промислової продукції в експорті у 1998 р. збільшилася до 70 проти 50 % у 1980 р. Такого “одужання” не спостерігається у Норвегії, де обсяги експорту стабілізувалися на рівні 35—40 % упродовж 1960—1998 рр.; частка промислових товарів у експорті становить всього 30 %.

Прикладом порівняно успішного використання надходжень від експорту нафти донедавна вважалася Індонезія [212, р. 438—439]. Подібно до Нігерії, упродовж 1974—1978 рр. приблизно 60 % від надходжень від експорту нафти було використано для збільшення урядових видатків. Підвищення RER становило 33 %. Проте уряд не збільшував дефіцит бюджету і обмежував пропозицію грошової маси, що мало сприятливі антиінфляційні наслідки. Супутнє зменшення абсорбції забезпечило стабільність декількох девальвацій (1978, 1983, 1986 рр.), які не мали інфляційної “віддачі” і створили бажане зниження RER (сприятливим виявився надлишок робочої сили у сільській місцевості, що перешкоджав підвищенню реальної заробітної плати). Фізичний обсяг експорту (окрім нафти) щорічно зростав на 7 % упродовж 1972—1984 рр. З метою забезпечення самодостатності у виробництві рису зросли інвестиції у сільське господарство.

Останнім часом механізмами “голландської хвороби” пояснюють явище “деіндустріалізації” промислових країн (США, Японія, Західна Європа). Упродовж 1970—1994 рр. зайнятість у промисловості провідних промислових країн знизилася з 28 до 18 %. У США відповідний показник знизився до 16 проти 28 % у 1965 р., Японії — до 23 проти 27 % (1973 р.), країнах ЄС — до 20 проти 30 % (1970 р.)<sup>1</sup>. Очікується, що через 20 років у промисловості США буде зайнято 10 % робочої сили, а країнах ЄС і Японії — 14 %. Певні аналогії з “голландською хворобою” створює приплив капіталу. Проте варто застерегти від поширення характеристик “голландської хвороби” на будь-яке збільшення експорту, а тим паче — експортно-орієнтований розвиток загалом. Було б не правильно ідентифікувати як “голландську хворобу” збільшення експорту в економіці з диверсифікованою структурою експорту. Дехто стверджує, що механізми “голландської

<sup>1</sup> “Деіндустріалізація” розпочалася у США зі середини 1960-х років Країни Західної Європи і Японія приєдналися до процесу “деіндустріалізації” дещо пізніше — з початку 1970-х років. Проте зазначена “деіндустріалізація” не означає переходу до експорту сировини, що й зумовлює використання цього терміна у лапках.

хвороби” можуть стосуватися фактів “витіснення” традиційних секторів технологічними галузями в Ірландії, Швейцарії і Японії [160, р. 825—848].

Декілька причин пояснюють відсутність “японської” чи “корейської хвороби”: 1) неанклавний характер виробництва, 2) фіскальна дисципліна, 3) щільний зв’язок експортного сектора з рештою економіки. У випадку працездатних чи низькотехнологічних промислових товарів технологічний процес так чи інакше передбачає розгалужені коопераційні зв’язки, що не створює виразного “пригнічення” окремих галузей промисловості. В обох країнах державна підтримка приватного сектора здійснювалася у межах збалансованого бюджету, що попереджувало можливе прискорення інфляції. У випадку Японії та Південної Кореї позитивні риси можна помітити у практиці фінансово-промислових конгломератів, які значною мірою виконували функцію фінансового ринку в перерозподілі надходжень від експорту.

Сировинні галузі зазвичай менш насичені висококваліфікованими кадрами і таким чином приносять менший зовнішній результат для інших галузей [25, с. 65]. Робітники сировинних галузей мають відносно обмежену освіту і не становлять інтерес для працедавців у технологічних секторах. Переважання сировинних галузей не сприяє підвищенню рівня освіти в економіці загалом і не створює стимулів до кращого навчання як конкурентної переваги на ринку праці. Дещо парадоксально, але формальна “деіндустріалізація” промислових країн є наслідком якраз підвищеної продуктивності праці у промисловості — це пояснює понад 60 % зменшення зайнятості [298]. Частка видатків на промислові товари залишається стабільною у всіх промислових країнах. Такі технологічно прогресивні послуги, як телекомунікаційні, все більше виглядають “індустріальними”, що послаблює побоювання стосовно “деіндустріалізації”. Практично лише послуги на кшталт охорони здоров’я можна розглядати технологічно “регресивними” (тобто такими, що мають потенціал “деіндустріалізації”). На процес “деіндустріалізації” не впливають особливості торгівлі між промисловими країнами та країнами, що розвиваються. Однією з причин відмінного впливу експорту сировини на економіки країн з відмінним рівнем економічного розвитку може бути неоднакова галузева економія від масштабів виробництва в секторах  $Q^T$  і  $Q^N$  (англ. *increasing-returns-to-scale* — IRS). Якщо IRS є вищою у секторі  $Q^N$ , більше ресурсів (в тому числі надходжень від експорту) надходять у цей сектор, що створює передумови для стійкого економічного зростання [309, р. 43—76]. У разі вищої IRS для сектора  $Q^T$  залучення ресурсів переважно у цей сектор позначається “голландською хворобою” та сповільненням економічного зростання.

### 13.6.4. “Голландська хвороба” в Україні?

Окремої уваги заслуговує українська ситуація. Руйнівні механізми справжньої деіндустріалізації не можна утотожнювати з “передорученням” реструктуризації української промисловості зарубіжному фінансовому і промислому капіталу. Набагато важливішим чинником зазначеного “розорення” стала політика “слабкої” гривні, передусім упродовж 1992—1995 рр. В Україні уявна “голландська хвороба” має штучне походження. Найперше розвиток металургії стимулювався відповідною державною підтримкою. У липні 1999 р. Верховна Рада затвердила Закон “Про проведення експерименту на підприємствах гірничо-металургійного комплексу України”, який мав діяти до 1 січня 2002 р. і передбачав списання усіх штрафів і пені, зниження ставки оподаткування прибутку до 9 %, звільнення від сплати окремих зборів [51, с. 262—263]. Інші форми державної підтримки передбачали зростання кредиторської заборгованості та надання урядових гарантій для іноземних кредитів. Хоча на поверхні державні субсидії для металургів досягли поставленої мети (збільшилися обсяги виробництва, поліпшилися платежі постачальникам, зросли надходження у бюджет), справдилося побоювання, що аналіз за допомогою моделі часткової рівноваги може не охоплювати впливу на інші сектори економіки [51, с. 268—269]. Розвиток металургії може перешкоджати економічному зростанню.

У ширшому історичному контексті гіпертрофоване зростання металургії, хімії, енергетики і паливної промисловості у загальному обсязі промислового виробництва стало наслідком передевальвації грошової одиниці, яка багатьма українськими економістами розглядалася (і далі вважається) засобом оперативного поліпшення цінової конкурентоспроможності експорту і торговельного балансу. Технічно девальвація гривні створює такі ж цінові переваги, які передбачає підвищення світової ціни на метали чи безпосередня державна підтримка галузі. Надмірне знецінення грошової одиниці під час різноманітних девальваційних “епізодів”, спровокованих руйнівною фіскальною політикою, та підтримання обмінного курсу на заниженому рівні (під гаслами запобігання “критичному” зміцненню грошової одиниці) змінило структуру виробництва на користь базових галузей (вони ж — експортний сектор), тоді як загальний спад виробництва перешкодив надійному поліпшенню торговельного балансу. Упродовж 1990-х років збільшення частки експорту понад вдвічі — це очікуваний наслідок спаду виробництва внаслідок передевальвації грошової одиниці<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> Варто зауважити, що офіційне співвідношення “зовнішня торгівля/ВВП” може істотно перебільшувати показник відкритості української економіки. Для України цілком відповіда-

Стрімке знецінення карбованця дезорганізувало виробництво у секторі  $Q^N$ , тоді як перевищення пропозиції над попитом на товари  $Q^T$  замість збільшення валютних резервів позначилося доларизацією економіки.

Деіндустріалізацію української економіки створено не зміцненням грошової одиниці та відпливом ресурсів у сферу послуг, а збільшенням інвестицій у сировинні галузі. Відповідно належних фінансових ресурсів позбулися галузі потенційного експорту промислових товарів. Хоча зазначені ефекти не зовсім коректно пов'язувати з класичною “голландською хворобою”, розуміння несприятливого впливу цінового чинника на рівновагу доходу і торговельного балансу вимагає належного реагування. Важливо усвідомити, що вкладання коштів у сировинні та екологічно брудні виробництва визначається не рекомендаціями міжнародних радників і організацій, а заниженим обмінним курсом. Лише радикальне зміцнення гривні, підтримане профіцитом бюджету (це зменшить ймовірність експансійної монетарної політики та нейтралізуватиме будь-які очікування цінової і грошової нестабільності), може переорієнтувати інвестиції на високотехнологічні галузі та перешкодити скороченню науково-технологічної сфери України. Одним із наслідків “сильної” гривні якраз і стане припинення непродуктивного перерозподілу ресурсів на користь сировинних галузей.

Важливо зауважити, що неухильне збільшення енергоємності одиниці ВВП в Україні — до 1,91 кг умовного палива на початок 2000 р., тоді як у країнах ЄС цей показник становить усього 0,2 кг [69, с. 79] — аж ніяк не може бути наслідком надмірного зміцнення грошової одиниці та підвищення RER, як це передбачається “голландською хворобою”, оскільки енергоносії є товаром імпорту. Лише “слабка” грошова одиниця могла надати відсутнім в економіці ресурсам такого інтенсивного характеру. На перший погляд, це парадоксально, адже знецінення грошової одиниці мало б обмежити імпорт. Проте зазначену залежність неважко “демістифікувати”, якщо прийняти створення “слабкою” грошовою одиницею цінових стимулів для імпортоємних експортних виробництв. У такому разі первинним стає причинно-наслідковий зв'язок “експорт  $\Rightarrow$  імпорт”. Саме це засвідчує тест Гренджера (табл. 13.5). Упродовж трьох місяців обсяги експорту визначають попит на імпорт, тоді як імпорт не впливає на експорт (неможливо заперечити гіпотезу, що  $IMPORT_t$  не впливає на  $EXPORT_t$ ). Далі можливості експорту починають залежати від надходження імпорту, хоча зворотний зв'язок між експортом та імпортом не зникає (але дещо слабше).

---

ють два аргументи, які використано для пояснення подібної ситуації в китайській економіці: 1) відчутне заниження офіційного обмінного курсу стосовно паритету купівельної спроможності, 2) висока питома вага у зовнішній торгівлі операцій з давальницькою сировиною [86, с. 99].

Таблиця 13.5. Тест Гренджера для  $IMPORT_t$  та  $EXPORT_t$ 

Гіпотеза	Лаги				
	1	2	3	4	5
$EXPORT_t$ не впливає на $IMPORT_t$	10,639 (0,001*)	4,982 (0,009*)	2,700 (0,051**)	2,637 (0,040**)	2,051 (0,081***)
$IMPORT_t$ не впливає на $EXPORT_t$	0,544 (0,462)	0,046 (0,954)	0,249 (0,862)	3,121 (0,020**)	3,390 (0,008*)

Більшість українських експортерів відчутно залежать від імпорту енергоносіїв, сировини, матеріалів і комплектуючих<sup>1</sup>. Зрозуміло, що це знижує очікуваний сприятливий ефект від девальвації гривні. Отриманий результат дозволяє таку реконструкцію причинно-наслідкових зв'язків. Девальвація гривні створює початкові стимули для збільшення експорту металургії, що збільшує попит на імпорт (виробництво металу залежить від російських енергоносіїв). Через чотири місяці починає реалізовуватися зворотний зв'язок для сукупної пропозиції: імпорт визначає обсяги експорту. За таких умов годі розраховувати на помітне поліпшення торговельного балансу, а трансфер ресурсів у металургію позбавляє джерел фінансування технологічні галузі (= скорочення сукупної пропозиції).

Ознаки несприятливого зв'язку між збільшенням експорту сировини і динамікою промислового виробництва не переконають у перевагах форсованого стимулювання внутрішнього ринку. Важливо перейти від експорту сировини до збільшення експорту на основі "міцної" грошової одиниці. Переваги такого підходу переконливо ілюструє досвід Китаю [86, с. 97—110]. Перехідний процес у цій країні не позначився ні карколомним знеціненням грошової одиниці, ні галопуючою інфляцією. Китай не вдавався до позик МВФ та інших міжнародних фінансових організацій. І справа не лише у відомій "східній специфіці" (привселюдні страти корупціонерів на переповнених стадіонах) та конфуціанській етиці (повага до владних структур і взаємна відповідальність посадових осіб за добробут підлеглих, конструктивний колективізм, підвищена працелюбність). Запорукою успіху став адміністративно-керований трансфер ресурсів у сектор

<sup>1</sup> У 1999 р. підприємства паливно-енергетичного комплексу експортували власну продукцію на 1,057 млрд дол., а імпортували іноземну — на 5,441 млрд дол.; для підприємств машинобудування відповідні показники становили 1,388 дол. і 2,255 млрд дол., хімічної промисловості — 1,384 дол. і 1,459 млрд дол. [100, с. 38].

## ЧОМУ НЕ СПОСТЕРІГАЄТЬСЯ "КИТАЙСЬКА ХВОРОБА"?

За останні 20 років стрімке збільшення експорту фінансувало придбання передових технологій і поліпшило структуру економіки. Наприкінці 1990-х років частка промислової продукції в експорті досягла 90 %. Бажаній синхронізації обсягів експорту з оптимізацією його структури допомагала стабільність обмінного курсу. На початковому етапі переходу до експортоорієнтованої моделі економічного розвитку (1979—1987 рр.) відбулася поступова демонополізація і децентралізація зовнішньоторговельної системи. Створення 4-х спеціальних економічних зон (СЕЗ) від початку мало на меті збільшення промислового експорту. В квітні 1985 р. розпочато часткове повернення податків експортерам. Від оподаткування звільнялися імпортовані устаткування, сировина та комплектуючі, необхідні для експортного виробництва. Зі січня 1984 р. місцевим адміністраціям дозволялося залишати на місцях 25 % валютних надходжень, а у 1985 р. це право отримали безпосередні експортери. Упродовж 1985—1988 рр. стрімке зростання частки готової продукції в експорті з 49 до 70 % засвідчило активне використання порівняльної переваги за рахунок використання надлишкових трудових ресурсів.

На другому етапі (1988—1990 рр.) практикувалося: 1) заохочення інвестицій для виробництва машин і устаткування по виробництву експортної продукції, 2) розподіл валютних коштів з метою стимулювання експорту товарів із високим ступенем обробки, 3) звільнення від імпортного мита сировини і комплектуючих для виробництва товарів експорту. Наголос отримали легка промисловість, виробництво одягу і художньо-прикладних виробів. Особливої уваги заслуговує практика "підрядної відповідальності" місцевих адміністрацій і державних компаній перед вищими інстанціями за збільшення експорту. На третьому етапі (1990—1994 рр.) було скасовано експортні дотації (січень 1991 р.), реформовано торговельну політику й уніфіковано обмінний курс (січень 1994 р). Середню ставку імпортного мита було знижено з 43,2 % у 1992 р. до 17 % у 1999 р. Було скасовано податок на імпорт, запроваджений у 1985 р., зменшено з 1247 у 1992 р. до 385 у 1999 р. кількість товарів, що підлягали нетарифному регулюванню, істотно скорочено перелік імпортних товарів для обов'язкового ліцензування і квотування.

Зі середини 1980-х років підтримувалася система подвійного обмінного курсу, покликана субсидувати імпорт обладнання. У 1986—1987 рр. кожен долар США вимагав бюджетних дотацій у сумі 0,34 юаня, що дорівнювало майже 10 % офіційного обмінного курсу. Дотації зовнішньоторговельним підприємствам становили близько 60 % усіх державних дотацій. З часом виявилися недоліки підвищення RER та практики множинних курсів, що перешкождала ефективному розміщенню ресурсів. Упродовж 1980—1994 рр. грошова одиниця знецінилася з 3,5 до 8,7 юанів за долар, однак це виглядає

смішно на тлі порівняння обмінного курсу купонокарбованця на час запровадження (січень 1992 р.) та поточного обмінного курсу гривні. З 1994 р. Китай підтримує фіксований обмінний курс до долара.

*Джерело: Сюе Цзюнь В. Формування експортноорієнтованої моделі розвитку економіки: досвід Китаю // Економіка і прогнозування. — 2001. — № 3. — С. 99*

товарів  $Q^T$ . Цьому сприяли стабільність обмінного курсу, ресурси дисциплінованої робочої сили, підтримка експортної діяльності та порівняно невисока корупція. Вдала комбінація макроекономічної стабільності, політики відкритості та адміністративного ресурсу дозволила залучити багатомільярдні ПІІ. У 2002 р. Китай залучив 57,2 млрд іноземних інвестицій і вперше випередив за цим показником світового лідера — США.

Вражаюче збільшення китайського експорту підкреслює значення внутрішньої мотивації, на противагу перебільшеному розгляду зовнішніх чинників. На тлі китайського успіху (зі щорічним зростанням експорту на декілька мільярдів доларів) виглядають щонайменше слабкими посилення на те, що збільшенню українського експорту заважають торговельний протекціонізм у промислових країнах чи небажання “плодити конкурентів”. На прикладі Китаю важко повірити, що “всі ринки давним давно поділено”, а нас за кордоном “ніхто не чекає”. У Європі чи Північній Америці китайських експортерів так само “ніхто не чекав”, проте ефективно виробництво дозволило подолати усі перешкоди. Очевидно, що експортні ринки промислових країн є достатньо ємними, щоб щороку абсорбувати мільярди імпорту. В Україні пріоритетним на найближчу перспективу повинен стати розвиток високопродуктивного сільського господарства і на цій основі — експортноорієнтованої переробної промисловості. Сучасне сільське господарство потребує висококваліфікованих кадрів і високоякісного капіталу<sup>1</sup>, що не дозволяє твердити про симптоми “голландської хвороби” [25, с. 65]. Важливо перейти від орієнтації на внутрішній ринок (зі заміщенням імпорту продовольчих товарів з Польщі, Болгарії чи Угорщини тощо) до нарощування обсягів експорту. Стабільне аграрне виробництво має забезпечити переробну промисловість сировиною, а вироблена товарна продукція була конкурентоспроможною на зовнішніх ринках. У тій же Голландії, що демонструє приклад подолання “хвороби” власного імені, питома вага сільського господарства в експорті знову перевищує 30 %. І це аж ніяк не свідчить про “відсталість” економіки.

<sup>1</sup> Зрозуміло, що йдеться про сучасне сільське господарство, а не варіанти натурального виробництва з працесмними технологіями ХІХ ст., як це можна знайти в українському селі.

## Навчальні завдання

1. Для багатьох країн “третього світу” і трансформаційних економік залишається актуальною проблема обслуговування зовнішнього боргу. Покажіть наслідки обслуговування зовнішнього боргу в “залежній” економіці для умов фіксованого обмінного курсу. Як вплине на обслуговування зовнішнього боргу збільшення сукупної пропозиції?

2. ПП використовуються переважно для збільшення виробництва у секторі  $Q^N$  (підтримується фіксований обмінний курс). Як це вплине на основні макроекономічні показники “залежної” економіки: а) дохід, б) RER, в) сальдо рахунків платіжного балансу. Як зміниться відповідь припущенням про обернену залежність сукупної пропозиції від RER?

3. У “залежній” економіці відбувається вплив капіталу зі скороченням виробництва у секторі товарів  $Q^N$ . Сукупна пропозиція не залежить від RER. Підтримується фіксований обмінний курс. Як це вплине на основні макроекономічні показники: а) дохід, б) RER, в) сальдо рахунків платіжного балансу? Як зміниться відповідь припущенням про обернену залежність сукупної пропозиції від RER?

4. Під час “голландської хвороби” достатньо реальною є спроба запобігти підвищенню обмінного курсу за допомогою збільшення пропозиції грошової маси. Якою є мотивація зазначеного кроку? Як це вплине на основні макроекономічні показники: а) дохід, б) RER, в) сальдо рахунків платіжного балансу?

5. У Нідерландах у середині 1970-х років збільшення виробництва природного газу на шельфі Північного моря збіглося у часі зі сприятливою кон'юнктурою світових цін на енергоносії. Проаналізуйте вплив підвищення світової ціни на перебіг “голландської хвороби”.



## Рекомендована література

*Бурда М., Виплош Ч.* Макроекономіка: європейський контекст. — К.: Основи, 1998. — С. 206—219, 225—235.

*Гільфасон Т.* Природні ресурси та економічне зростання: який зв'язок? // Сприяння сталому економічному зростанню в Україні / Ш. Фон Крамон-Таубадель та І. Акімова (ред.). — К.: "Альфа-Принт", 2001. — С. 53—71.

*Gillis M., Perkins D, Roemer M.* Economics of Development. 3<sup>rd</sup> Edition. — N. Y.; London: W.W. Norton, 1992. — P. 451—458, 579—589.

---

## Розділ 14

# ПОТОКИ КАПІТАЛУ В МОДЕЛЯХ ЕКОНОМІЧНОГО ЗРОСТАННЯ

*Декілька найвідоміших моделей економічного зростання розглянуто з погляду пояснення логіки потоків капіталу. В підрозділі 14.1 проаналізовано модель Гаррода — Домара, яка була теоретичним обґрунтуванням відомого плану Маршалла. У підрозділі 14.2 викладено логіку неокласичної моделі як певної інтелектуальної альтернативи моделям з фіксованим співвідношенням між капіталом і робочою силою. Набагато інформативніша модель Солоу розглянуто у підрозділі 14.3. Структуралістська модель Тірлвалла (підрозділ 14.4) пропонує безпосередній зв'язок між обмеженнями платіжного балансу й економічним зростанням. У підрозділі 14.5 подібні аргументи розглянуто за допомогою моделі “двох дефіцитів”.*

### ЗАСАДНИЧІ ПОНЯТТЯ

модель Гаррода — Домара  
працеемні і капіталоемні технології  
гранична віддача на капітал  
конвергенція країн  
модель “двох дефіцитів”  
правило Тірлвалла  
неокласична модель

модель Солоу  
“золоте правило” заощаджень  
модель Тірлвалла  
торговельний мультиплікатор Гаррода  
імпортозаміщуюча індустріалізація

## 14.1. Модель Гаррода — Домара

Модель Гаррода — Домара (англ. *the Harrod — Domar model*) було розроблено як зручний засіб інтерпретації проблем економічного зростання у кейнсіанському дусі<sup>1</sup>. Початково зазначена модель використовувалася для пояснення зв'язку між економічним зростанням і безробіттям у промислових країнах, однак згодом акценти змістилися у бік пояснення залежності економічного зростання від інвестицій для країн, що розвиваються [212, р. 43—49]. Зasadничі припущення моделі Гаррода — Домара є такими: 1) постійне співвідношення між капіталом і робочою силою, 2) постійне співвідношення між капіталом і обсягами виробництва. З урахуванням прямої пропорційності між капіталом і обсягами виробництва отримуємо

$$Y = \frac{K}{k}, \quad (14.1)$$

де  $Y$  — обсяги виробництва (дохід),  $K$  — вартість акумульованого капіталу,  $k$  — коефіцієнт пропорційності між капіталом і обсягами виробництва.

Рівняння (14.1) можна переписати

$$\Delta Y = \frac{\Delta K}{k}. \quad (14.2)$$

Після ділення лівої і правої частин рівняння (14.2) на  $Y$  отримуємо

$$\frac{\Delta Y}{Y} = \frac{\Delta K}{Y} \cdot \frac{1}{k}. \quad (14.3)$$

Легко помітити, що  $y = \Delta Y/Y$  — це темп зростання виробництва, а  $\Delta K$  — обсяги інвестицій упродовж визначеного періоду часу ( $I = \Delta K$ ). Відповідно  $i = I/Y$  — це норма інвестування. Якщо прийняти визначення інвестицій лише внутрішніми заощадженнями ( $i = s$ ), рівняння (14.3) запишеться так:

$$y = \frac{s}{k}. \quad (14.4)$$

Економічна інтерпретація рівняння (14.4) є цілком прозорою: темп економічного зростання залежить від показника заощаджень та коефіцієнта пропорційності між капіталом і обсягами виробництва. Наявність

<sup>1</sup> Її сформулювали незалежно один від одного англійський економіст Р. Гаррод (Roy Harrod) та американський дослідник О. Домар (Evsey Domar) у 1940-х роках.

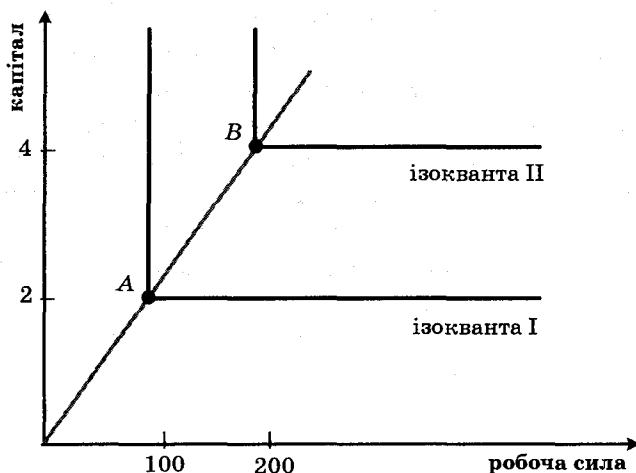


Рис. 14.1. Модель Гаррода — Домара

можливостей акумуляції капіталу приймається визначальною характеристикою економічного зростання. Виробнича функція Гаррода — Домара є  $L$ -подібною (рис. 14.1). Це означає, що обидва чинники виробництва —  $K$  і  $L$  — використовуються у фіксованій пропорції, яка не змінюється з часом. Модель Гаррода — Домара пов'язує прискорення економічного розвитку зі збільшенням капіталу, який дозволяє ініціювати подальше безперервне збільшення ВВП. Якщо немає можливостей внутрішньої мобілізації необхідних заощаджень, джерелом економічного зростання можуть стати лише зовнішні джерела (іноземна допомога, позики комерційних банків, прямі та портфельні інвестиції). Надходження капіталу мають бути значними, щоб перевищити певну мінімальну “критичну масу” — не менше 12—15 % від ВВП [64, с. 150]. Інакше зростає ймовірність “проїдання” отриманого капіталу. Прихильників такої позиції не бракує в Україні. Є. Марчук [56, с. 33] стверджував, що суми кредитів, навіть у 2 млрд дол., майже невідчутні для вітчизняної економіки. Подібним чином В. Коломойцевим [42] зауважено, що “капельні” кредити не дозволяють поліпшити стан справ у економіці, а для вагомого результату “треба стати Мексикою”. Йдеться про те, що у 1995 р. цій країні надали понад 40 млрд дол. для подолання наслідків фінансової кризи. З іншого боку, саме значні надходження іноземного капіталу в 1993—1994 рр. стали однією з найвагоміших передумов погіршення платіжного балансу Мексики. Подібним чином у Бразилії приплив капіталу відвернув увагу від подолання дефіциту бюджету, що матеріалізувалося у девальвації реала (січень 1999 р.). Очевидно, що підсумковий результат залежить не так від обсягів отриманого капіталу, як від здатності ефективно використати отримані кошти.

У кейнсіанському дусі надходження капіталу мали підвищити платоспроможний попит і таким чином надати додатковий імпульс економічному зростанню. Не виключалося “освічене” державне втручання в економіку з метою найкращого використання отриманого капіталу в найбільш перспективних галузях. Логіка моделі Гаррода — Домара прекрасно узгоджувалася з результатами плану Маршалла, який дозволив оперативно відбудувати зруйновані Другою світовою війною економіки західноєвропейських країн<sup>1</sup>. Програму економічного відновлення Західної Європи (англ. *the European Recovery Plan*) запропонував 5 червня 1947 р. під час виступу в Гарвардському університеті американський генерал Д. Маршалл (George Marshall), який працював державним секретарем в адміністрації президента США Г. Трумена (Harry Truman). План Маршалла передбачав надання економічної допомоги 17-ти країнам і вважається важливим чинником поновлення зростання ВВП та підвищення життєвого рівня у країнах-реципієнтах. Надання перших 5 млрд дол. було схвалено Конгресом США навесні 1948 р., а всього європейські країни отримали 30 млрд дол. Хоча план Маршалла забезпечив лише 10—20 % фінансових ресурсів країн-реципієнтів [225, р. 425], до 1950 р. у країнах Західної Європи практично зникла інфляція, а сумарний ВВП збільшився зі 120 до 159 млрд дол. (або на 32 %). Довоєнний рівень виробництва було перевищено у промисловості на 40 %, а у сільському господарстві — на 11 %. Планом Маршалла передбачалася лібералізація торгівлі та платежів між країнами Західної Європи. Його головним результатом вважається не так поновлення економічного зростання, як створення платіжного союзу для 16 західноєвропейських країн [273]. Заохочувався американський стиль менеджменту і пропагувалися переваги поліпшення співпраці підприємницьких кіл з урядовими структурами.

Попри теоретичну простоту (не враховано ціни, ступінь відкритості, урядові видатки), один з варіантів моделі Гаррода — Домара (модель RMSM) донині використовується Світовим банком і МВФ для середньострокового прогнозування темпу економічного зростання [294, р. 11—12]<sup>2</sup>. Мінімальний (або “песимістичний”) темп економічного зростання розраховується як віддача на нові інвестиції (з урахуванням коефіцієнта пропорційності  $k$ ). Якщо внутрішні заощадження і приплив капіталу не забезпечують прийняттого економічного зростання, це передбачає заходи для збільшення заощаджень (розділ 3).

<sup>1</sup> Для Японії аналогом плану Маршалла був план Доджа (англ. *the Dodge Plan*).

<sup>2</sup> Не бракує спроб поєднати на теоретичному рівні модель економічного зростання RMSM зі стандартною монетарною моделлю платіжного балансу, однак отримані результати є доволі складними для практичної інтерпретації [294, р. 12].

Припущення моделі Гаррода — Домара щодо прямого зв'язку між інвестиціями та економічним зростанням стверджується емпірично. Наприклад, для даних 1965—1990 рр. було отримано таку залежність [64, с. 149]:

$$(\Delta I / I) = -1,8 + 2,03(\Delta Y / Y), \quad R^2 = 0,90, \quad (9,18^*) \quad (14.5)$$

де  $Y$  та  $I$  — ВВП та інвестиції на душу населення.

За останні десятиліття найвищими інвестиціями і зростанням ВВП (понад 5 % на рік) характеризуються Південна Корея, Китай, Індонезія та інші країни Південно-Східної Азії. Деяко нижчими виявилися показники Таїланду, Японії і Бразилії. У промислових країнах щорічне зростання ВВП на рівні 2,5 % поєднувалося зі зростанням інвестицій на 3 %. У країнах Латинської Америки відповідні показники становили 1,8 і 2 %. Найгіршими виявилися показники країн Африки, де 0,2 % середньорічного зростання ВВП спостерігалось на тлі щорічного зростання інвестицій на 0,8 %. Проте варто зауважити: механічне збільшення капіталу не гарантує стійкого економічного зростання. Так, у 1970-х роках зовнішні запозичення дозволити Єгипту збільшити сукупні заощадження до 20 % проти 10 % від ВВП у 1963—1973 рр. [121, р. 13]. Інвестиції у 1977—1979 рр. зросли до 24 % проти зазедве 14 % від ВВП упродовж 1963—1973 рр. Підвищення співвідношень “капітал/ВВП” дозволило подвоїти темп економічного зростання, але загрозово зросла зовнішня заборгованість Єгипту. В 1978 р. зовнішній борг збільшився до 70 % проти 48 % від ВВП у 1973 р. Через декілька років Єгипет опинився між країнами, що потерпіли від кризи заборгованості 1980-х років. Головною причиною стала низька ефективність зовнішніх запозичень.

Порівняння показників економічного зростання та інвестицій у групі країн з ВВП на душу населення в межах 750—655 дол. за 1996—1998 рр. показує, що збільшення ВВП більше залежить від інституційно-географічних чинників, ніж акумуляції капіталу [322, р. 20—22]. Наприклад, у 1996—1998 рр. інвестиції в Україні та Росії перевищували 23 % від ВВП, проте щорічний спад виробництва становив 8 і 6 % відповідно. У більшості країн Східної Європи стагнація виробництва спостерігалася на тлі високих інвестицій: Албанія — 32 %, Словаччина — 31, Чехія — 28, Литва — 26 % від ВВП. Деяко нижчими виявилися показники Румунії — 22 %, Угорщини — 21 і Болгарії — 17 % від ВВП. Водночас чимало країн зі середнім темпом економічного зростання (понад 3 %) характеризувалися достатньо невисоким рівнем інвестицій: Уругвай — 12 %, Болівія — 13, Колумбія — 16, Мексика — 17, Аргентина — 18 % від ВВП. У Сирії

щорічне зростання ВВП з темпом 7 % відбувалося в економіці з часткою інвестицій у ВВП на рівні 16 %. Проте залежність між інвестиціями та економічним зростанням виглядає дуже промовистою для країн-лідерів: Китай — 32 і 10 %, Чилі — 27 і 7 %, Малайзія — 35 і 8 %, Таїланд — 38 і 8 %, відповідно. Очевидно, що напередодні фінансової кризи 1997 р. у Таїланді більшість інвестицій були неефективними і не забезпечували належного приросту доходу. В цьому Таїланд виявився подібним до економік країн колишнього Радянського Союзу, де досягнуте збільшення інвестицій ще не гарантує прискорення економічного зростання.

## 14.2. Неокласична модель

У неокласичній моделі головними рушійними силами економічного зростання стають внутрішні інвестиції. Засадничою характеристикою неокласичної моделі є гнучке співвідношення між капіталом і робочою силою (рис. 14.2). Це передбачає використання виробничої функції Кобба — Дугласа

$$Y = AK^{\beta}L^{1-\beta}, \quad (14.6)$$

де  $K$  — капітал,  $L$  — робоча сила,  $A$  — технологічний прогрес.

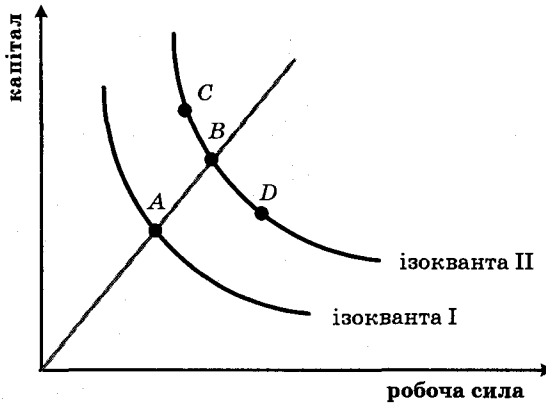


Рис. 14.2. Неокласична модель економічного зростання

Рівняння (14.6) передбачає постійну віддачу від масштабу виробництва, з незмінною еластичністю заміщення чинників виробництва. Нестачу капіталу можна компенсувати використанням робочої сили у межах незмінної виробничої функції. Технологічний прогрес є нейтральним стосов-

но чинників виробництва і не впливає на коефіцієнт заміщення між капіталом і робочою силою. Запропонована взаємодія чинників виробництва адекватно відображає економічні реалії країн з високою щільністю населення, нестачею капіталу та браком природних ресурсів. Необмеженість пропозиції робочої сили зазвичай пояснювалася низькою кваліфікацією осіб працездатного віку, а відповідно — можливістю платити працюючим нижчу заробітну плату (на рівні прожиткового мінімуму).

Неокласична модель враховувала дуалізм країн, що розвиваються, а саме: поєднання відсталого аграрного сектора зі сучасними промисловими галузями промисловості [64, с. 146]. У ширшому розумінні це відображало протистояння між капіталістичною і некапіталістичними економічними системами, розвинутою Північчю і відсталим Півднем, товарним і нетоварним товарообміном. У “традиційному” сільському господарстві використовують переважно відсталі технології, а продуктивність праці залишається вкрай низькою. Місцеві звички і традиції перешкоджають запровадженню передової агрономії. Промисловий сектор виникає у вигляді своєрідного “анклаву”, оточеного відсталим неринковим середовищем. У промисловому секторі діють ринкові механізми, коли вже не середня, а гранична віддача на робочу силу визначає рівень реальної заробітної плати. Така зміна передбачає ширше залучення робочої сили у виробничий процес.

У неокласичній моделі темп економічного зростання можна контролювати шляхом визначення гнучкіших пріоритетів для окремих галузей і секторів. Фактично перед країнами, що розвиваються, відкриваються дві взаємодоповнюючі можливості: 1) збільшення заощаджень та 2) розвиток працездатних галузей. Головним для економічного зростання стає перерозподіл ресурсів з аграрного сектора у промисловість. Гармонійне поєднання існуючих можливостей свідчить на користь використання працездатних технологій, реалізації працездатних проектів у будівництві та розвитку інфраструктури, стимулювання внутрішньої міграції робочої сили, мобілізації внутрішніх заощаджень, фінансової лібералізації.

Використання трудоємних технологій призводить до залучення робочої сили у промисловість зі сільського господарства. У країнах з низькою вартістю робочої сили експорт трудомістких товарів дозволяє отримати валютні надходження, які згодом можуть використовуватися для збільшення технологічного імпорту, стимулювання внутрішнього попиту і підвищення продуктивності праці. З погляду збільшення заощаджень деякі прихильники неокласичної моделі підтримували нерівномірність розподілу доходу (або майнове розшарування). Аргумент ґрунтувався на припущенні, що схильність до заощаджень підвищується у міру збільшення доходу.



Відповідно майнове розшарування мало сприяти збільшенню інвестицій. Проте у багатьох країнах, що розвиваються, такій залежності перешкоджає підвищене споживання престижних товарів більш заможними прошарками населення. Фінансова лібералізація повинна подолати ще один дуалізм: фінансового ринку. Для більшості країн важко використати заощадження в аграрному секторі, який зазвичай є головним джерелом надходжень від експорту, для продуктивних інвестицій в інших секторах економіки (в тому числі у тих галузях промисловості, які забезпечують сільське господарство необхідними чинниками виробництва).

Недоліки неокласичної моделі прийнято пояснювати відмінною “якістю” людського матеріалу в промислових країнах і країнах, що розвиваються, та обмеженнями працеемних технологій [64, с. 149—150]. Окрім підвищеної зацікавленості престижними товарами, підприємницька еліта у “третьому світі” не відрізняється діловими характеристиками, відповідальністю і дисципліною. Пошук спекулятивного доходу домінує над мотивацією отримання прибутку від інвестиційної діяльності. Пересічний працівник також є далеким від ідеалу: невисока виробнича дисципліна, відсутність ініціативи, слабка мотивація, “нездоровий” спосіб життя тощо. Використання трудоемних технологій може сповільнити технологічний прогрес і закріпити підпорядковане становище у міжнародному розподілі праці. З іншого боку, надмірний розвиток цих виробництв може призвести до необґрунтованого підвищення вартості робочої сили, інфляції та соціальної напруги. Для сталого економічного розвитку потрібно збалансоване поєднання трудомістких і капіталоемних технологій. Економічний успіх Південної Кореї, Тайваню і Гонконгу пояснюється саме таким вдалим переходом.

Отриманню доходу від експорту трудоемної аграрної продукції може перешкодити висока цінова еластичність відповідних товарів (див. розділ 7). Окрім того, ефективність експорту для країн, що розвиваються, може знижуватися діяльністю ТНК. Найперше загрозу становить трансфертне ціноутворення, коли вартість імпорту завищується, а експорту — занижується. По-друге, симетричне підвищення заробітної плати в “анклавному” експортному секторі та решті галузей перешкоджає збільшенню виробництва у галузях, орієнтованих на внутрішній ринок. По-третє, виробництво сировинних і нетехнологічних товарів зберігає залежність від погіршення умов торгівлі (гіпотеза Пребіша — Зінгера).

## 14.3. Модель Солоу

У певному розумінні модель Солоу є динамічним розширенням неокласичної моделі, що враховує баланс заощаджень-інвестицій<sup>1</sup>. Точніше, неокласичне трактування сукупної пропозиції поєднується зі специфікацією сукупного попиту в кейнсіанському дусі. Окрім заощаджень, чинниками економічного зростання визнаються темп народонаселення та технологічний прогрес. Аналітичні аргументи моделі Солоу легко використати для пояснення потоків капіталу та проблем економічного зростання країн, що розвиваються.

### 14.3.1. Структура моделі

Вихідною конструкцією моделі Солоу є стандартна виробнича функція

$$Y = f(K, L, T, A), \quad (14.7)$$

де  $T$  — земельні та інші природні ресурси (значення інших змінних збережено).

Пропозиція товарів і послуг залежить від наявного капіталу та інших ресурсів, в тому числі робочої сили. Порівняно самостійне значення відіграє технологічний чинник. Якщо знехтувати чинником  $T$  і запровадити поняття “ефективної робочої сили”  $AL$ , рівняння (14.7) можна переписати

$$Y = f(K, AL), \quad (14.8)$$

що спрощує математичний запис моделі. На відміну від виробничої функції (14.5), технологічний прогрес обмежується поліпшенням продуктивності робочої сили<sup>2</sup>. З урахуванням постійної віддачі на капітал і робочу силу (або віддачі від масштабу)<sup>3</sup>, рівняння (14.8) в інтенсивній формі запишеться як

$$y = f(k), \quad f' > 0, \quad f'' < 0, \quad (14.9)$$

де  $y = Y/AL$ ;  $k = K/AL$ .

Показник  $y$  означає продуктивність праці, а  $k$  — капіталоозброєність

<sup>1</sup> Г. Манків [53, с. 108—154] подає ширший виклад моделі Солоу, з докладнішою інтерпретацією окремих елементів, численними образними порівняннями та прикладами.

<sup>2</sup> Для функції Кобба — Дугласа обидва трактування нейтральності технологічного прогресу не відіграють істотного значення для визначення функціональних залежностей.

<sup>3</sup> Математично це означає, що  $zY = f(zK, zL)$  для будь-якого додатного значення  $z$ . Інакше кажучи, збільшення чинників виробництва у  $z$  разів тягне за собою пропорційне збільшення виробництва у  $z$  разів.

одного ефективного працівника (з урахуванням технологічного чинника). Виробнича функція має стандартні неокласичні характеристики: додатний граничний продукт (англ. *positive marginal product*) та спадну віддачу від масштабу виробництва (англ. *diminishing returns to scale*). Умова  $f' > 0$  означає, що капіталоозброєність ефективної одиниці робочої сили підвищує продуктивність праці. Інша умова,  $f'' < 0$ , означає спадний характер зазначеної залежності. Графічно функціональну залежність (14.9) проілюстровано на рис. 14.3. Нахил виробничої функції  $y = f(k)$  показує граничну віддачу на капітал; зі збільшенням капіталоозброєності гранична віддача на капітал спадає. У міру збільшення капіталу на одного працівника ( $\uparrow k$ ) кожна додаткова одиниця капіталу забезпечує менший приріст продукції.

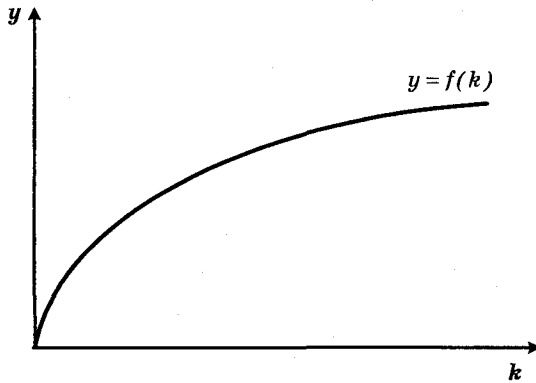


Рис. 14.3. Виробнича функція в інтенсивній формі

З урахуванням динаміки народжуваності та технологічного прогресу

$$\dot{L} = nL, \quad (14.10)$$

$$\dot{A} = gA, \quad (14.11)$$

де  $\dot{L}$  — зростання кількості населення;  $\dot{A}$  — технологічний розвиток.

Кількість працюючих, що ототожнюється із загальним населенням країни, зростає з темпом  $n$ . Значення  $g$  характеризує швидкість працездатного технологічного прогресу. Для визначення динаміки зростання капіталу  $K$  скористаємося відомими залежностями балансу заощаджень-інвестицій

$$Y = C + I = C + sY \quad (14.12)$$

або

$$C = (1 - s)Y, \quad (14.12, a)$$

де  $s$  — норма заощаджень ( $0 < s < 1$ ).

Значення  $s$  показує частку доходу, яка заощаджується економічними агентами; відповідно частка доходу  $(1 - s)$  витрачається на приватне споживання. Якщо рівень доходу не змінюється ( $Y = \text{const}$ ), підвищення норми заощаджень супроводжується зменшенням приватного споживання. Після підстановлення (14.12, a) у (14.12) неважко переконатися, що

$$I = sY. \quad (14.13)$$

З урахуванням  $\dot{K} = I$  та амортизації капіталу отримуємо

$$\dot{K} = sY - \delta K, \quad (14.14)$$

де  $\delta$  — норма амортизації основних засобів (показує частину капіталу, яка вибуває кожного року).

Повертаючись до показника капіталоозброєності  $k = K / AL$ , відповідна динамічна залежність становить

$$\dot{k} = \frac{\dot{K}}{AL} - \frac{K}{(AL)^2} [AL\dot{L} + L\dot{A}] = \frac{\dot{K}}{AL} - \frac{K}{AL} \cdot \frac{\dot{L}}{L} - \frac{K}{AL} \cdot \frac{\dot{A}}{A}. \quad (14.15)$$

Помічаючи, що  $k = K / AL$ ,  $n = \dot{L} / L$  і  $g = \dot{A} / A$ , після підставлення у рівняння (14.15) виразу для  $\dot{K}$  з рівняння (14.14) отримуємо

$$\dot{k} = sy - (n + g + \delta)k \quad (14.16)$$

або

$$\dot{k} = sf(k) - (n + g + \delta)k. \quad (14.16, a)$$

Рівняння (14.14) є аналітичним підсумком моделі Солоу, що характеризує динаміку капіталоозброєності для діючих значень  $s$ ,  $n$ ,  $g$  і  $\delta$ . Темп зростання капіталоозброєності одного ефективного працівника залежить від норми заощаджень та темпу вибування капіталу за рахунок амортизації основних засобів, приросту населення та швидкості технологічного прогресу. Приріст капіталу за рахунок збільшення заощаджень врівноважується чинниками вибування капіталу, що дозволяє отримати рівноважні характеристики капіталоозброєності та продуктивності праці. У рівноважному стані  $\dot{k} = 0$ , що зумовлює

$$sf(k^*) = (n + g + \delta)k^*, \quad (14.17)$$

де  $k^*$  — значення капіталоозброєності у рівноважному стані (або рівноважне значення капіталоозброєності).

Показник  $k^*$  характеризує збалансоване економічне зростання. Рівновага економічної системи є динамічною, оскільки основні економічні показники змінюються з визначеним темпом. У стані рівноваги обсяги капіталу і доходу, відповідно  $K$  і  $Y$ , зростають з темпом  $n + g$ , який дорівнює темпу зростання ефективної робочої сили  $AL$ . Продуктивність праці зростає з темпом  $g$ , який уособлює технологічний прогрес. Для виробничої функції  $Y = K^\alpha (AL)^{1-\alpha}$  неважко показати, що рівноважне значення капіталоозброєності становить

$$k^* = \left( \frac{s}{n + g + \delta} \right)^{\frac{1}{1-\alpha}}. \quad (14.18)$$

Оскільки  $Y / AL = y = k^\alpha$ , для рівноважного стану справджується

$$\frac{Y}{L} = A \left( \frac{s}{n + g + \delta} \right)^{\frac{\alpha}{1-\alpha}}. \quad (14.19)$$

Якщо врахувати  $A/A_0 = g$ , логарифмування виразу (14.19) для рівноважної продуктивності праці забезпечує такий результат:

$$\ln(Y / L) = \ln(A_0) + tg + \frac{\alpha}{1-\alpha} (\ln(s) - \ln(n + g + \delta)), \quad (14.20)$$

де  $t$  — змінна часу.

Рівняння (14.20) використовується для емпіричного тестування моделі Солоу. Дані 195 країн за 1960—1985 рр. показують, що: а) на статистично значущому рівні простежується прямий зв'язок між  $s$ ,  $n$  і  $y$  та ВВП на душу населення; б) коефіцієнти при  $\ln(s)$  та  $\ln(n + g + \delta)$  є приблизно рівними, але з протилежним знаком; в) відмінності  $s$  і  $n$  пояснюються відмінностями у доході на душу населення [64, с. 143]. Загалом не заперечуються припущення щодо збільшення обсягів виробництва на душу населення внаслідок збільшення норми заощаджень, нижчого темпу народжуваності та сповільнення амортизації капіталу.

Традиційно значення  $\alpha$  приймалося у межах 0,3—0,4, що відповідає частці капіталу в національному доході промислових країн. Проте найновіші емпіричні дослідження показують, що частка капіталу у вироб-

ництві є набагато вищою і помітно залежить від регіональних особливостей [316, р. 129—157]. Цілком передбачувано значення  $\alpha$  є найвищим у промислових країнах (рис. 14.4). Незалежно від методу розрахунку — для рівнів чи перших різниць виробничої функції, значення  $\alpha$  є близьким до 0,6. Частка капіталу в Східній Азії виглядає найнижчою, це можна пояснити надлишком робочої сили. Достатньо високою часткою капіталу характеризуються країни Латинської Америки. Середнє значення  $\alpha$  для вибірки 66-ти країн становить 0,55 (рівні) та 0,53 (перші різниці).

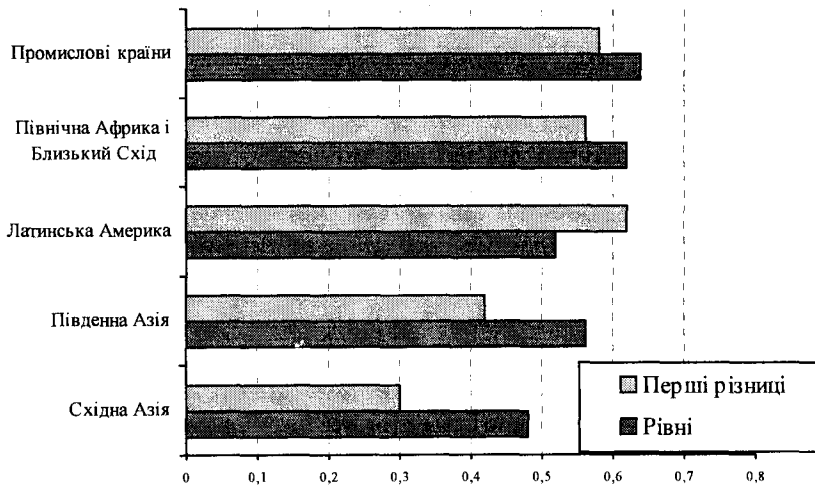


Рис. 14.4. Частка капіталу у виробничій функції для окремих регіонів

**Примітка:** для кожного регіону подано значення  $\alpha$ , які розраховано для рівнів та перших різниць виробничої функції

**Джерело:** Senhadji A. Sources of Economic Growth: An Extensive Growth Accounting Exercise // IMF Staff Papers. — Vol. 47. — No. 1. — 2000. — P. 140

Частка капіталу є невисокою у Бангладеші — 0,17; Ірані — 0,25; Аргентині — 0,33; ПАР — 0,37. Натомість у більшості промислових країн цей показник є набагато вищим: Норвегія — 0,89; Італія — 0,79; Фінляндія — 0,78; Німеччина — 0,72; США — 0,68; виняток Швейцарія — всього 0,32. Деяко незвичним є високе значення  $\alpha$  для окремих країн, що розвиваються: Ізраїль — 1,0; Індія — 0,72; Туреччина — 0,62; Єгипет — 0,57. Зауважуючи, що  $\alpha = (\partial Y / \partial K) / (K / Y)$ , високе значення цього показника може пояснюватися як підвищеною віддачею на капітал  $\partial Y / \partial K$ , так і невисокою капіталоемністю  $K / Y$  зазначених економік.

Графічну інтерпретацію моделі Солоу подано на рис. 14.5. Крива  $y = sf(k)$  показує залежність виробництва (продуктивності праці), а лінія  $(n + g + \delta)k$  —

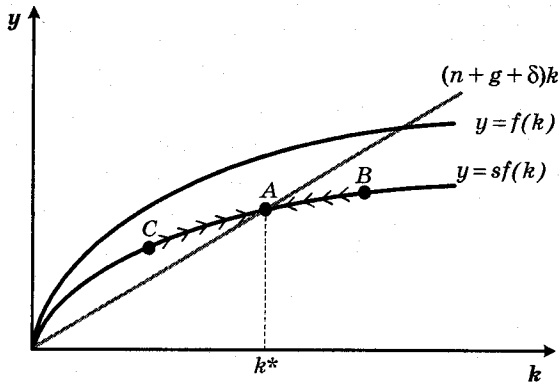


Рис. 14.5. Рівноважне значення інвестицій та амортизації

залежність сумарної величини амортизаційних чинників від обсягу капіталу на одиницю ефективної робочої сили. Для рівноважного рівня капіталоозброєності  $k^*$  величина інвестицій дорівнює величині амортизації. Аналіз динаміки показника капіталоозброєності  $k$  засвідчує його конвергенцію до рівноважного значення  $k^*$ . Відповідно у рівноважному стані стає сталою продуктивність праці  $y^* = f(k^*)$ . Якщо рівень капіталоозброєності відрізняється від  $k^*$ , відбувається повернення до рівноважного стану. Зauважимо, що недостатній рівень капіталу на одного працівника ( $k < k^*$ ) передбачає вищу віддачу на капітал (т. С), а відтак — доцільність збільшення інвестицій. Навпаки, занадто високий рівень капіталу ( $k > k^*$ ) означає зниження віддачі на капітал і появу стимулів для зменшення капіталоозброєності (т. В). За цих умов амортизація існуючого обсягу капіталу перевищує отриманий дохід, що створює тенденцію повернення до рівноважного стану ( $k = k^*$ ).

Поширено ілюструвати висновки з моделі Солоу досвідом післявоєнного зростання економік Японії та Німеччини. Зниження капіталоозброєності до нижчого від рівноважного рівня ( $k < k^*$ ) внаслідок руйнувань Другої світової війни призвело до підвищення віддачі на капітал та значного перевищення наявними інвестиціями норми амортизації. Надалі у міру акумуляції капіталу знижувалася віддача на капітал, що мало сповільнити темп економічного зростання. Використовуючи цю логіку, бідніші країни повинні зростати швидше, оскільки характеризуються вищою віддачею на капітал. З часом повинна відбуватися конвергенція країн до певного рівноважного рівня капіталоозброєності.

Ілюстрацією теоретичних передбачень моделі Солоу може бути порівняння темпів економічного зростання у США і Канаді [310, р. 26—30]. Упродовж 1961—1973 рр. середньорічне зростання ВВП у Канаді становив-

ло 5,5 %, а у США — 4 %. Проте продуктивність праці у Канаді зростала майже вдвічі вищим темпом — 3,3 % проти 1,7 % у США. Упродовж 1973—1995 рр. темпи економічного зростання в обох країнах істотно сповільнилися: Канада — 2,6 %, США — 2,3 %. Так само уповільнилися темпи зростання продуктивності праці: Канада — 1,1 %, США — 0,8 %. Як поступове сповільнення темпу економічного зростання у розвинутих країнах, так і прискорене зростання економіки з нижчим рівнем ВВП на душу населення (Канада) відповідають логіці моделі Солоу<sup>1</sup>.

Як бачимо з виразів (14.18) і (14.19), збільшення  $s$  підвищує рівноважні значення капіталоозброєності та продуктивності праці. Припустімо, що нормі заощаджень  $s_0$  відповідає рівноважне значення капіталоозброєності  $k_0^*$  (рис. 14.6). Збільшення норми заощаджень ( $s_0 \rightarrow s_1$ ) створює негайне перевищення інвестицій над амортизацією на рівні капіталоозброєності  $k^*$  (т.  $A'$ ), що збільшує дохід на одного працюючого. Відповідно виникають стимули до підвищення рівня капіталоозброєності. Під час досягнення нового рівноважного стану ( $k_0^* \rightarrow k_1^*$ ) збільшення інвестицій супроводжується подальшим збільшенням доходу. Приріст капіталу дорівнює його зменшенню за рахунок амортизаційних чинників (т.  $B$ ).

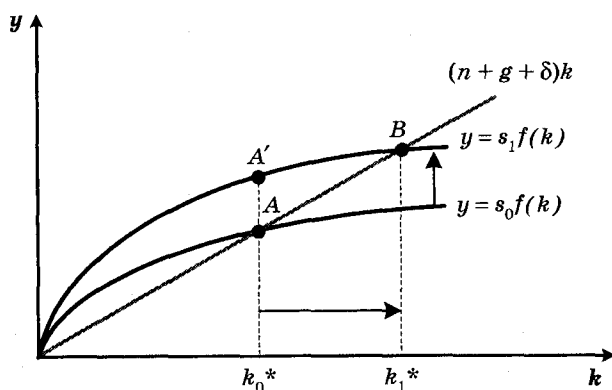


Рис. 14.6. Рівноважне значення інвестицій та амортизації

Таким чином збільшення заощаджень стає інструментальним чинником збільшення обсягів капіталу та рівня доходу. Відповідно чинники збільшення заощаджень (розділ 3) стають не лише запорукою рівноваги сальдо поточного рахунку, але й засадничою передумовою економічного

<sup>1</sup> Пояснення відмінностей у темпах економічного зростання США і Канади не обмежується сповільненням інвестиційного процесу, старінням капіталу та гальмуванням технологічного прогресу в галузях “старої” економіки (машинобудування, транспорт, хімічна, сталеплавильна галузі). З-поміж інших причин називаються зміни структури ВВП на користь менш капіталоміємної сфери послуг і зменшення коштів економії від масштабів виробництва [310, р. 26—27].



зростання. Отримує належне теоретичне пояснення феномен стрімкого зростання країн Південно-Східної Азії з високими нормами заощаджень. Проте варто зазначити, що у т. В темпи зростання виробництва і капіталу на одного працюючого залишаються незмінними. Фактично збільшення норми заощаджень дозволяє лише тимчасове прискорення темпу економічного зростання. У рівноважному стані тривале зростання обсягів виробництва на одного працюючого забезпечується лише прискоренням технологічного прогресу.

Логічно припустити, що дефіцит бюджету, який обмежує заощадження, не може вважатися довгостроковим чинником економічного зростання. Проте емпіричні дані промислових країн свідчать на користь гіпотези про щільний зв'язок між нормою заощаджень та продуктивністю праці; так само простежується вплив капіталоозброєності на технологічний розвиток [217, р. 373—374]. Цей факт враховують сучасні моделі ендогенного зростання (англ. *the endogenous growth model*)<sup>1</sup>, які пов'язують головну рушійну силу економічного зростання — розвиток технологій і людського капіталу — зі збільшенням заощаджень. Дослідження окремих країн, які розвиваються (Чилі), показують, що продуктивність праці залежить не лише від технологічного чинника, але й структурних реформ, зниження інфляції та світової відсоткової ставки, а також політичних прав [234, р. 17].

### 14.3.2. Продуктивність праці як чинник економічного зростання і конкурентоспроможності національної економіки

Зі середини 1990-х років з'явилися твердження, що феномен “азіатського дива” пояснюється екстенсивною акумуляцією капіталу, а не підвищенням продуктивності праці [248, р. 62—78]. Емпіричні оцінки показують, що це саме так [316, р. 143]. Якщо прийняти  $\alpha = 0,48$ , упродовж 1960—1994 рр. щорічне зростання загальної продуктивності чинників виробництва (англ. *total factor productivity* — TFP) становило всього 0,25 %. Економічне зростання у промислових країнах теж відбувалося головним чином за рахунок збільшення капіталу<sup>2</sup>. У країнах Західної Європи

<sup>1</sup> Авторами моделі ендогенного зростання стали американські економісти П. Ромер (Paul Romer) і Р. Лукас-молодший, який одночасно вважається одним із “стовпів” нової класичної макроекономіки. Докладний виклад моделей ендогенного зростання зроблено П. Агіоном і П. Ховітом [108]

<sup>2</sup> Розрахунки Р. Солоу для післявоєнних років показували, що технологічний розвиток пояснює 60 % довгострокового зростання в США, тоді як на збільшення капіталу припадало лише 20 % [248, р. 69—72].

## АЗІЙСЬКІ “ТИГРИ”: ЗЛЕТ І ПАДІННЯ (ВЕРСІЯ П. КРЮГМАНА)

Ще у середині 1990-х років для американського економіста П. Крюгмана (Paul Krugman) економічний розвиток країн Південно-Східної Азії нагадував попереднє економічне зростання країн соціалістичного “табору” наприкінці 1950-х — на початку 1960-х років. Тоді економічні успіхи Радянського Союзу (високий темп зростання, лідерство в освоєнні космосу) створювали враження, що авторитарна система, обмеження індивідуальних свобод, зменшення споживання на користь довгострокового зростання тощо мають незаперечні переваги. Виникли нетерпеливі заклики “поновити рух вперед”, які значною мірою зумовили популярність експансійної політики у США. Проте економічне зростання соціалістичних країн було нічим іншим як наслідком екстенсивного залучення чинників виробництва: збільшення кількості працюючих, підвищення освітнього рівня, значних інвестицій. Феномен зростання пояснювався суто “примусовими” заощадженнями, які обмежували приватне споживання.

Подібно економічне зростання азійських “тигрів” ґрунтувалося на збільшенні ресурсів. Запорукою економічного зростання ставали одноразові зміни чинників виробництва, які важко повторити у майбутньому. В Сінгапурі впродовж 1966—1990 рр. частка зайнятого у виробництві населення збільшилася з 27 до 51 %. Разом змінився освітній рівень: якщо у 1966 р. половина робітників не мали освіти, то у 1990 р. середню школу закінчили понад  $\frac{2}{3}$  сінгапурців. Частка інвестицій зросла з 11 до 40 % від ВВП. Це дозволило досягти середнього темпу зростання ВВП на рівні 8,5 %, але у розрахунку на душу населення зростання становило “всього” 6,6 %. Переважно екстенсивний характер економічного розвитку може пояснюватися експортом капіталу з азійських країн. Цього не має бути в економіках, що досягли західної продуктивності праці, але далі характеризуються невисокою заробітною платою.

Певними відмінностями характеризується Японія, де поряд зі збільшенням чинників виробництва відбувався технологічний прогрес. Проте цього виявилось недостатньо, і з початку 1990-х років конвергенція японської економіки до показників інших промислових країн практично припинилася. У 1973 р. японський ВВП на душу населення становив 55 % від показника США, тоді як загальний обсяг ВВП — лише 27 %. У 1960-х років Японія зростала щороку на 8,9 % (7,7 % у розрахунку на душу населення) проти 3,9 (2,7 %) у США. Якщо б ці пропорції збереглися, то у 1985 р. японці мали б досягти американський ВВП на душу населення, а у 1998 р. — обійти США за вартістю виробленого ВВП. Натомість у 1992 р. продуктивність праці в Японії становила 83 %, а загальний обсяг ВВП — 42 % від американського показника. Упродовж 1973—1992 рр. японський ВВП зростав у середньому на 3,7 %, а на душу населення — на 3 %. Згідно з цими показниками, ВВП на душу населення мав би досягти американського показника у 2002 р., а загальний обсяг ВВП — лише у 2047 р.

*Джерело: Krugman P. The Myth of Asia's Miracle // Foreign Affairs. — 1994. — Vol. 73. — No. 6. — P. 62—78*

продуктивність праці зростала швидше, ніж у США, до середини 1990-х років, але надалі простежується відставання [333, р. 18—20]. Відмінності у темпах зростання продуктивності праці може подолати розвиток інформаційних технологій. Хоча західноєвропейський ВВП на душу населення становить лише 65—70 % від США, це пояснюється не нижчою продуктивністю праці, а недостатнім (за американськими мірками) використанням трудових ресурсів. У Західній Європі вище безробіття, менше працюючих віком понад 55 років і на 20—30 % коротший робочий тиждень.

На прикладі Сінгапуру (1974—1992 рр.) показано, що природа економічного зростання залежить від секторальної структури [241]. Збільшення виробництва в електронній промисловості відбувалося внаслідок підвищення продуктивності праці, тоді як у решті галузей промисловості переважав екстенсивний чинник. У Китаї зростання ТФР спостерігається з 1978 р., а до цього продуктивність чинників виробництва знижувалася [340]. Останнім часом сповільнюється не лише зростання ТФР, але й акумуляція людського капіталу. Упродовж післявоєнного часу (1949—1977 рр.) цей показник збільшувався зі щорічним темпом 5,3 %, а в 1978—1999 рр. — 2,7 %, що могло пояснюватися підвищенням освітнього рівня, яке обмежило екстенсивне збільшення людського капіталу. До 1949 р. близько 80 % населення було неписьменним; лише 25 % працюючих мали початкову освіту проти 84 % у 1980 р. і 100 % — у 1996 р.

Використання логіки моделі Солоу показало, що впродовж 1990-х років зниження продуктивності праці визначає від 79 до 85 % спаду промислового виробництва у Росії [173, р. 155—174]. Упродовж 1960—1994 рр. в Африці показник ТФР щороку знижувався на 0,56 %, що у поєднанні зі зменшенням інвестицій та людського капіталу визначило нижчий темп економічного зростання — всього 2,83 % проти середнього значення для 66 країн на рівні 3,8 %<sup>1</sup>. У Латинській Америці показник ТФР знижувався на 1,76 % щорічно впродовж 1974—1986 рр., що цілком очікувано, адже цей період завершився кризою заборгованості 1980-х років. Виняток становить Чилі, де впродовж 1990-х років щорічне підвищення продуктивності праці становило 5 % [234].

<sup>1</sup> Втрата людського капіталу в Африці виглядає катастрофічною. Від 20 до 30 % африканців інфіковано СНІДом. Батьки гинуть ще до того, як можуть передати власні знання молодшому поколінню. Втомлені люди не в змозі виробляти товари і послуги навіть на основі відомих аграрних технологій, що лише погіршує ситуацію. Як це не парадоксально, але жителі країн Африки потерпають не лише від хронічного недоїдання, але й зайвої ваги (своєрідний “подвійний удар” створюється примітивною структурою харчування, в якому не вистачає м’яса, овочів та фруктів).

Загальну продуктивність чинників виробництва збільшують: нижча інфляція, поліпшення умов торгівлі, зниження RER, обмеження споживання у державному секторі, вище співвідношення “валютні резерви/імпорт”, зменшення зовнішнього боргу [316, р. 150—153]. Відкритість економіки теж поліпшує показник TFP, але за умови, що від’ємне сальдо поточного рахунку є самодостатнім (розділ 3). У США обговорення причин погіршення сальдо поточного рахунку відбувається на тлі дискусії щодо причин та наслідків зниження продуктивності праці [217, р. 367—374; 247, р. 11—20]. Цей показник є набагато вищим для Японії і Німеччини (рис. 14.7). З початку 1970-х років продуктивність праці в США зростає в середньому лише на 1 % щорічно, тоді як упродовж 1900—1970 рр. — 2,3 %, а в 1950—1960 рр. — 2,8 %<sup>1</sup>. На противагу комп’ютерній галузі, де досягнуто  $\frac{2}{3}$  приросту продуктивності праці, у сфері послуг відповідного зростання не відбувається з 1973 р. Логічно припустити, що нижча продуктивність праці не лише обмежує зростання доходу, але й знижує конкурентоспроможність американських товарів та погіршує торговельний баланс.

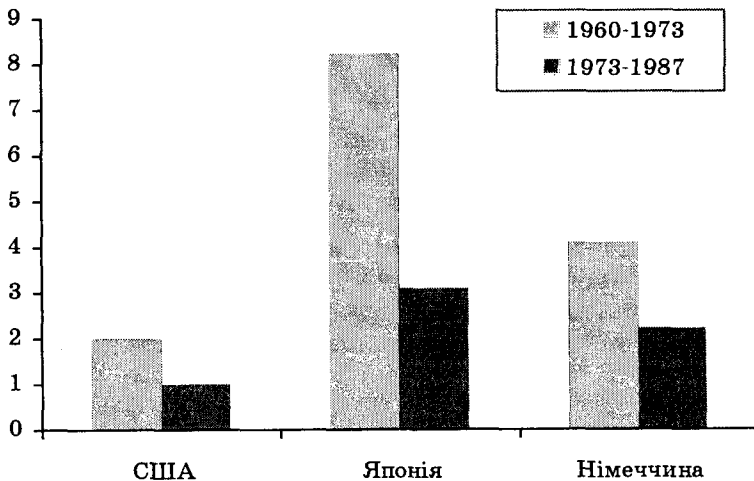


Рис. 14.7. Темп зростання продуктивності праці (%), 1960—1987 рр.

Джерело: Krugman P. *The Age of Diminished Expectations*. — Cambridge, Mass; London: The MIT Press, 1998. — P. 17

<sup>1</sup> Щоправда, в одному з останніх досліджень встановлено, що наприкінці 1990-х років темп зростання продуктивності праці збільшився до 2 %, а з урахуванням чинника акумуляції капіталу — до 3 %.

В останні роки зниження продуктивності праці пояснювалося безліччю причин: нафтовою кризою (1974—1975 рр.)<sup>1</sup>, яка супроводжувалася рестрикційною економічною політикою (гіпотеза Бруно — Сакса)<sup>2</sup>, зменшенням капіталу і збільшенням годин праці внаслідок ширшого залучення жінок на ринку праці, зменшенням видатків на інфраструктуру, недостатніми природними ресурсами, проблемами окремих галузей (гірничодобувна промисловість, енергетика, будівництво), посиленням державного втручання, погіршенням якості робочої сили або навіть соціальною деградацією американського суспільства (Р. Солоу назвав таке пояснення “вибухом аматорської соціології”). Це надало підстави Л. Турову (Lester Thurow) порівняти зниження продуктивності праці в США зі “смертю від тисячі ножових поранень” [217, р. 367]. Для поліпшення стану справ пропонувалися як активна промислова політика, так і повне заперечення переваг державного втручання в економіку. Прихильники “економіки пропозиції” мали найсильніші позиції в адміністрації Р. Рейгана, тоді як ідеологи промислової політики впливали на економічну стратегію адміністрації Б. Клінтона.

Порівнюючи з продуктивністю праці, решта чинників — недостатня іноземна конкуренція, зменшення питомої ваги промисловості у ВВП, погіршення інфраструктури — втрачають пояснювальну силу для економічного зростання США [245, р. 16]. Проте дивно, що продуктивність праці не перебуває у фокусі політичних дебатів американських політиків. Це дуже нагадує сучасні українські реалії. Недостатнє економічне зростання пояснюється чим завгодно (завищений обмінний курс гривні<sup>3</sup>, несприятлива кон'юнктура зовнішніх ринків, недостатнє стимулювання внутрішнього попиту, відмова від засобів державного регулювання економіки), лише не відставанням у продуктивності праці. Поняття “продуктивність праці” практично щезло зі сторінок економічних видань. Водночас у Росії

<sup>1</sup> Від’ємні значення темпу зростання продуктивності праці збігають із світовими нафтовими кризами — 1974 р. і 1979—1980 рр., але аргумент втрачає актуальність для 1989 р., коли не було відчутного подорожчання нафти [217, р. 17].

<sup>2</sup> Ізраїльський економіст М. Бруно (Michael Bruno) і американець Д. Сакс обґрунтовують власний висновок фактом одночасного зниження продуктивності праці в усіх промислових країнах після 1973 р. Слабким місцем цієї теорії вважається відсутність пояснення для зниження продуктивності праці впродовж 1980—1990-х років, коли світова ціна на нафту знизилася.

<sup>3</sup> Так само в Ізраїлі місцеві аналітики міністерства фінансів замість продуктивності праці причиною сповільненого зростання традиційного експорту називали зовсім інший “традиційний” чинник: “Зміцнення грошової одиниці... виявилось перешкодою, головним чином для традиційних галузей та невеликих підприємств, які стали залежними від обмінного курсу внаслідок лібералізації зовнішньої торгівлі” [153, р. 4]. Голова асоціації промислових виробників стверджував, що зміцнення грошової одиниці — шекеля — за 4 роки зменшило прибутковість експорту на 25 %, тоді як емпіричні оцінки показали визначальний вплив невисокої продуктивності праці.

саме низька продуктивність праці зумовила глибокий спад виробництва [173, р. 169]. Навряд чи ситуація відрізняється у нас.

Для одночасного економічного зростання і збільшення експорту потрібні фундаментальні зміни у виробничому секторі, а не “магічні рішення” на зразок девальвації гривні. Набагато важливішими видаються пільгове кредитування експортерів, поширення аграрних технологій, створення фондів розвитку експорту, звільнення експортерів від окремих податків, вдосконалення системи страхування експортних контрактів [46, с. 54—61]. Оптимальна економічна політика вбачається у скороченні видатків бюджету, обмеженні пропозиції грошової маси, стабілізації обмінного курсу національної грошової одиниці. Для збільшення експорту важливи-ми є дисципліна поставок, відповідність виготовленої продукції міжнародним стандартам, маркетингова підтримка експортерів [73, с. 67]. Важливо зауважити, що вища продуктивність праці не завжди означає підвищення ефективності робочої сили [248, р. 67]. Робітники можуть виробляти більше внаслідок поліпшення менеджменту, кращого оволодіння технологіями або отримання сучаснішої техніки. Проте економічне зростання відбувається лише тоді, коли збільшується виробництво на одиницю затраченого чинника (англ. *per unit of input*); у випадку моделі Солоу — на одиницю праці.

### 14.3.3. Вплив норми заощаджень на приватне споживання

Предметний аналіз впливу норми заощаджень на приватне споживання дозволяє визначити оптимальну норму заощаджень, що забезпечує максимальне споживання. У рівноважному стані ( $k = k^*$ ) приватне споживання становить

$$c^* = (1-s)f(k^*). \quad (14.21)$$

Залежність приватного споживання від норми заощаджень характеризує відповідна похідна

$$\frac{\partial c^*}{\partial s} = (1-s)f'(k^*) \frac{\partial k^*}{\partial s} - f(k^*). \quad (14.22)$$

З метою знаходження  $\partial k^* / \partial s$  використаємо умову рівноваги  $\dot{k} = 0$ . Якщо капіталоозброєність ефективного працівника не зростає ( $\dot{k} = 0$ ), то з рівняння (14.16) справджується

$$sf(k^*) = (n + g + \delta)k^*. \quad (14.23)$$

Після диференціювання рівняння (14.23) отримуємо

$$sf'(k^*) \frac{\partial k^*}{\partial s} + f(k^*) = (n + g + \delta) \frac{\partial k^*}{\partial s} \quad (14.24, a)$$

або

$$\frac{\partial k^*}{\partial s} = \frac{f(k^*)}{(n + g + \delta) - sf'(k^*)} \quad (14.24, б)$$

Докладний аналіз виразу (14.24, б) виявляє, що  $\partial k^* / \partial s > 0$ . Після підстановки виразу для  $\partial k^* / \partial s$  з рівняння (14.24, б) у рівняння (14.22) отримуємо

$$\frac{\partial c^*}{\partial s} = \frac{f'(k^*) - (n + g + \delta)}{(n + g + \delta) - sf'(k^*)} f(k^*). \quad (14.25)$$

З рівняння (14.25) легко побачити, що приватне споживання є максимальним за умови  $f'(k^*) = n + g + \delta$  на рівні капіталоозброєності  $k^{**}$  (рис. 14.8).

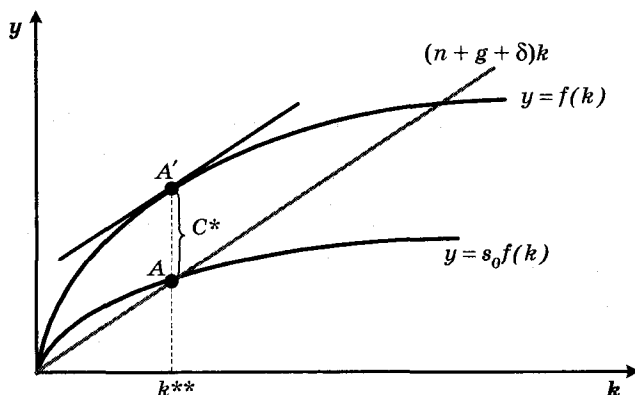


Рис. 14.8. Оптимальні споживання і заощадження

Відхилення у бік зменшення (або збільшення) капіталу на одного працюючого супроводжуються зменшенням приватного споживання, незалежно від впливу на продуктивність праці. Це створює підстави вважати рівень капіталоозброєності  $k^{**}$  “золотим” і зумовлює прозорі рекомендації для економічної політики. Припустимо, що рівноважна капіталоозброєність є вищою від “золотого” рівня ( $k^* > k^{**}$ ). У цьому випадку доцільно знизити норму заощаджень. Початково норма заощаджень становить  $s_1$ , що відповідає рівноважному значенню капіталоозброєності і обсягам споживання  $A'B'$  (рис. 14.9). На рівні заощаджень  $s_1$  споживання поступається опти-

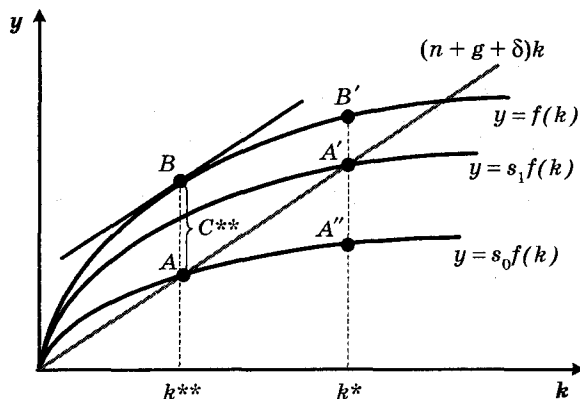


Рис. 14.9. Досягнення “золотого” рівня капіталоозброєності

мальному значенню  $C^{**}$ . З метою збільшення споживання доцільно зменшити норму заощаджень до  $s_0$ .

Після зниження норми заощаджень ( $s_1 \rightarrow s_0$ ) відразу ж зменшуються обсяги інвестицій (т.  $A''$ ). Водночас приватне споживання збільшується з  $A'B'$  до  $A''B'$ , що навіть перевищує “золоте” значення  $C^{**}$ . Оскільки амортизація перевищує обсяги інвестицій, відбуватиметься зменшення темпу акумуляції капіталу і зниження показника капіталоозброєності до  $k^{**}$ . Зменшення інвестицій та доходу супроводжується певним зменшенням приватного споживання, проте у новому рівноважному стані  $k^{**}$  його обсяги  $AB$  переважатимуть початкове значення  $A'B'$ . Таким чином збільшення приватного споживання досягається на тлі зменшення інвестицій та доходу, що незвично для інтуїтивного сприйняття. Використовуючи наведене раніше пояснення, перехід до вищої норми заощаджень початково зменшить приватне споживання, однак у довгостроковому плані обсяги споживання збільшуються до оптимального значення  $C^{**}$ . Це досягається для показника капіталоозброєності  $k^{**}$ . Під час переходу до нового рівноважного стану обсяги інвестицій та доходу збільшуються [7, с. 480—484].

#### 14.3.4. Вплив заощаджень на продуктивність праці

Функціональний зв'язок між нормою заощаджень і продуктивністю праці вартує глибшого пояснення. З виразу для продуктивності праці отримуємо

$$\frac{\partial y^*}{\partial s} = f'(k^*) \frac{\partial k^*}{\partial s} = \frac{f'(k^*)f(k^*)}{(n+g+\delta) - sf'(k^*)}. \quad (14.26)$$



Після множення лівої і правої частин на  $s/y^*$  вираз (14.26) набуває вигляду

$$\frac{s}{y^*} \frac{\partial y^*}{\partial s} = \frac{sf'(k^*)f(k^*)}{y^*((n+g+\delta)-sf'(k^*))}. \quad (14.27)$$

Зауваживши, що у стані рівноваги  $sf'(k^*) = (n+g+\delta)k^*$ , рівняння (14.27) можна переписати

$$\frac{s}{y^*} \frac{\partial y^*}{\partial s} = \frac{(n+g+\delta)k^*f'(k^*)}{y^*((n+g+\delta) - \frac{(n+g+\delta)k^*f'(k^*)}{f(k^*)})} = \frac{\frac{k^*f'(k^*)}{y^*}}{1 - \frac{k^*f'(k^*)}{y^*}}. \quad (14.28)$$

Оскільки вираз  $\frac{k^*f'(k^*)}{y^*}$  є часткою доходу, який отримують власники капіталу —  $\alpha$ , вираз (14.28) виглядає так:

$$\frac{s}{y^*} \frac{\partial y^*}{\partial s} = \frac{\alpha k^*}{1 - \alpha k^*}. \quad (14.29)$$

Отриманий вираз дозволяє стверджувати, що швидше зростають країни з початковою високою нормою заощаджень: збільшенню продуктивності праці сприяють як вища віддача на капітал, так і вищі заощадження. Навпаки, вища віддача на капітал може нівелюватися нестачею заощаджень.

### 14.3.5. Конвергенція країн з відмінним рівнем економічного розвитку

У моделі Солоу умови відкритої економіки не аналізуються безпосередньо, однак вихідні припущення та підсумкові висновки дозволяють використати пояснювальну силу використаних теоретичних конструкцій для ширших узагальнень. Якщо припустити вільний рух товарів, капіталу і робочої сили, у відкритих економіках повинна спостерігатися прискорена конвергенція до деякого рівноважного рівня доходу на ефективного працюючого  $Y/AL$ . Точніше, у моделі Солоу йдеться про умовну конвергенцію, коли показники доходу на душу населення в бідних і багатих економіках збігаються незалежно від початкових запасів чинників виробництва,

## АЛЬТЕРНАТИВНІ ГІПОТЕЗИ КОНВЕРГЕНЦІЇ

Інтелектуальних альтернатив гіпотезі умовної конвергенції декілька: 1) *абсолютна конвергенція* (приймається, що показники доходу збігаються завжди, якими б не були відмінності у ресурсах та інші передумови); 2) *“клубна” конвергенція (стратифікація, поляризація)* (можливість конвергенції визнається лише за умови однакових початкових ресурсів та ідентичності всіх решти передумов); 3) *розходження у рівнях доходу* (показники доходу на душу населення відрізняються на довгострокову перспективу, якщо немає ідентичності початкових запасів та решти супутніх характеристик. Припущення абсолютної конвергенції виглядає достатньо ідеалістичним, адже країни відрізняються рівнем технологічного розвитку, якістю інституцій, нормою заощаджень, соціальними умовами тощо. Гіпотезу про “клубну” конвергенцію підтримує факт поляризації доходу в країнах Західної Європи станом на кінець 1980-х років навколо двох полюсів — нижчого на рівні 50 % та вищого на рівні 150 % від середнього значення ВВП на душу населення в Європі. Гіпотеза щодо розходження у рівнях доходу має певні підстави у порівняннях країн Західної і Східної Європи.

*Джерело: Брюкер Г. Другий економічний поділ в Європі? // Україна на шляху до Європи / Л. Хоффман і Ф. Мьоллерс (ред.). — К.: Фенікс. — 2001. — С. 50—53)*

якщо решта умов є однаковими. З урахуванням відмінної віддачі на капітал модель Солоу передбачає, що відбуватиметься інвестування з країн із надлишком капіталу в країни, що потерпають від його нестачі. Відкритість економіки повинна сприяти економічному зростанню, а відповідно — швидкості конвергенції, за рахунок переваг від зовнішньої торгівлі та посилення конкурентності економічного середовища. У відкритій економіці навіть “втеча” капіталу може бути корисною, адже об’єктивно підвищує віддачу на капітал і створює таким чином передумови для поліпшення інвестиційного клімату.

Оскільки накопичення іноземного капіталу змінює статус країни з дебітора на кредитора, порівняння чистої інвестиційної позиції двох груп країн, справді показує підвищену акумуляцію зовнішніх зобов’язань (= приплив капіталу) у країнах, які розвиваються (рис. 14.10). Проте від’ємна інвестиційна позиція промислових країн означає, що приплив капіталу переважно зосереджується у “першому світі”. При цьому країни-кредитори (Німеччина, Японія, Швейцарія) виступають джерелом зовнішніх заощаджень як для провідних промислових країн на зразок США, так і країн поза “великою сімкою” (Австралія, Іспанія, Португалія тощо). До країн-кредиторів також належать нафтодобувні країни Перської затоки (Кувейт,



Рис. 14.10. Кумулятивне сальдо поточного рахунку (% від ВВП), 1970—1997 рр.

Джерело: Lane P., Milesi-Ferretti G. The external Wealth of Nations: Measures of Foreign Assets and Liabilities for Industrial and Developing Countries Working Paper No. 115. — Washington: IMF, 1997. — P. 17, 25

Саудівська Аравія, ОАЕ). Країни Південно-Східної Азії характеризуються додатним сальдо поточного рахунку, але не мають додатної інвестиційної позиції внаслідок акумуляції зовнішніх зобов'язань (рис. 14.11). На початку 1970-х років країни Латинської Америки і Південно-Східної Азії практично не відрізнялися за критерієм кумулятивного сальдо поточного рахунку, що перевищував 20 % від ВВП. Проте надалі траєкторії для обох груп країн істотно різняться. Країни Південно-Східної Азії поступово перейшли до додатного сальдо поточного рахунку, тоді як у Латинській Америці цей показник погіршувався. Зрештою це призвело до виникнення кризи заборгованості 1980-х років.

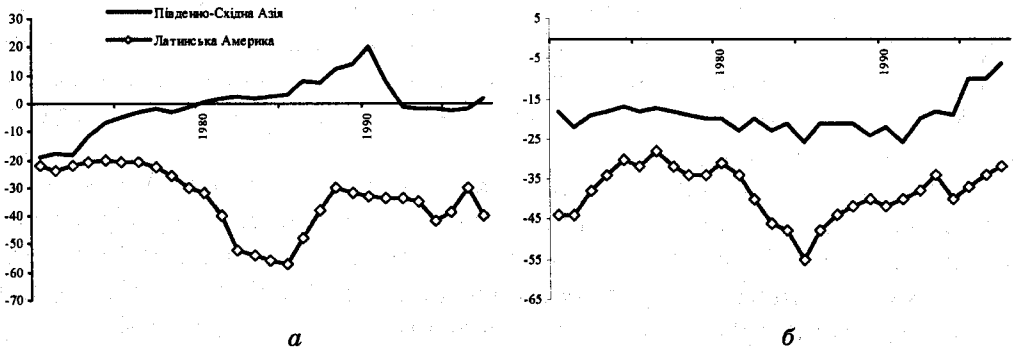


Рис. 14.11. Інвестиційна позиція країн, які розвиваються (% від ВВП), 1970—1997 рр.: а — кумулятивне сальдо поточного рахунку; б — чисте сальдо іноземних активів

Джерело: Lane P., Milesi-Ferretti G. The external Wealth of Nations. — P. 17, 25

Тоді як країни Південно-Східної Азії прийнято вважати прикладом успішного експортноорієнтованого розвитку, нерідко стверджується, що цьому передували імпортоємні інвестиції [301, р. 10—11]. Південна Корея мала від'ємне сальдо поточного рахунку майже три десятиліття — до 1986 р. В окремі роки цей показник значно перевищував “безпечний” рівень: 1961 р. — 9 %, 1974 — 12, 1970 р. — 9,5 % від ВВП. На початку 1980-х років зовнішній борг Південної Кореї перевищував 50 % від ВВП, що створювало обґрунтовані побоювання. Проте з другої половини 1980-х років прискорене економічне зростання виявилось достатнім для створення додатного сальдо торговельного балансу і безпроблемного обслуговування зовнішнього боргу. Подібно це стосується Японії, де впродовж 1945—1965 років спостерігалось несприятливе сальдо експорту-імпорту в торгівлі зі США, а згодом на основі проведеної реконструкції промисловості розпочалося тривале експортноорієнтоване зростання. Макроекономічні підвалини для цього забезпечувала “міцна” ена та зважена монетарна політика (аргументи монетарного підходу до вирівнювання платіжного балансу).

Зауважимо, що у Латинській Америці з початком кризи заборгованості сальдо поточного рахунку і чисте сальдо іноземних зобов'язань навіть погіршилися. Лише зі середини 1980-х років виникла тенденція до поліпшення обох показників. Вартує уваги, що у Південно-Східній Азії з початку 1990-х років погіршення сальдо поточного рахунку супроводжувалося зменшенням вартості іноземних зобов'язань (це означає зменшення припливу капіталу). Бідніші країни повинні зростати швидше, оскільки характеризуються вищою віддачею на капітал. За умови використання ідентичних технологій, схильності до споживання та параметрів урядової політики повинна спостерігатися абсолютна конвергенція рівнів економічного розвитку промислових країн і країн, що розвиваються.

Емпіричні дані засвідчують істотний “розрив” між граничною віддачею на капітал (англ. *marginal product of capital* — МРК) у країнах з відмінним рівнем економічного розвитку [324, р. 166—167]. Відповідно до теоретичних передбачень, віддача на капітал є набагато вищою у країнах, що розвиваються. Залежно від способу розрахунку, для Індії показник МРК/МРК<sub>US</sub> становить 58 і 224,6 відповідно. Порівнюючи зі США, у Мексиці гранична віддача на капітал є вищою у 6—10 разів, що цілком пояснює привабливість цієї країни для іноземних інвестицій. Для відкритої економіки виникають можливості підтримання МРК на підвищеному рівні, попри залучення іноземного капіталу [108, р. 366—367]. Якщо для закритої економіки акумуляція капіталу повинна супроводжуватися зниженням віддачі на капітал, то у малій відкритій економіці значення МРК визначено світовими інвестиційними ресурсами. У міру залучення капіталу країна може спеціалізуватися на виробництві більш капіталоемних товарів,

що дозволяє уникнути спадної віддачі на капітал. Відповідно виникають передумови для прискореного економічного зростання, навіть за умови незмінного технологічного прогресу. Така логіка використовується для пояснення економічного зростання у Південно-Східній Азії, де залучення значних іноземних інвестицій не позначилося істотним зменшенням МРК.

Можливість економічного зростання за рахунок механічної акумуляції капіталу суперечить припущенню про умовну конвергенцію, адже додаткові інвестиції мали б знижувати віддачу на капітал. Моделі ендегенного зростання використовують два інших пояснення прискореного економічного зростання, які пов'язані з відкритістю економіки — розширення підприємницької діяльності та інтенсивний обмін технологіями [108, р. 365—401]. Вільна торгівля збільшує віддачу від інноваційної діяльності через розширення ринку. Проте не бракує потенційних обмежень, які є актуальними передусім для країн, що розвиваються. У країнах зі значними обсягами зовнішньої торгівлі може відбуватися перетік робочої сили з дослідницької діяльності у виробничий сектор. Такий перерозподіл ресурсів гальмуватиме технологічний прогрес. Економічному зростанню може перешкоджати надмірна конкуренція на товарному ринку.

Не дивно, що результати порівнянь рівнів доходу і динаміки ВВП для 114 промислових країн та країн, що розвиваються, не виявляють помітної конвергенції рівнів економічного зростання. Пояснень декілька [123]:

1. *Підвищене значення людського капіталу.* Емпіричні оцінки показують, що значення людського капіталу в економічному зростанні є вдесятеро вище, ніж вплив обсягів інвестицій [316, р. 150—153]. Високий освітній рівень, професійний досвід, здоров'я, робітнича етика є необхідною передумовою підвищення продуктивності праці та успішного запозичення іноземних технологій. Занижене співвідношення “людський/фізичний капітал” перешкоджає збільшенню доходу. Не бракує емпіричних свідчень, що надлишок людського капіталу стимулює інвестиції. Показовим є приклад післявоєнної Німеччини та Японії. Руйнування промислової бази обох країн не мало довгострокових наслідків, оскільки війна не позначилася на людському капіталі. Врахування людського капіталу дозволяє пояснити емпіричний факт повільного зниження віддачі на капітал у промислових країнах, де якість робочої сили набагато перевищує показники більшості країн, що розвиваються.

2. *Економічна політика.* Чимало країн, що розвиваються, відрізняються ціновою і грошовою нестабільністю, яка перешкоджає збільшенню заощаджень та інвестицій. Помилки в економічній політиці можуть пояснюватися нехтуванням найважливіших структурних характеристик, що призводить до невірної ідентифікації коротко- і довгострокових цілей.

Наприклад, досить часто вважається, що “слабка” грошова одиниця сприятиме збільшенню сукупного попиту і пожвавленню виробництва, як це відбувається у промислових країнах, тоді як залежність сукупної пропозиції від цінового чинника створює цілком протилежні наслідки. З іншого боку, збільшення норми заощаджень за допомогою рестрикційної економічної політики може супроводжуватися політично “некоректним” короткочасним зменшенням приватного споживання. Попри довгострокові переваги такої політики, її короткочасні наслідки зазвичай перешкоджають практичному втіленню відповідних рішень (фіскальна дисципліна, обмеження пропозиції грошової маси).

3. *Політична нестабільність.* Більшості країн, які повинні “наздогнати” промисловий світ, бракує політичної стабільності та соціальної гармонії. Цьому перешкоджають насамперед *популізм* і *корпоратизм*. Привабливість популізму для пересічного виборця пояснюється короткочасною привабливістю різноманітних програм стимулювання платоспроможного попиту, яка інтенсивно експлуатується у політичних цілях. Корпоратизм передбачає як агресивне “проштовхування” економічних і політичних інтересів підприємницьких кіл за допомогою формальних і неформальних контактів з владними структурами, так і формування сприятливої громадської думки через засоби масової інформації. Зіткнення корпоративних інтересів з легкістю провокує політичні конфлікти. Політичну нестабільність можуть провокувати культурні традиції, особливості панівної еліти (зарозумілість, зухвалість, орієнтація на зарубіжні цінності, схильність до розкоші, гедонізм), нерозвиненість демократичних інститутів тощо.

4. *Швидкість технологічних інновацій.* Окрім людського капіталу та економічної політики, здатність до технологічних інновацій залежить від стану інфраструктури та інституційних характеристик (гарантії прав власності, патентне право). ПІІ можуть вважатися зручним заміником витратків на технологічні дослідження (зменшення коштів реалізації сучасних технологій, поліпшення фінансування технологічних проєктів, відсутність плати за ліцензії), як це стверджується досвідом Сінгапуру. Для прискорення зростання ВВП цілком достатньо вдалої “імітації” іноземних технологій (Гонконг, Малайзія, Японія).

5. *Мобільність робочої сили.* Міграція робочої сили повинна вирівняти співвідношення  $K/L$  і таким чином сприяти конвергенції. На регіональному рівні це стверджується досвідом США та країн ЄС, хоча загалом мобільність робочої сили у Західній Європі є дещо нижчою, ніж у США чи Японії. Зрозуміло, що численні перепони для вільного пересування робочої сили в сучасному світі перешкоджають конвергенції країн, що

розвиваються, до рівня промислових країн. Так, в Індії відмінності у доході на одного працюючого  $Y/L$  на рівні 10 % збільшують міграцію всього на 0,012 % щорічно [145, р. 49—52]. Причини недостатньої мобільності робочої сили є різноманітними: діяльність профспілок, брак гнучкості номінальної заробітної плати, відсутність ринку нерухомості, присутність численних соціальних, культурних і мовних перепон.

Модель Солоу надає додаткового обґрунтування висновкам про можливий обернений зв'язок між заощадженнями та інвестиціями (розділ 3). У відкритій економіці збільшення заощаджень не повинно корелювати з інвестиціями, оскільки це передбачає зниження віддачі на капітал, а відповідно — його відплив. Однак парадокс Фельдштейна — Хоріоки показує, що це не так. Окрім вже згаданих пояснень (розділ 3), помітний зв'язок між приватними заощадженнями та інвестиціями може пояснюватися невисокою залежністю віддачі на капітал від показника капіталоозброєності  $K/L$ . Це може означати, що країни з високими заощадженнями працюють з капіталоемними технологіями.

Гальмування конвергенції може пояснюватися зниженням норми заощаджень у міру збільшення доходу, адже в економіках з невисоким рівнем цього показника пошкваллення виробництва призводить до зменшення різниці між невисоким поточним і високим очікуваним (або довгостроковим) значеннями доходу за допомогою підвищеного споживання. Відповідно в економіках, які розвиваються, збільшення доходу не має відчутного впливу на заощадження, тоді як у промислових країнах все навпаки — високий рівень доходу зумовлює підвищені заощадження. Такі відмінності перешкоджають конвергенції показників доходу на душу населення у країнах з відмінними рівнями економічного розвитку.

Інше пояснення передбачає кореляцію внутрішніх заощаджень з чинниками інвестиційного клімату. Залучення прямих і портфельних інвестицій залежить від надійного законодавства, розвитку інфраструктури, рівня доходу, стану освіти тощо. Створення таких умов для іноземних інвесторів передбачає мобілізацію внутрішніх заощаджень. Певну вагу має пояснення, що іноземний капітал надходить переважно у ті країни, які підтримують робочі стосунки з МВФ. Якщо так, то програми Фонду зазвичай передбачають збільшення заощаджень засобами рестрикційної економічної політики. Відповідно прямий зв'язок " $S \Rightarrow I$ " набуває додаткового пояснення.

З урахуванням чинників інвестиційного клімату виникають аргументи, що засвідчують радше нелінійний зв'язок між залученням іноземного капіталу і економічним зростанням [255, р. 34]. Країни зі середнім рівнем доходу мають кращі умови для залучення іноземного капіталу, оскільки здатні запропонувати привабливіші інвестиційні активи, володіють кращою

## КОНВЕРГЕНЦІЯ ДВОХ КОРЕЙ: ПОВТОРЕННЯ НІМЕЦЬКОГО ДОСВІДУ?

Умови німецького монетарного, економічного та соціального союзу від 1 липня 1990 р. неможливо реалізувати на Корейському півострові. Найперше Північна Корея є набагато відсталішою від Південної Кореї, ніж це спостерігалось для Східної Німеччини порівняно з ФРН. Якщо на початку 1990-х років відставання продуктивності праці у Північній Кореї від Південної Кореї оцінювалося в межах 2,5—5,4 раза, то зі середини 1990-х років поточні економічні труднощі (нестача електроенергії, голод у сільській місцевості) та усвідомлення набагато більшої, ніж це вважалося, технологічної відсталості зумовили перегляд цього показника у бік зниження — до 8—11 разів. Для порівняння: продуктивність праці у Західній Німеччині перевищувала показник Східної Німеччини лише у 2,5 раза. Попри фінансову кризу 1997—1998 рр., упродовж 1990—2000 рр. середньорічне зростання економіки Південної Кореї становило 6,1 %, тоді як приріст населення не перевищував 1 %. Спеціалістами *Economist Intelligence Unit* прогнозується, що зростання ВВП на рівні 6 % збережеться принаймні до 2005 р., однак за підсумком 1993—2020 рр. цей показник становитиме 2,6 %. Приймаючи ВВП на душу населення у Північній Кореї на рівні 10 % від південнокорейського показника та рівноважне значення темпу зростання ВВП на рівні 3 % у Південній Кореї, розрахунки показують, що відносна продуктивність праці “Північна Корея/Південна Корея” досягне позначки 50 % через 10 років. Такий порівняно високий темп конвергенції можна досягти завдяки високій віддачі на капітал за умови низької капіталоємності  $K/Y$ . Варто зауважити, що рівноважне значення економічного зростання у Німеччині є набагато нижчим — 1,75 %, що об’єктивно прискорює конвергенцію відсталішої Східної Німеччини до загальнонімецького показника.

Для досягнення у Північній Кореї середнього доходу на рівні 75 % від південнокорейського показника туди необхідно впродовж 10 років спрямовувати 40 %, а після 10 років — 20 % податкових надходжень Південної Кореї. Порівнюючи зі Західною Німеччиною, де об’єднання супроводжувалося цільовим підвищенням ставки подоходного податку на 7 %, податкова база у Південній Кореї є набагато вузкою. Окрім того, населення Північної Кореї є лише удвічі меншим від населення Півдня, тоді як у Німеччині це співвідношення становило 1:4. Також в об’єднаній Кореї передбачаються вищими видатки на інфраструктуру. Оптимальним для об’єднання двох Корей виглядає поступова економічна інтеграція через утворення політичної конфедерації. Це дозволить обійтися меншими фінансовими трансфертами у північнокорейську економіку та попередити можливі несприятливі соціальні наслідки від значної міграції робочої сили з Півночі на Південь. З іншого боку, людський капітал Північної Кореї оцінюється приблизно на такому ж рівні, що й на Півдні. Це



створює передумови для пріоритетного розвитку на Півночі країни працездатних галузей з використанням інвестицій південнокорейських компаній.

*Джерело: Funke M., Strulik H. Growth and Convergence in a Two-Region Model: The Hypothetical Case of Korean Unification. Working Paper No. 26. — Washington: IMF, 2002*

інфраструктурою і мають вищий освітній рівень робочої сили. Збільшення доходу на душу населення приваблює тих інвесторів, які орієнтуються на внутрішній ринок (опосередковано це засвідчує підвищену інвестиційну привабливість великих економік). У країнах з найнижчим рівнем доходу цього немає і тому важче реалізувати теоретичні переваги від підвищеної віддачі на капітал.

Доволі суперечливим є вплив відкритості економіки. На перший погляд, відкрита економіка повинна приваблювати іноземних інвесторів нижчим ризиком, оскільки у випадку невиконання боргових зобов'язань міжнародні санкції проти такої країни будуть відчутнішими. Відповідно уряд менше ризикуватиме проведенням нерозважної економічної політики, яка перешкоджатиме отриманню іноземними інвесторами належного інвестиційного доходу і потенційно може призвести до оголошення дефолту. З іншого боку, відкритіша економіка є вразливішою до несприятливих макроекономічних шоків, що може розглядатися достатньою підставою для погіршення інвестиційної привабливості. Знову ж таки — переваги мають великі відкриті економіки з диверсифікованою структурою промислового виробництва, яка створює підвищену стійкість до погіршення умов торгівлі, зміни преференцій місцевих та іноземних інвесторів тощо. Для малих відкритих економік мінімізація ризику від погіршення платіжного балансу може передбачати акумуляцію іноземних активів, що зменшує стимули для підтримання від'ємного сальдо поточного рахунку.

### 14.3.6. Особливості емпіричного тестування питань конвергенції

Найчастіше для визначення факту конвергенції використовуються регресійні моделі такого зразка<sup>1</sup>:

$$\ln(y_t / y_0) = \beta_0 \ln(y_0) + \beta_1 X, \quad (14.30)$$

де  $y_t$  і  $y_0$  — ВВП на душу населення відповідно на кінець і початок досліджуваного періоду;  $X$  — вектор незалежних змінних.

<sup>1</sup> У цьому підрозділі використано аналітичні матеріали з Брюкер Г. Другий економічний поділ в Європі? // Україна на шляху до Європи / Л. Хоффманн і Ф. Мьоллерс (ред.). — К.: Фенікс. — 2001. — С. 53—55.

Доказом умовної конвергенції розглядається від'ємне значення  $\beta_0$ . У більшості випадків коефіцієнт  $\beta_0$  оцінюють у нелінійному вигляді  $1 + \exp(-\beta t)$ . Значення  $\beta$  характеризує швидкість конвергенції логарифма доходів на душу населення. Для моделі Солоу так звана  $\beta$ -конвергенція безпосередньо впливає з рівняння (14.20)

$$\ln(y_t / y_0) = \ln(A_0) + \beta_1 \ln(y_0) + \beta_2 \ln s - \beta_3 \ln(n + g + \delta) + \beta_4 \text{school}, \quad (14.31)$$

де додаткова змінна *school* враховує інвестиції в освіту.

Подібно до рівняння (14.28), доказом конвергенції є  $\beta_0 < 0$ . Приміром, це дуже переконливо стверджується для вибірки з 15-ти країн ЄС та 6-ти країн з ринковою економікою (Ісландія, Кіпр, Мальта, Норвегія, Швейцарія і Туреччина) за 1950—1990 рр. [6, с. 56]:

$$\begin{aligned} \ln(y_{i,1990} / y_{i,1950}) = & \quad 4,142 & \quad -0,538 \ln(y_{i,1950}) & \quad +0,633 \ln(s) & \quad - \\ & (8,374^*) & (-14,208^*) & (6,209^*) & \\ & -0,830 \ln(n + g + \delta), & & & (14.32) \\ & (-5,013^*) & R^2 = 0,92. & & \end{aligned}$$

Отриманий результат передбачає значення  $b = 0,0193$ . Швидкість конвергенції становить приблизно 1,9 % на рік. У рівнянні (14.32) всі коефіцієнти відповідають теоретичним передбаченням і є статистично значущими на рівні 1 %. Стверджується пряма залежність конвергенції від норми інвестицій, тоді як зростання населення перешкоджає вирівнюванню доходу на душу населення.

Припущення щодо конвергенції рівнів економічного зростання стверджується емпіричними дослідженнями для окремих регіонів промислових країн [123]. Порівняння темпів зростання ВВП та рівня доходу на душу населення 73-х регіонів семи європейських країн (Німеччина — 11, Велика Британія — 11, Італія — 20, Франція — 21, Голландія — 14, Бельгія — 3, Данія — 3) упродовж 1950—1985 рр. переконливо засвідчує обернений зв'язок між початковим рівнем доходу і темпом економічного зростання. Емпіричні дані показують швидкість конвергенції на рівні 2 % щорічно. Для японських провінцій цей показник становив 3 %, тоді як для американських штатів упродовж 1888—1988 рр. — 2 %. Конвергенція на рівні 2 % означає, що для подолання половини відставання потрібно 35 років, 75 % — 70 років, 90 % — 115 років.

В Індії дані 1961—1991 рр. засвідчують щорічну конвергенцію рівнів економічного розвитку окремих штатів з темпом 1,5 % [145, р. 49—52].

Для скорочення відставання від середнього показника вдвічі, потрібно 45 років. Це повільніше, ніж для провідних промислових країн у відповідні історичні періоди. Тим більше, конвергенція окремих індійських штатів є повільнішою, ніж конвергенція країн ОЕСР, що засвідчує істотні перешкоди для руху капіталу і робочої сили в економіці унітарної країни. Довгострокові значення дисперсії регіонального доходу на душу населення в Індії понад вдвічі перевищують відповідні показники Австралії, Японії та США. Зрозуміло, що брак оперативної конвергенції в межах окремої країни, що розвивається, не передбачає швидкого досягнення показників промислових країн.

Використання рівнянь на зразок (14.31) критикується з технічних міркувань<sup>1</sup>, а тому регресійний аналіз конвергенції доповнюється вимірюванням дисперсії доходів на душу населення і тестом ADF. Дисперсія доходу на душу населення становить

$$\sigma_t^2 = \sum (y_{it} - \bar{y}_t)^2, \quad (14.33)$$

де  $\bar{y}_t$  — середнє значення вибірки.

У випадку конвергенції дисперсія  $\sigma_t^2$  повинна зменшуватися з часом. Якщо  $\beta$ -конвергенція показує умовну конвергенцію, то  $\sigma$ -конвергенція — абсолютне зближення рівнів доходу на душу населення окремих країн. Недоліком рівняння (14.33) є відсутність можливостей ідентифікації “клубів зближення”, коли доходи окремих груп країн наближаються до декількох полюсів доходу.

Тести на зразок ADF чи PP враховують максимум інформації з часових рядів

$$K_{t+1} = \phi K_t, \quad (14.34)$$

де  $K = y_{it} - \bar{y}_t$ .

Конвергенцію характеризує значення коефіцієнта  $\phi$ . Якщо  $\phi$  прямує до одиниці (або має одиничний корінь I(1)), різниця у доходах залишається незмінною у часі. У випадку  $\phi < 0$  спостерігається конвергенція, а за умови  $\phi > 0$  — розходження у рівнях доходу. Недоліком тесту на одиничний корінь (14.34) є можливість перевірки лише двосторонніх залежностей і те-

<sup>1</sup> У перехресних регресіях повернення екстремальних показників до середнього значення для окремих країн може бути хибним доказом конвергенції, адже нерівний розподіл доходу між країнами може залишатися або навіть збільшуватися [6, с. 54].

стування абсолютної конвергенції, а також нехтування окремими незалежними чинниками, що впливають на відмінності у рівнях доходу окремих країн.

### 14.3.7. Економічне зростання у трансформаційних економіках

Від початку підвищений попит на капітал визнавався більшістю економістів неодмінним атрибутом перехідного процесу [157, р. 289], що пояснювалося необхідністю реструктуризації промисловості та прискорення економічного розвитку з метою досягнення показників промислових країн. У неокласичному дусі головною підставою для збільшення інвестицій розглядалася невисока капіталоозброєність перехідних економік (з урахуванням продуктивності праці), що передбачала підвищену віддачу на капітал. Проте у пізніших працях зазначена логіка істотно послаблюється. Стверджується, що модель Солоу та інші неокласичні моделі не придатні для пояснення економічного зростання у трансформаційних економіках, оскільки передбачають раціональну поведінку економічних агентів і не враховують впливу інституцій [322, р. 20]. Це пояснює тривалу відсутність економічного зростання в економіках із достатньою кількістю капіталу та надлишком кваліфікованої робочої сили.

У більшості емпіричних досліджень для перехідних економік врахування показника інвестицій не показує сприятливого впливу [18, с. 25]. Подібно внесення до вибірки даних країн соціалістичного “табору” (Болгарії, Чехословаччини, Угорщини, Польщі, Румунії, Югославії та колишнього СРСР) зменшувало швидкість конвергенції та обертало на від’ємний коефіцієнт при  $\ln(s)$  [6, с. 56]<sup>1</sup>. Таким чином відсутність сприятливого впливу інвестицій на економічне зростання можна пояснити успадкованою інерцією з часів адміністративно-командної економіки. З іншого боку, отриманий результат дещо дивує, адже існує щільна кореляція між інвестиціями та зростанням ВВП.

На початку 1990-х років дещо ідеалізовано приймалося, що проблему ефективних інвестицій вирішить залучення ПІІ. Проте в окремих дослідженнях досить несподівано збільшення ПІІ погіршує динаміку доходу, що може бути наслідком подорожчання виробничих ресурсів для національних виробників внаслідок їх залучення у сектор з іноземними інвестиціями [97, с. 38]. Логічно припустити, що виробничі підприємства з іноземними інвестиціями функціонують порівняно самостійно — без достатніх

<sup>1</sup> Брак очікуваного зближення доходів стверджується критерієм  $s$ -конвергенції [6, с. 58].

коопераційних зв'язків з рештою економіки. Також у нестабільному економічному середовищі динаміка доходу може більшою мірою залежати від чинників ефективності, ніж збільшення виробничих ресурсів. Водночас стверджується залежність темпу економічного зростання від індексу економічної лібералізації  $CLI_t$  (розділ 2).

Аналіз фіктивних змінних для окремих країн показує сприятливі індивідуальні (окрім внесених у регресійне рівняння) чинники динаміки доходу в економіках Польщі, Словенії, Естонії та Латвії. Зрозуміло, що інтерпретація сприятливих для економічного зростання передумов, якими характеризуються дані країни, може бути у доволі широкому аналітичному діапазоні: інституційні умови, якість адміністративного персоналу, географічне розташування, переконлива політична орієнтація на євроатлантичні структури тощо.

Європейська інтеграція може стимулювати продуктивні інвестиції декількома шляхами: а) *зближення інституційних основ* (це підвищує довіру до економічної політики і зменшує невизначеність для іноземних та вітчизняних інвесторів), б) *усунення перешкод для мобільності капіталу* (гармонізація відповідних регуляторів ймовірно збільшить приплив капіталу), в) *лібералізація зовнішньої торгівлі* (це збільшує стимули для виробництва товарів зовнішньої торгівлі, що потенційно має збільшувати інвестиції), г) *державні трансферти* зі структурних та регіональних фондів ЄС (надходження коштів з бюджету ЄС матиме компліментарний вплив на приватні інвестиції через розвиток інфраструктури) [6, с. 71]. Не менш важливо, що курс на європейську інтеграцію передбачає проведення економічної політики, орієнтованої на цінову і грошову стабільність. Послідовне дотримання Маастрихтських критеріїв фіскальної і монетарної політики (дефіцит бюджету не повинен перевищувати 3 % від ВВП, а зовнішня заборгованість — 60 % від ВВП; інфляція не може відхилитися понад 1,5 % від середнього показника трьох країн з найнижчим зростанням цін) так чи інакше повинно збільшити заощадження у довгостроковій перспективі та створити передумови для стійкого економічного зростання. Прийняті у січні 1999 р. вимоги ERM-II додатково передбачають підтримання обмінного курсу в межах широкого валютного коридора  $\pm 15\%$  навколо паритетного курсу, як це практикувалося у ERM-I з 1992 р., а також виконання низки додаткових заходів, що відбивають специфіку інтеграції країн з нижчим рівнем економічного розвитку: дерегуляція внутрішнього ринку, лібералізація потоків капіталу і зовнішньої торгівлі, вирівнювання платіжного балансу, моніторинг цінових індексів. Зрозуміло, що такі вимоги не можуть не визначати характер економічної політики.

## 14.4. Модель Тірлвалла

У дусі структуралізму від'ємне сальдо платіжного балансу є одним із найдошкульніших “вузьких місць”, що перешкоджають економічному зростанню країн “третього світу”. Причина полягає у тому, що обмеження платіжного балансу не дозволяють збільшити сукупний попит, який міг би залучити у виробничий процес вільні ресурси. Емпіричні свідчення на користь зазначеного припущення забезпечувало порівняння чинних і розрахункових темпів економічного зростання в низці країн, що розвиваються [271, р. 252—253] та окремих промислових країн зі середнім рівнем розвитку [111, р. 245—253]. У платіжному балансі першочергове значення отримує поточний рахунок, оскільки для більшості країн, що розвиваються, потоки капіталу не мають помітного впливу.

### 14.4.1. Структура і аналітична інтерпретація

Логіку моделі економічного зростання Тірлвалла ілюструють три рівняння (у логарифмах) [271, р. 234—239]:

$$p + x = e + p^* + m, \quad (14.35)$$

$$x = \varepsilon(p - e - p^*) + \phi y^*, \quad (14.36)$$

$$m = \eta(p^* + e - p) + \delta y, \quad (14.37)$$

де  $y$  і  $y^*$ ,  $p$  і  $p^*$  — відповідно дохід та рівні цін у цій країні та за кордоном;  $x$  і  $m$  — відповідно експорт та імпорт.

Після нескладних перетворень отримуємо

$$y = \frac{(1 + \varepsilon + \eta)(p - p^* - e) + \phi y^*}{\delta}. \quad (14.38)$$

Приймаючи абсолютний паритет купівельної спроможності  $p - p^* - e = 0$ , зростання доходу становить

$$y = \frac{\phi y^*}{\delta} = \frac{x}{\delta}, \quad (14.39)$$

де співвідношення  $x/d$  називають торговельним мультиплікатором Гаррода (англ. *the Harrod trade multiplier*).

Співвідношення  $ju^*/d$  отримало назву правила Тірлвалла (англ. *the Thirlwall's law*). Висновок з рівняння (14.39) є доволі прозорим: платіжний баланс обмежує економічне зростання. Недостатнє зростання країн-торговельних партнерів у поєднанні з підвищеною залежністю імпорту від доходу перешкоджають поліпшенню динаміки доходу. Зменшення залежності від імпорту виглядає чинником економічного зростання. Загалом це обслуговувало політику ISI, яка передбачала прискорене зростання галузей, що виробляли товари-замінники імпорту. Динаміка RER не має впливу на економічне зростання. Окрім довгострокового ПКС, нейтральність цінового чинника у структуралістських моделях обґрунтовується невисокими ціновими еластичностями експорту-імпорту ( $1 + \varepsilon + \eta = 0$ ). Для сучасної світової економіки, як правило, використовуються аргументи нецінової конкуренції на експортних ринках.

Становище погіршується в економіках зі значним зовнішнім боргом. М. Фельдштейн підрахував, що обслуговування зовнішнього боргу на рівні 5 % від ВВП вимагають підтримання додатного сальдо торговельного балансу на такому самому рівні — 5 % від ВВП. У більшості структуралістських моделей приплив капіталу оцінюється негативно, що не припускає доцільність розширеного трактування зовнішньої рівноваги. Деструктивність потоків капіталу пов'язується з ліберальною економічною політикою: першопричиною стають фінансова лібералізація і супутнє підвищення реальної відсоткової ставки, а наслідками — підвищення RER, загроза девальвації, пригнічення внутрішніх заощаджень [326, р. 1—15]. Відсутність помітних макроекономічних проблем у Мексиці напередодні фінансової кризи 1994 р. інтерпретується доказом непередбачуваного характеру очікувань іноземних інвесторів та пов'язаного з цим мінливого характеру потоків капіталу [261, р. 19]. У структуралістських моделях приплив капіталу стає чинником деіндустріалізації, якщо (1) прибутковість місцевої промисловості є нижчою від зарубіжних показників або (2) підвищується премія від ризику.

Стверджується, що одночасна лібералізація потоків капіталу і зовнішньої торгівлі з початку 1990-х років не позбавила економіку Аргентини найдошкульнішої структурної характеристики — циклічного погіршення зовнішньої рівноваги [193, р. 59—62]. Практично адаптація до мексиканського "ефекту текіли" нічим не відрізнялася від численних післявоєнних криз платіжного балансу. Недоречне поєднання лібералізації потоків капіталу і системи грошової ради спричинило нестабільність динаміки доходу. Упродовж 1991—1994 рр. приплив капіталу посилив інфляційне підвищення цін товарів зовнішньої торгівлі, а у 1995—1996 рр. не менш контрастний вплив капіталу зумовив потужне скорочення сукупного попиту на

## ІМПОРТОЗАМІЩУЮЧА ІНДУСТРІАЛІЗАЦІЯ

Аргентина, Бразилія, Мексика та Чилі першими ініціювали ISI зі середини 1930-х років. Економічна політика першого етапу ISI (друга половина 1930-х — початок 1940-х років) поєднувала торговельний протекціонізм з частими девальваціями грошової одиниці. Успіх обраної стратегії пов'язувався з переважанням в імпорті споживчих товарів та невисокою капіталоемністю заміщення їх імпорту. Індустріальні проекти орієнтувалися переважно на подолання несприятливих зовнішніх чинників. Пріоритет отримали легка, переробна та окремі базові галузі промисловості, як сталеплавильна і електроенергетична. Перший етап ISI полегшили поліпшення умов торгівлі наприкінці 1930-х років та експорт сировини під час Другої світової війни. Потенціал прискорення економічного зростання вбачався у переході до другого етапу ISI та подоланні “вузьких місць” внутрішнього походження: недостатнє виробництво продуктів харчування, інтенсивна урбанізація, збільшення зайнятості у невиробничій сфері, прискорений приріст населення, соціальні проблеми, неефективна податкова система, нерациональна структура споживання. Попри потенціал внутрішнього ринку, недостатній сукупний попит вважався серйозною перешкодою для економічного зростання.

Пропонувався зручний спосіб позбутися “вузьких місць” — збільшення державних інвестицій та підвищення реальних доходів населення. Інструменти економічної політики мали виразне експансійне спрямування:

— *значні державні інвестиції*. Початково було створено значну кількість великих і середніх підприємств у державному секторі. Згодом наголошувалася важливість фінансування інфраструктури і сфери послуг задля підтримки приватного бізнесу;

— *завищений обмінний курс*. Це мало сприяти інвестиціям через зниження вартості імпортного обладнання, сировини, комплектуючих частин і технологій. Водночас ставав дешевшим імпорт продовольчих товарів;

— *система множинних обмінних курсів*. Вперше таку систему було запроваджено в Аргентині у 1933 р. В окремі роки існувало до 16 обмінних курсів. У Бразилії система множинних обмінних курсів діяла впродовж 1953—1961 рр. Це дискримінувало експорт, заохочувало імпорт і створювало зручні умови для зловживань;

— *валютний контроль*. Це обмежувало імпорт і переказ коштів за кордон;

— *торговельний протекціонізм*. На середину 1960-х років у країнах Латинської Америки сформувалися торговельні режими з надзвичайно високим імпортним митом та засиллям засобів нетарифного регулювання. Так, у 1966 р. середня ставка імпортного мита в Аргентині становила 181 %, а у Бразилії — 98 %;



— *адміністративне регулювання цін та заробітної плати*. Це мало сприяти вирівнюванню доходів, а відтак — підвищенню ефективності економічної системи та послабленню соціальної напруги. В Аргентині під час правління Х. Перона реальна заробітна плата в 1947—1948 рр. зросла на 55 %, а частка заробітної плати у ВВП — до 49 % у 1949 р. проти 40 % у 1946 р. Подібно діяли уряди в Бразилії, Чилі та Уругваї;

— *дефіцит бюджету*. Твердячи про неможливість збільшення внутрішніх заощаджень та “грабіжницький” характер іноземного капіталу, місцеві економісти і політичні діячі пропагували переваги монетизації дефіциту бюджету. Інфляційний вплив експансійної фіскальної і монетарної політики вважався незначним;

— *від’ємні реальні відсоткові ставки*. Адміністративне визначення заниженої відсоткової ставки та прискорення інфляції мало збільшити приватні інвестиції.

Стимулювання платоспроможного попиту практично відразу позначилося кризами платіжного балансу. Не менш важливим наслідком стали інфляція та структурні деформації. Сподівання на конструктивність державних інвестицій виявилися марними. Прискорення інфляції спотворювало інвестиційні пріоритети, вело до непропорційного зростання короткочасного кредиту та його неефективного використання (зокрема, кредитувалися збиткові підприємства), ускладнило бухгалтерський облік, фінансові контракти, податкову систему та оцінку реальної вартості запасів у економіці. Набули поширення спекулятивні види діяльності. Логічним підсумком політики ISI стали значні структурні деформації, що перешкождали збалансованому економічному зростанню на основі порівняльних переваг. Подвійного “удару” зазнало сільське господарство: прискорений розвиток промисловості позбавляв необхідних ресурсів, а завищений обмінний курс перешкоджував експорту продукції. Якщо у міжвоєнний період Чилі було чистим експортером аграрної продукції, то у 1940-х роках обсяги імпорту перевищили експорт. У розрахунку на душу населення аграрне виробництво у 1950—1954 рр. (пік ISI) зменшилося на 15 % проти довоєнного рівня. Значні деформації виникли у фінансовому секторі. Високі резервні вимоги, адміністративне регулювання відсоткових ставок, примусове розміщення урядових облігацій погіршили ефективність комерційних банків і сприяли формуванню неформального ринку кредитних ресурсів. У восьми найбільших країнах Латинської Америки офіційні фінансові установи акумулювали не більше 20—25 % заощаджень, порівнюючи з 85—90 % у промислових країнах. Значні втрати економічної ефективності спричиняв валютний контроль. Несприятливий вплив довершувала практика адміністративного розподілу пільгових кредитів.

*Джерело: Шевчук В.* Економічні реформи у Латинській Америці: від фінансової стабілізації до стійкого економічного зростання. — Л.: Каменяр, 1999; *Glade W.* The Latin American Economies: A Study of Their Evolution. — N. Y.: American Book, 1969.

6 млрд дол. Становище погіршилося тим, що попереднє скасування обмежень імпорту зменшило виробництво товарів зовнішньої торгівлі. Підвищену увагу в структуралізмі отримала “втеча” капіталу як чинник скорочення податкової бази, збільшення дефіциту бюджету, погіршення платіжного балансу та інфляції. Для країн Латинської Америки не менш поширеними є оцінки припливу капіталу як засобу фінансування місцевої олігархії [72, с. 92]. У 1999 р. понад 100 млрд дол. використано для обслуговування зовнішнього боргу. Загальна вартість зовнішнього боргу зросла до 750 проти 400 млрд дол. у 1990 р. Тим більше, значні зовнішні запозичення не створили надійного економічного зростання у регіоні.

### 14.4.2. Особливості емпіричного тестування

Для перевірки теоретичної гіпотези моделі Тірлвалла зазвичай використовується таке регресійне рівняння [111, р. 246—247]:

$$y = \beta_0 + \beta_1 y^T + u_t, \quad (14.40)$$

де  $y$  і  $y^T$  — фактичний і рівноважний темпи зростання доходу;  $u_t$  — стохастичний чинник.

Рівноважний темп зростання доходу відповідає рівновазі торговельного балансу. Значення  $y^T$  отримують шляхом розрахунків відповідних залежностей для торговельного балансу. Свідченням на користь правила Тірлвалла розглядаються такі коефіцієнти:  $\beta_0 = 0$  і  $\beta_1 = 1$ .

Декілька технічних причин перешкоджають адекватному тестуванню правила Тірлвалла. По-перше, важко оцінити коефіцієнт залежності експорту від доходу країн — торговельних партнерів, адже з часом змінюються як географічна і товарна структура зовнішньої торгівлі, так і структурні чинники на зразок продуктивності праці. По-друге, певні труднощі виникають в ідентифікації довго- і короткострокових залежностей. Використання показника темпу зростання доходу не видається повністю задовільним, якщо спостерігається довгострокова коінтеграція чинників експорту. Загалом це вимагає використання моделей з коригуванням помилки. Нарешті, у багатьох випадках обсяги експорту залежать від цінового чинника, що вимагає точнішої ідентифікації впливу власне чинника доходу країн — торговельних партнерів.

## 14.5. Модель “двох дефіцитів”

Децю по-іншому залежність економічного зростання від зовнішньої торгівлі інтерпретується у моделі “двох дефіцитів”, розробленій у 1960—1970-х роках [64, с. 137—156]. Авторство моделі “двох дефіцитів” пов’язується з роботами американських економістів Р. Маккіннона і Х. Ченері (Hollis Chenery). Модель “двох дефіцитів” враховує зв’язок між балансами заощаджень-інвестицій та зовнішньої торгівлі. Якщо у моделі Тірлвалла сприятливе для економічного зростання подолання платіжних дисбалансів пов’язується з обмеженням імпорту, то модель “двох дефіцитів” визнає доцільність обмеженого у часі зовнішнього фінансування від’ємного сальдо торговельного балансу. На віддаленішу перспективу збільшення заощаджень як найважливіший наслідок прискореного економічного зростання повинно самостійно вирівняти платіжний баланс.

Подібно до моделі Гаррода — Домара, концепція “двох дефіцитів” передбачала зовнішні запозичення:

$$F_t = I_t - S_t = M_t - X_t, \quad (14.41)$$

$$S_t = sY_t, \quad (14.42)$$

$$M_t = mY_t, \quad (14.43)$$

$$C_t = Y_t - I_t + Z_t, \quad (14.44)$$

$$Y_t = Y_{t-1} + (1/k)(I_{t-1} - \delta K_{t-1}), \quad (14.45)$$

де  $I_t - S_t$  — дефіцит внутрішніх заощаджень;  $M_t - X_t$  — дефіцит торговельного балансу;  $Z_t$  — іноземна допомога;  $Y_t$  — дохід;  $K_t$  — акумульований капітал.

Рівняння (14.41) відбиває залежність внутрішніх заощаджень і торговельного балансу від іноземної допомоги. Норма заощаджень характеризує пропорційність між доходом і обсягами заощаджень (рівняння (14.42)). Обсяги імпорту є пропорційними доходу (рівняння (14.43)). Іноземна допомога дозволяє збільшити приватне споживання (рівняння (14.44)). У рівнянні (14.45) використано припущення моделі Гаррода — Домара про обернену залежність динаміки економічного зростання від співвідношення між капіталом і обсягами виробництва. Приріст доходу залежить від чистих інвестицій, визначених різницею між сукупними інвестиціями та амортизацією наявного капіталу. Приймається, що інвестиції впливають на дохід з лагом у період.

Інвестиції фінансуються внутрішніми заощадженнями та обсягами іноземної допомоги. Подібно імпорту фінансується надходженнями від експор-

ту та іноземним капіталом. Якщо обсяги експорту та іноземної допомоги є недостатніми для фінансування імпорту, це перешкоджатиме збільшенню доходу. Інакше узгодження обсягів виробництва з можливостями імпорту вимагатиме скорочення потенційного обсягу виробництва. Відповідно рівняння (14.41) стає виразом обмежень платіжного балансу. Іноземна допомога забезпечує необхідний темп ВВП і створює передумови для майбутнього самодостатнього економічного зростання (без залучення іноземного капіталу). На початковому етапі стратегія економічного зростання передбачає збільшення темпу зростання інвестицій до темпу зростання ВВП. На другому етапі передбачалося вирішення проблеми дефіциту заощаджень або торговельного балансу (залежно від обраних пріоритетів). Поступово мала відбуватися відмова від іноземної допомоги на користь внутрішніх джерел фінансування.

Доцільність імпорту не заперечувалася, але в обмеженому контексті поступового заміщення імпорту національним виробництвом. Передбачалося, що в міру збільшення обсягів виробництва супутнє збільшення внутрішніх заощаджень дозволить відмовитися від іноземної допомоги. Цільовий темп економічного зростання визначається залежністю балансу заощаджень-інвестицій і торговельного балансу від динаміки доходу.

Модель “двох дефіцитів” вважається розширенням моделі Гаррода — Домара. Хоча зі структуралізмом модель “двох дефіцитів” об’єднує визнання недостатності внутрішніх заощаджень, шляхи подолання платіжних дисбалансів відрізняються. Замість емісійного фінансування дефіциту бюджету наголос отримало залучення зовнішніх коштів, що передбачає відкритість економіки. Разом з тим пропагується доцільність поступової заміни імпорту внутрішнім виробництвом, що повністю відповідає засадничим постулатам структуралізму. З кінця 1960-х років політика ISI втратила попередню привабливість, проте теоретичні аргументи структуралізму зберегли популярність. Частково цьому сприяла помітна обмеженість традиційних макроекономічних “рецептів” фінансової стабілізації у монополізованій економіці зі структурними деформаціями.

У сучасних неструктуралістських моделях далі акцентуються обмеження платіжного балансу та відмінності між окремими секторами національної економіки, проте чимало нових рис стосуються специфікацій віддачі на інвестиції, впливу девальвації грошової одиниці, особливостей поведінки так званого неформального сектора економіки, характеристик надлишкового попиту і пропозиції. З іншого боку, ймовірна залежність економічного зростання від збільшення валютних резервів дозволяє простежити зв’язок між моделлю “двох дефіцитів” і монетарним підходом до вирівнювання платіжного балансу [343, р. 90—91]. Нестачу іноземної валюти можна подолати, якщо зважена монетарна політика і пов’язане з цим

збільшення доходу створюють належні передумови для припливу іноземного капіталу та його наступної монетизації. У Мексиці впродовж 1955—1975 рр. підтримання фіксованого обмінного курсу відбувалося за умов поєднання від'ємного сальдо торговельного балансу з чистим припливом капіталу, що дозволяло збільшувати валютні резерви. Найважливішою причиною була відмова від емісійного фінансування дефіциту бюджету кредитами центрального банку, що не збільшувало пропозицію грошової маси (фактично відбувалося залучення приватних заощаджень у державний сектор за допомогою діяльності фінансових посередників). Навпаки, у 1976 р. нездатність обмежити пропозицію грошової маси зумовила погіршення сальдо платіжного балансу і девальвацію мексиканського песо.

У запропонованому поясненні мобілізація внутрішніх заощаджень дозволяє послабити як вплив одного з “дефіцитів”, так і монетарні наслідки експансійної фіскальної політики. Проте тривале підтримання від'ємного сальдо торговельного балансу не гарантує стійкого темпу економічного зростання. Навіть якщо відбувається мобілізація внутрішніх заощаджень, економічному зростанню може перешкоджати нездатність використати отримані ресурси для придбання товарів “інвестиційного” імпорту або погіршення макроекономічної рівноваги. У тій же Мексиці погіршення торговельного балансу впродовж 1990—1993 рр. не вважалося істотною проблемою, оскільки в структурі імпорту переважали основні засоби, сировина та комплектуючі частини. У січні 1994 р. чільні керівники центрального банку переконували, що від'ємне сальдо поточного рахунку віддзеркалює приплив капіталу, а не експансійну монетарну чи фіскальну політику.

Збільшення імпорту розглядалося чинником збільшення експорту. Виникали аналогії з Японією та Південною Кореєю, де зростанню експорту передували декілька десятиліть з від'ємним сальдо поточного рахунку. Інакше кажучи, від'ємне сальдо поточного рахунку виглядало наслідком залучення зовнішніх заощаджень і збільшення інвестицій в економіці Мексики. Перспектива обслуговування зовнішнього боргу пов'язувалася зі збільшенням виробництва та обсягів експорту — це стимулює внутрішні заощадження. Відплив капіталу не враховувався: приватні інвестиції спрямовувалися переважно у виробництво, а значне перевищення валютними резервами грошової бази мало заспокоїти найобережніших портфельних інвесторів. Проте оптимістичні сподівання так і не справдилися. “Інвестиційне” від'ємне сальдо торговельного балансу матеріалізувалося у руйнівному погіршенні платіжного балансу.

## Навчальні завдання

1. Національна економіка перебуває у стані рівноваги, описаної моделлю Солова. Темпи росту населення зменшилися з  $h_0$  до  $h_1$ . Як це позначиться на динаміці основних макроекономічних показників? У якій ролі — експортера чи імпортера капіталу — виступить ця країна?

2. Економічна система характеризується виробничою функцією  $Y = BK^a[AN]^{1-a}$ . Якою є виробнича функція у інтенсивній формі? Покажіть, що  $f'(k) > 0$ ,  $f''(k) < 0$ . Якими є значення  $k^*$ ,  $y^*$  та  $c^*$ ? Якими є значення “золотого” рівня капіталу, приймаючи, що  $f'(k) = n + g + \delta$ ? Якою є відповідна частка заощаджень у ВВП?

3. Значення коефіцієнтів моделі Солова для країни А становлять:  $a = 1/3$ ;  $g = 0,2$ ;  $\delta = 0,03$ ;  $s = 0,10$ ;  $n = 0,02$ . Припустімо, що темпи зростання населення знижуються вдвічі. Наскільки зросте рівень продуктивності праці  $y^*$  у випадку зростання темпу народжуваності вдвічі?

4. Кількість капіталу на одного ефективного робітника в країнах А і В співвідносяться як 5:1, а продуктивність праці у країні А є вдесятеро вища. Частка інвестицій у ВВП обох країн становить 25 %. Якими є відмінності у технологічних рівнях обох країн?

5. Частка заощаджень у ВВП становить 25 %. Дано завдання збільшити цей показник до 30 %. Як зміниться продуктивність праці? (використайте поняття еластичності). У якій ролі — експортера чи імпортера капіталу — виступить ця країна?

6. Вважатимемо, що у моделі Солоу конвергенція до рівноважного рівня продуктивності праці  $y^*$  відбувається зі щорічним темпом 3 %. Скільки часу потрібно для того, щоб зменшити вдвічі відмінності між рівнями виробництва на душу населення?

7. Для моделі Солоу проілюструйте графічно наслідки досягнення “золотого” рівня капіталоозброєності в економіці з нижчою від оптимальної капіталоозброєністю.

## Рекомендована література

*Брюккер Г.* Другий економічний поділ в Європі? // Україна на шляху до Європи / Л. Хоффманн і Ф. Мьоллерс (ред.). — К.: Фенікс, 2001. — С. 49—75.

*Бураговська С., Кілієвич О., Луніна І. та ін.* Мікроекономіка і макроекономіка: у 2-х частинах. — К.: Основи, 2001. — С. 480—484.

*Нуреев Р.* Теории развития: кейнсианские модели становления рыночной экономики // Вопросы экономики, 2000. — № 4. — С. 136—158.

*Aghion, P., Howitt P.* Endogenous Growth Theory. — Cambridge, Mass.; London: The MIT Press, 1998. — P. 11—18.

*Gillis, M., Perkins D., Roemer M.* Economics of Development. 3<sup>rd</sup> Edition. — N. Y.; London: W. W. Norton, 1992. — P. 36—69, 129—153.

*Obstfeld, M., Rogoff K.* Foundations of International Economics. — Cambridge, Mass.; London: The MIT Press, 1996. — P. 429—468.

# СПИСОК ВИКОРИСТАНОЇ ЛІТЕРАТУРИ

1. *Бажал Ю.* Інвестиційно-інноваційні ресурси економічного зростання / Стратегія економічного розвитку України: Наук. зб. — Вип. 1. — К.: КНЕУ, 2000. — С. 34—40.
2. *Береславська О.* Стабілізація гривні як чинник розвитку економіки // Вісник НБУ. — 2002. — № 10. — С. 54—57.
3. *Берестовий С.* Вплив політики обмінного курсу на економічні процеси в перехідних економіках // Економіст. — 2000. — № 9. — С. 33—35.
4. *Благуи І., Гнатюк Т.* Інвестиції в експортно-імпорتنих операціях // Економіст. — 2001. — № 11. — С. 65—67.
5. *Бландіньєр Ж.-П.* Чинники економічного росту в 2000 році // Тенденції української економіки. — 2001. — № 3. — С. 5.
6. *Брюкер Г.* Другий економічний поділ в Європі? // Україна на шляху до Європи / Л. Хоффманн і Ф. Мьоллерс (ред.). — К.: Фенікс, 2001. — С. 49—75.
7. *Бураговська С., Кілієвич О., Луніна І. та ін.* Мікроекономіка і макроекономіка: У 2 ч. — К.: Основи, 2001.
8. *Бурда М., Виплош Ч.* Макроекономіка: європейський контекст. — К.: Основи, 1998.
9. *Бурлачков В.* Современные проблемы теории валютного курса // Вопросы экономики. — 2002. — № 3. — С. 17—30.
10. *Бутук В.* Безгрошовий монетаризм // Банківська справа. — 2000. — № 1. — С. 58—60.
11. *Василенко Ю.* Моделювання імпорту в Україну товарів із країн-торговельних партнерів (крім країн СНД та Балтії) // Вісник НБУ. — 2001. — № 6. — С. 34—38.
12. *Василенко Ю.* Наслідки девальвації для ефективності експорту // Вісник НБУ. — 2001. — № 2. — С. 10—15.
13. *Василенко Ю.* Роль зовнішньої торгівлі у платіжному балансі України // Вісник НБУ. — 1999. — № 9. — С. 9—15.
14. *Василенко Ю.* Тенденції розвитку товарного імпорту з Російської Федерації // Вісник НБУ. — 2000. — № 8. — С. 11—13.
15. *Василенко Ю.* Фактори розвитку українського експорту в країни “далекого зарубіжжя” // Вісник НБУ. — 2000. — № 7. — С. 36—43.



16. *Вінценц Ф., Тиссен У.* Середньострокова стратегія економічної політики України на 1996—2004 рр. / Зрушення до ринкової економіки / Л. Гоффманн, А. Зіденберг (ред.). — К.: Фенікс. — 1997. — С. 78—96.
17. *Вышинский Г.* Год неожиданного роста // Фондовый рынок. — 2001. — № 5. — 10 февр. — С. 10—11.
18. *Гаврилишин О., Ізворські І., Рооден Р.* Зростання у перехідних економіках протягом 1990—1997 рр. // Україна на роздоріжжі / А. Зіденберг та Л. Хофман (ред.). — К.: Фенікс, 1998. — С. 18—53.
19. *Гальчинський А.* Суперечності реформ: у контексті цивілізаційного процесу. — К.: Українські пропілеї, 2001.
20. *Геєць В.* Про політику економічного зростання в Україні // Банківська справа. — 1999. — № 2. — С. 3—7.
21. *Геєць В.* Перспективи світового економічного зростання у 2000—2002 рр. // Вісник НБУ. — 2000. — № 4. — С. 30—35.
22. *Геєць В.* Протиріччя макроекономічної політики економічного зростання // Трансформація моделі економіки України (ідеологія, протиріччя, перспективи). Інститут економічного прогнозування / Акад. НАН України В. Геєць (ред.). — К.: Логос, 1999.
23. *Герст П., Томпсон Г.* Сумніви в глобалізації: Пер. з англ. — К.: К.І.С, 2002.
24. *Геск'єр А.* Загальний огляд макроекономічної ситуації в Україні // Вісник НБУ. — 2001. — № 4. — С. 5—6.
25. *Гільфасон Т.* Природні ресурси та економічне зростання: який зв'язок? // Сприяння сталому економічному зростанню в Україні / Ш. Фон Крамон-Таубадель, І. Акімова (ред.). — К.: Альфа-Принт. — 2001. — С. 53—71.
26. *Горбачук В.* Макроекономічні методи. — К.: Альтерпрес, 1999.
27. *Горбачук В.* Фінансові методи. — К.: Альтерпрес, 2002.
28. *Гроницки М., Пентка К.* Макроэкономическая модель для Украины. — Варшава: CASE, 2000.
29. *Губський Б.* Конкурентоспроможність української економіки: орієнтири макрополітики в кризових умовах // Економіка України. — 1999. — № 4. — С. 4—13.
30. *Дорнбуш Р.* Два страхіття глобальної економіки // День. — 2001. — № 209.
31. *Дякин Б.* Активы — ключевая категория рыночной экономики // Экономические науки. — 2000. — № 2. — С. 73—74.
32. *Езраті М.* Японія: економіка, що старіє // Час. — 1997. — 18—24 верес.
33. *Жалило Я.* “Фискальный парадокс” и перспективы развития социально-экономической ситуации в Украине // Фондовый рынок. — 2001. — 24 апреля. — № 15. — С. 20—21.

34. *Звіт* про світовий розвиток 1991 р. / Видання Світового Банку. — К.: Абрис, 1994.
35. *Зовнішня торгівля України з Європейським Союзом у дзеркальній статистиці*. TACIS // Тенденції української економіки. — 1992. — № 3. — С. 70—72.
36. *Золотухина Т.* К вопросу об определении уровня достатности официальных золотовалютных резервов // Вопросы экономики. — 2002. — № 3. — С. 31—50.
37. *Іваницька О.* Зовнішній борг і проблеми економічного розвитку // Вісник НБУ. — 1998. — № 2. — С. 43—44.
38. *Іванік Н.* Визначення та принципи складання платіжного балансу // Вісник НБУ. — 1996. — № 1. — С. 10—11.
39. *Кирик А.* Реальний ефективний обмінний курс гривні як показник конкурентоспроможності національної економіки (1998—2000 рр.) // Тенденції української економіки. — 2001. — № 3. — С. 60—68.
40. *Кляйн Л., Ескін В.* Падіння американського долара: фундаментальний крен чи циклічне явище // Дзеркало тижня. — 2002. — 6 липня. — № 25.
41. *Ковальчук Т., Іванов Є.* Монетарний протекціонізм в Україні // Економіка України. — 1997. — № 8. — С. 36—45.
42. *Коломойцев В.* Альтернатива разрухе. — К.: Молодь, 2000.
43. *Коломойцев В.* “Сто днів” двох гілок влади: з американського політичного досвіду подолання кризи періоду “Великої депресії” // Урядовий кур’єр. — 1997. — 6 верес. — № 164—165.
44. *Коломойцев В.* Чиказька економічна школа і її уроки для України. — 1998. — 30 квіт. — № 82—83.
45. *Корнієнко Є., Рябокінь М.* Платіжний баланс України: основні тенденції та їх економічне значення // Вісник НБУ. — 2005. — № 1. — С. 28—33.
46. *Кредисов А., Дерев’яненко О.* Конкурентоспроможність країни та стратегія просування її експорту на світовому ринку // Економіка України. — 1997. — № 5. — С. 54—61.
47. *Кремінь В., Табачник Д., Ткаченко В.* Україна: Альтернативи поступу. Критика історичного досвіду. — К: ARC—Ukraine, 1996.
48. *Крючкова І.* Структурні чинники економічного зростання в Україні // Вісник НБУ. — 2002. — № 2. — С. 5—7.
49. *Кульпінський С.* Зовнішні чинники впливу на експорт в Україні // Вісник НБУ. — 2002. — № 5. — С. 59—63.
50. *Лебідь Н.* Який зміст, “Такі” й “справи” // Україна молода. — 2002. — 17 серп.
51. *Легейда Н.* Економічні наслідки державної підтримки металургійних підприємств на прикладі України // Сприяння сталому економічному

зростанню в Україні / Ш. Фон Крамон-Таубадель та І. Акімова (ред.). — К.: Альфа-Принт, 2001. — С. 259—270.

52. *Лукінов І.* Інфляційна політика, її руйнівні наслідки і шляхи подолання // *Економіка України.* — 1994. — № 1. — С. 15—16.

53. *Манків Г.* Макроекономіка: Підручник для України. — К.: Основи, 2000.

54. *Маньковська Н., Гуччі Р., Бетлій О.* Вплив реального ефективного обмінного курсу на торговельний баланс України // *Тенденції української економіки.* — 2002. — № 3. — С. 74—79.

55. *Маньковська Н., Дін Д.* Взаємозв'язок між потоками прямих іноземних інвестицій та зовнішньою торгівлею в перехідних економіках на прикладі України // *Сприяння сталому економічному зростанню в Україні / Ш. Фон Крамон-Таубадель та І. Акімова (ред.).* — К.: Альфа-Принт. — 2001. — С. 271—283.

56. *Марчук Є.* Виступи. Інтерв'ю. Статті. Кн. 2. — К.: Товариство “Знання” України, 1998.

57. *Махмудов О., Найдьонов В., Сменковський А.* Апологія монетаризму на тлі кризи // *Банківська справа.* — 1999. — № 1. — С. 44—51.

58. *Меламед М.* Заощадження та інвестиції української економіки в інституційних координатах // *Вісник НБУ.* — 1999. — № 11. — С. 6—15.

59. *Микитенко М., Михайлов В.* Деякі питання методологічного забезпечення статистики зовнішньої торгівлі України // *Економіка України.* — 1998. — № 3. — С. 88—85.

60. *Мізюк Б., Шевчук В.* Зовнішні запозичення: вплив на економічну політику // *Фінанси України.* — 1998. — № 9. — С. 82—90.

61. *Можайсков О.* Курсовая политика Банка России: критерии реализма // *Деньги и кредит.* — 2001. — № 1. — С. 20—26.

62. *Найденев В.* Как превратить оживление в рост? // *Фондовый рынок.* — 2001. — 10 февр. — № 5.

63. *Національні заощадження та економічне зростання.* Інститут економічного прогнозування / Д-р екон. наук В. Кваснюк (ред.). — К.: МП Леся, 2000.

64. *Нуреев Р.* Теории развития: Кейнсианские модели становления рыночной экономики // *Вопросы экономики.* — 2000. — № 4. — С. 137—156.

65. *Нуреев Р.* Теории развития: Неоклассические модели становления рыночной экономики // *Вопросы экономики.* — 2000. — № 5. — С. 145—158.

66. *Нуреев Р.* Теории развития: новые модели экономического роста // *Вопросы экономики.* — 2000. — № 6. — С. 136—157.

67. *Петрик О., Куріленко С.* Індикатори конкурентоспроможності // *Вісник НБУ.* — 1998. — № 5. — С. 30—33.

68. *Петрик О., Куріленко С.* Недооцінка гривні та її наслідки для монетарної політики // Вісник НБУ. — 2005. — № 2. — С. 3—5.
69. *Піддубна Л.* Рецидив “голландської хвороби” // Політика і час. — 2001. — № 11. — С. 78—82.
70. *Полтерович В., Попов В.* Последняя надежда // Эксперт. — 2002. — № 48.
71. *Приходько О.* Ще 54 мільярди — місту та штату! // Дзеркало тижня. — 2001. — 17 листоп.
72. *Романова З.* Латинская Америка — в лабиринте финансовых проблем // Экономист. — 2000. — № 6. — С. 88—96.
73. *Рубан А.* Про деякі питання і тенденції сучасної зовнішньої торгівлі України // Економіка України. — 2000. — № 2. — С. 66—69.
74. *Рудман Д.* Закінчення боргової кризи // Стан світу 2001. Доповідь Інституту Всесвітнього Спостереження про прогрес до сталого суспільства / Л. Старк (ред.). — К.: Інтелсфера, 2001. — С. 155—180.
75. *Савельєв Є. В.* Міжнародна економіка: Теорія міжнародної торгівлі і фінансів / Підручник. — Тернопіль: Економічна думка, 2001.
76. *Савчук В., Шевчук В.* Порівняльний аналіз чинників зовнішнього боргу в країнах Східної Європи і Латинської Америки / Проблеми формування ринкової економіки: Міжвідомчий науковий збірник. Вип. 8. — К.: КНЕУ, 2000. — С. 74—82.
77. *Сакс Д.* Економіка США: в зоні невизначеності // День. — 2000. — № 4.
78. *Сакс Д.* США: забрати у бідних — віддати багатим // День. — 2003. — № 3.
79. *Сидоренко М.* Рік без уряду Ющенка // Дзеркало тижня. — 2002. — № 16.
80. *Сколотянний Ю.* Тридцять із половиною тижнів потому... // Дзеркало тижня. — 2002. — № 14.
81. *Скрипниченко М., Приходько Т.* Підсумки ринкових перетворень та прогноз розвитку економіки України до 2005 року // Економист. — 2001. — № 1. — С. 26—36.
82. *Смовженко Т.* Основні мотиви та чинники формування заощаджень домогосподарствами // Вісник НБУ. — 2002. — № 5. — С. 32—34.
83. *Смыслов Д.* Международная конкурентоспособность России: валютные и финансовые аспекты (в свете разработок Давосского форума) // Деньги и кредит. — 2001. — № 2. — С. 17—24.
84. *Старовойтенко Р.* Зміцнення міжнародної фінансової системи як засіб запобігання фінансовим кризам та подолання їх наслідків // Вісник НБУ. — 1999. — № 12. — С. 53—55.
85. *Стельмах В., Петрик О.* Модель монетарного устрою “currency board”: за чи проти // Вісник НБУ. — 2000. — № 3. — С. 2—8.

86. *Сюе Цзюнь В.* Формування експортоорієнтованої моделі розвитку економіки: досвід Китаю // Економіка і прогнозування. — 2001. — № 3. — С. 97—110.
87. *Танюшин Ю.* Український *heavy metal*: щоу мусить тривати // Поступ. — 2002. — № 80. — 6—12 черв.
88. *Флавін К.* Багата планета, бідна планета // Стан світу 2001. Доповідь Інституту Всесвітнього Спостереження про прогрес до сталого суспільства / Л. Старк (ред.). — К.: Інтелсфера, 2001. — С. 3—22.
89. *Хіміч Т., Черняк І.* Дослідження залежностей окремих показників платіжного балансу України // Вісник НБУ. — 1996. — № 6. — С. 50—51.
90. *Хорошковський В.* Міжнародні фінансові інститути й економічні інтереси України // Фінанси України. — 2002. — № 6. — С. 61—71.
91. *Цхведиани В.* Мировые сырьевые рынки в 2000 году — манна небесная для России и Украины // Фондовый рынок. — 2001. — № 5. — С. 30—31.
92. *Шамшетдінов Ю., Іванік Н., Воронова Л.* Інформаційно-статистична діяльність НБУ // Вісник НБУ. — 1997. — № 7. — С. 13—16.
93. *Шевчук В., Гуменна Л., Чурик І.* Проблема “подвійного дефіциту” — бюджету і платіжного балансу — в перехідних економіках / Вісник ЛКА. — Вип. 7. — Л.: Коопосвіта, 2000. — С. 62—68.
94. *Шевчук В.* Вплив чинників платіжного балансу на динаміку доходу в нестабільному економічному середовищі // Вісник Львівської комерційної академії. — Вип. 8. — Л.: Коопосвіта, 2001. — С. 69—74.
95. *Шевчук В.* Економічні реформи у Латинській Америці: від фінансової стабілізації до стійкого економічного зростання. — Л.: Каменяр, 1999.
96. *Шевчук В.* Інфляційний “перегрів” української економіки в 2003—2004 роках: причини та наслідки // Економіст. — 2005. — № 12. — С. 33—37.
97. *Шевчук В.* Платіжний баланс і макроекономічна рівновага в трансформаційних економіках: досвід України. — Л.: Каменяр, 2001.
98. *Шевчук В.* Слабка гривня як чинник спаду промислового виробництва і погіршення торговельного балансу // Вісник НБУ. — 2002. — № 8. — С. 20—24.
99. *Шемет Т.* Монетарна модель платіжного балансу: теоретичний аспект // Банківська справа. — 1999. — № 3. — С. 22—25.
100. *Шнилко О.* Курсова політика як інструмент впливу на конкурентоспроможність економіки // Вісник НБУ. — 2002. — № 5. — С. 36—39.
101. *Шульман Л.* Чи вирветься Україна із зашморгу міжнародних фінансистів? // Універсум. — 1999. — № 5—6. — С. 21—28.
102. *Юрчишин В.* Валютні кризи. — К.: УАДУ при Президентіві України, 2000.

103. *Юрчишин В.* Чи треба боятися помірної девальвації? // Вісник НБУ. — 1997. — № 4. — С. 30—32.
104. *Ющенко В., Лисицький В.* Гроші: розвиток попиту та пропозиції в Україні. — К.: Скарби, 2000.
105. *A cruise around the Phillips curve* // *The Economist*. — 1994. — February 19<sup>th</sup>.
106. *Adams C., Mathieson D., Schinasi G., Chadha B.* International Capital Markets: Developments, Prospects, and Key Policy Issues. World Economic and Financial Surveys. — Washington: IMF, 1998. — September.
107. *Adedeji O.* The Size and Sustainability of Nigerian Current Account Deficits. Working Paper No. 87. — Washington: IMF, 2001.
108. *Aghion P., Howitt P.* Endogenous Growth Theory. — Cambridge, Mass.; London: The MIT Press, 1998. — P. 11—18.
109. *Ahearne A., Grier W., Warnock F.* Information Costs and Home Bias: An Analysis of U. S. Holdings of Foreign Equities. International Finance Discussion Paper No. 691. — Washington: Board of Governors of the FRS, 2001.
110. *Ahrend R.* Effects on the trade account of a devaluation // *Ukrainian Economic Trends*. — 1997. — Vol. 3. — No. 9. — P. 94—101.
111. *Alonso J.* Growth and the external constraint: lessons from the Spanish case // *Applied Economics*. — 1999. — Vol. 31. — No. 2. — P. 245—253.
112. *America's economy: Slowing down, to what?*. — 2000. — December 9<sup>th</sup>.
113. *Antczak M., Gorski U.* The Influence of the Exchange Rate Stability on Inflation: A Comparative Analysis. — Warsaw: CASE, 1998.
114. *Arize A., Grivoyannis E., Kallianiotis I., Lawson S.* The Traditional Theory to the Current Account: An Empirical Examination // *Balance of Payments Adjustment: Macro Facets of International Facets Revisited* / A. Arize, H. Bonitsis, I. Kallianiotis, K. Kasibhatla, and J. Malindretos (eds.). — London: Greenwood Press, 2000. — P. 39—54.
115. *Arora V., Vamvakidis A.* How Much Do Trading Partners Matter for Economic Growth? // *IMF Staff Papers*. — 2005. — Vol. 52. — No. 1. — P. 24—40.
116. *Arvai Z.* Capital Account Liberalization, Capital Flow Patterns, and Policy Responses in the EU's New Member States. Working Paper No. 213. — Washinton: IMF, 2005. — 40 p.
117. *Asset Prices and the Business Cycle* // *World Economic Outlook*. — Washington: IMF, 2000.
118. *Auerbach A., Kotlikoff L. J.* Macroeconomics: An Integrated Approach. 2<sup>nd</sup> Edition. — Cambridge, Mass., London: The MIT Press, 1998.
119. *Baily M., Friedman P.* Macroeconomics, Financial Markets, and the International Sector. — Chicago; London: Irwin, 1995.

120. *Baffes J., Elbadawi I., O'Connell S.* Single-Equation Estimation of the Equilibrium Exchange Rate. Working Paper No. 647. — Washington: The World Bank, 1997.

121. *Balassa B.* The Policy Experience of Twelve Less Developed Countries, 1973—1978. Working Paper No. 449. — Washington: The World Bank, 1981.

122. *Banking in emerging markets: a survey // The economist.* — 1997. — April 12<sup>th</sup>.

123. *Barro R.* Economic Growth and Convergence. Occasional Paper No. 46. — San Francisco: ICS Press, 1994.

124. *Barro R.* Latin lessons in monetary policy // *The Wall Street Journal.* — 1995. — May 1.

125. *Barro R.* Macroeconomics. 5<sup>th</sup> Edition. — Cambridge, Mass.; London: The MIT Press, 1998.

126. *Barro R.* The Ricardian Approach to Budget Deficits // *Macroeconomic Policy.* — Cambridge, Mass.; London: The Harvard University Press. — 1990. — P. 213—233.

127. *Bauc J.* Effectiveness of Capital Inflow Sterilization in Poland. — Warsaw: CASE, 1998.

128. *Bayomi T.* Estimating Trade Equations from Aggregate Bilateral Data. Working Paper No. 74. — Washington: IMF, 1999.

129. *Berengaut J., De Vrijer E., Elborgh-Woytek K., Lewis M., Lissovlik B.* An Interim Assessment of Ukrainian Output Developments, 2000—2001. Working Paper No. 97. — Washington: IMF, 2002.

130. *BIS.* 70<sup>th</sup> Annual Report. 1 April 1999 — March 2000. — Basle: BIS, 2000.

131. *Boughton J.* On the Origins of the Fleming — Mundell Model. Working Paper No. 107. — Washington: IMF, 2002.

132. *Branson W., Henderson D.* The Specification and Influence of Asset Markets // *Handbook of International Economics / R. Jones and P. Kenen (eds).* — Vol I. — Book 3. — Amsterdam; N. Y.; Oxford: North-Holland. — 1985. — P. 749—805.

133. *Bratkowski A., Rostowski J.* Zlikwidować złotego / Kiedy koniec złotego. Zeszyty BRE Bank—CASE. — Warszawa: BRE Bank SA; CASE, 1999. — S. 7—10.

134. *Bratkowski A., Rostowski J.* Wierzymy w euro / Kiedy koniec złotego. Zeszyty BRE Bank—CASE. — Warszawa: BRE Bank SA; CASE, 1999. — S. 11—15.

135. *Brayton F., Roberts J., Williams J.* What's Happened to the Phillips Curve? Working Paper No. 949. — Washington: Board of Governors of the FRS, 1999.

136. *Bresser C.* Brazil // *The Political Economy of Policy Reform / J. Williamson (ed.).* — Washington: Institute of International Economics, 1994. — P. 333—354.

137. *Brooks R., Edison H., Kumar M., Sløk T.* Exchange Rates and Capital Flows. Working Paper No. 190. — Washington: IMF, 2002.

138. *Brunner A.* El Niño and World Primary Commodity Prices: Warm Water or Hot Air? International Finance Discussion Paper No. 3. — Washington: Board of Governors of the FRS, 1998.

139. *Bubula A., Ötker-Robe I.* The Evolution of Exchange Rate Regimes Since 1990: Evidence from De Facto Policies. Working Paper No. 155. — Washington: IMF, 2002.

140. Building Institutions // World Economic Outlook. — Washington: IMF, 2005.

141. *Calderon C., Loayza N., Serven L.* External Sustainability: A Stock Equilibrium Approach. Working Paper No. 1035. — Washington: The World Bank, 1999.

142. *Cardoso L., Helwege A.* Latin America's Economy: Diversity, Trends, and Conflicts. — Cambridge, Mass.; London: The MIT Press, 1993.

143. *Cashin P., McDermott J.* An Unbiased Appraisal of Purchasing Power Parity. Working Paper No. 196. — Washington: IMF, 2001.

144. *Cashin P., McDermott J.* The Long-Run Behavior of Commodity Prices: Small Trends and Big Variability // IMF Staff Papers. — 2002. — Vol. 49. — No. 2. — P. 175—199.

145. *Cashin P., Sahay R.* Regional Economic Growth and Convergence // Finance & Development. — 1996. — Vol. 33. — No. 1. — P. 49—52.

146. *Cerra V., Saxena S.-C.* Did Output Recover from the Asian Crisis? // IMF Staff Papers. — 2005. — Vol. 52. — No. 1. — P. 1—23.

147. *Chacholiades M.* International Economics. — N. Y.: McGraw-Hill, 1990.

148. *Cheung Y.-W., Lai K.* On cross-country differences in the persistence of real exchange rates // Journal of International Economics. — 2000. — Vol. 50. — No. 3. — P. 375—397.

149. *Chinn M. and Ito H.* Account Balances, Financial Development and Institutions: Assaing the World "Savings Glut". NBER Working Paper No. 11761. — Washington: IMF. — 43 p.

150. *Chopra A., Kang K., Karasulu M., Liang H., Ma H., Richards A.* From Crisis to Recovery in Korea: Strategy, Achievements, and Lessons. Working Paper No. 154. — Washington: IMF, 2001. — 93 p.

151. *Claassen E.-M.* Gradual or Radical Transformation? The Case of German Monetary Union // Exchange Rate Policies in Developing and Post-Socialist Countries / E.-M. Claassen (ed.). — San Francisco: ICS Press, 1991. — P. 123—143.

152. *Clarke G., Cull R., Martinez M., Sanchez S.* Foreign Bank Entry: Experience, Implication for Developing Economies, and Agenda for Future Research // World Bank Research Observer. — 2003. — Vol. 18. — No. 1. — P. 25—59.



153. *Clifton E.* The Decline of Traditional Sectors in Israel: The Role of the Exchange Rate and the Minimum Wage. Working Paper No. 167. — Washington: IMF, 1998.

154. *Cline W.* International Debt Reexamined. — Washington: Institute for International Economics, 1995.

155. *Cook P. and Kirkpatrick C.* Macroeconomics for Developing Countries. — N. Y.: St. Martin's Press, 1990.

156. *Collier P. and Gunning J. W.* Trade Shocks: Consequences and Policy Responses in Developing Countries. — San Francisco: ICS Press, 1994.

157. *Collignon S.* From Stabilization to Growth: Reconsidering Trade and Foreign Investment // *Macroeconomic Problems of Transformation* / H. Herr, S. Tober, A. Westphal (eds.). — Berlin: Edward Edgar, 1994. — P. 289—309.

158. *Coppel J., Durend M., Visco I.* EMU, the Euro and the European Policy Mix. Working Paper No. 232. — Paris: OECD, 2000.

159. *Corbo V.* The Use of the Exchange Rate for Stabilization Purposes: the Case of Chile // *Economic Reform and Stabilization in Latin America* / Connolly M. and Gonzales-Vega C. (eds.). — N. Y.; London: Praeger, 1987. — P. 111—137.

160. *Corden M., Neary J.* Booming Sector and De-Industrialization in a Small Open Economy // *The Economic Journal*. — 1982. — Vol. 92. — No. 4. — P. 825—848.

161. *Cortazar R.* Austerity Under Authoritarianism: the Neoconservative Revolution in Chile // *Paying the Costs of Austerity in Latin America* / Handelman H., Baer W. (eds.). — Boulder; London: Westview Press, 1989. — P. 43—63.

162. *Cortson K.* Comparative Economic Systems. — Armonk, N. I.: M. E. Sharpe, 1997.

163. *Dabrowski M.* Disinflation, Monetary Policy and Fiscal Constraints Experience of the Economies in Transition. CASE Report No. 16. — Warsaw: CASE, 1999.

164. *De Grauwe P.* Macroeconomic Theory for the Open Economy. — Aldershot, Hampshire; England: Gower, 1983.

165. *Dell'Ariccia G.* Exchange Rate Fluctuations and Trade Flows: Evidence from the European Union // *IMF Staff Papers*. — 1999. — Vol. 46. — No. 3. — P. 315—334.

166. *De Long B. J.* The Triumph of Monetarism? // *Journal of Economic Perspectives*. — 2000. — Vol. 14. — No. 1. — P. 83—94.

167. *De Melo M., Denizer C., Gelb A.* From Plan to Market: Patterns of Transition // *Macroeconomic Stabilization in Transition Economies*. — Cambridge: The Cambridge University Press, 1997. — P. 17—71.

168. *Denizer C., Wolf H., Ying Y.* Household Savings in Transition Economies. Working Paper No. 1053. — Washington: The World Bank, 1999.

169. *Denizer C., Wolf H.* The Savings Collapse During the Transition in Eastern Europe. Working Paper No. 1174. — Washington: The World Bank, 2000.

170. *Dernburg T.* Global Macroeconomics. — N. Y.: Harper Collins Publishers, 1989.

171. *Detken K.* Fiscal Policy Effectiveness and Neutrality Results in a Non-Ricardian World. Working Paper No. 3. — Frankfurt: ECB, 1999.

172. *Dhyne E., Alvarez L., Le Bihan H., Veronese G., Dias D., Hoffmann J., N. Jonker, Lünemann P., Rumler F., Vilmunen J.* Price Changes in the Euro Area and the United States: Some Facts from Individual Consumer Price Data // *Journal of Economic Perspectives*. — 2006. — Vol. 20. — No. 2. — P. 171—192.

173. *Dolinskaya I.* Explaining Russia's Output Collapse // *IMF Staff Papers*. — 2002. — Vol. 49. — No. 2. — P. 155—174.

174. *Dornbusch R.* Balance of Payments Issues // *The Open Economy Tools for Policymaking in Developing Countries* / R. Dornbusch and F. Leslie C. H. Helmers (eds.). — Washington: The World Bank; The Oxford University Press, 1988. — P. 37—53.

175. *Dornbusch R.* Exchange Rates and Fiscal Policy in a Popular Model of International Trade // *Exchange Rates and Inflation*. — Cambridge, Mass.; London: The MIT Press, 1988. — P. 23—41.

176. *Dornbusch R.* Exchange Rates and Inflation // *American Economic Review*. — 1973. — Vol. 63. — No. 5. — P. 871—880.

177. *Dornbusch R.* Expectations and Exchange Rate Dynamics // *Exchange Rates and Inflation*. — Cambridge, Mass.; London: The MIT Press, 1988. — P. 61—78.

178. *Dornbusch R.* Expectations and Exchange Rate Dynamics // *Journal of Political Economy*. — 1976. — Vol. 84. — No. 6. — P. 1161—1176.

179. *Dornbusch R.* Lessons from the German inflation experience // *Macroeconomics and Finance* / R. Dornbusch, S. Fischer, J. Bossons (eds.). — Cambridge; London: The MIT Press, 1992. — P. 337—366.

180. *Dornbusch R.* Overvaluation and Trade Balance // *The Open Economy Tools for Policymaking in Developing Countries* / R. Dornbusch and F. Leslie C. H. Helmers (eds.). — Washington: The World Bank; The Oxford University Press, 1988. — P. 80—107.

181. *Dornbusch R.* Purchasing Power Parity // *Exchange Rates and Inflation*. — Cambridge, Mass.; London: The MIT Press, 1988. — P. 265—290.

182. *Dornbusch R., Fischer S.* *Macroeconomics*. 5<sup>th</sup> Edition. — N. Y.; London: McGraw-Hill, 1991.

183. *Dornbusch R., Krugman P.* Flexible Exchange Rates in the Short-Run // *Brookings Papers on Economic Activity*. — 1976. — No. 3. — P. 537—575.

184. *Dornbusch R., Marcus S.* Introduction // International Money and Debt / R. Dornbusch and Marcus S. (eds.). — San Francisco: ICS Press, 1991. — P. 3—16.
185. *Drabek Z., Brada J.* Exchange Rate Regimes and the Stability of Trade Policy in Transition Economies // Journal of Comparative Economics. — 1998. — Vol. 26. — No. 4. — P. 642—648.
186. *Duttgupta R., Spilimbergo A.* What Happened to Asian Exports During the Crisis? // IMF Staff Papers. — 2004. — Vol. 51. — No. 1. — P. 72—95.
187. *Edwards S.* Exchange Rate Misalignment in Developing Countries. Occasional Paper No. 2. — Washington: The World Bank, 1988.
188. *Edwards S.* Real Exchange Rates, Devaluation, and Adjustment: Exchange Rate Policy in Developing Countries. — Cambridge, Mass.; London: The MIT Press, 1989.
189. *Edwards S.* Trade Policy, Exchange Rates, and Growth // Reform, Recovery, and Growth: Latin America and the Middle East. — Chicago: The University of Chicago Press, 1994. — P. 13—48.
190. *Edwards S.* Why Are Latin America's Saving Rates So Low? // Pathways to Growth: Comparing East Asia and Latin America / Birdsall N. and Jaspesen F. (eds.). — Washington: IADB, 1997. — P. 132—160.
191. *Eichengreen B., Razo-Garcia R.* The international monetary system in the last and next 20 years // Economic Policy. — 2006. — No. 47. — P. 393—442.
192. *Everhart S., Duval-Hernandez R.* Management of Oil Windfalls in Mexico. Working Paper No. 2592. — Washington: The World Bank, 2000.
193. *Fanelli J., Frenkel R.* The Argentine Experience with Stabilization and Structural Reform // After Neoliberalism What Next for Latin America. — Detroit: The University of Michigan Press, 1999. — P. 53—80.
194. *Faulkner-MacDonagh C., Mühleisen M.* Are U. S. Households Living Beyond Their Means? // Finance & Development. — 2004. — Vol. 41. — No. 1. — P. 36—39.
195. *Feldstein M.* Monetary Policy in a Changing International Environment: The Role of Capital Flows. Working Paper No. 11856. — Washington: NBER. — 13 p.
196. *Fischer S., Sahay R., Vegh C.* From Transition to Market: Evidence and Growth Prospects. Working Paper No. 52. — Washington: IMF, 2002.
197. *Flood R., Marion N.* Holding International Reserves in an Era of High Capital Mobility. Working Paper No. 62. — Washington: IMF, 2002.
198. *Flood R. and Rose A.* Uncovered Interest Parity in Crisis // IMF Staff Papers. — 2002. — Vol. 49. — No. 2. — P. 252—266.
199. *Franklin D.* Single currency, many prices // The World in 2002 / D. Fishburn (ed.). — London: The Economist Group, 2002.

200. *Frenkel J. and Mussa M.* Asset Markets, Exchange Rates and the Balance of Payments // Handbook of International Economics / R. Jones and P. Kenen (eds.). — Vol. I. — Book 3. — Amsterdam; N. Y.; Oxford: North-Holland, 1985. — P. 679—747.

201. *Frenkel J., Razin A.* The Mundell — Fleming Model: A Quarter Century Later // IMF Staff Papers. — 1987. — Vol. 34. — P. 567—620.

202. *Frenkel J., Razin A., Yuen C.-W.* Fiscal Policies and Growth in the World Economy. — Cambridge, Mass.; London: The MIT Press, 1996.

203. *Freund C.* Current Account Adjustment in Industrialized Countries. International Finance Discussion Paper No. 3. — Washington: Board of Governors of the FRS, 2000.

204. *Friedman M.* The Case for Flexible Exchange Rates // International Economics and International Economic Policy: A Reader / P. King (ed.). — N. Y.: McGraw-Hill, 1990. — P. 276—299.

205. *Fry M.* Foreign debt accumulation: financial and fiscal effects and monetary policy reactions // Journal of International Money and Finance. — 1993. — No. 12. — P. 363—360.

206. *Fry M.* Money, Interest and Banking in Economic Development. 2<sup>nd</sup> Edition. — Baltimore: The John Hopkins University Press, 1995.

207. *Galati G., Ho C.* Macroeconomic News and the Euro/Dollar Exchange Rate. Working Paper No. 105. — Basle: BIS, 2001.

208. *Funke M., Strulik H.* Growth and Convergence in a Two-Region Model: The Hypothetical Case of Korean Unification. Working Paper No. 26. — Washington: IMF, 2002.

209. *Gandolfo G.* International Economics: The Pure Theory of International Trade. — Berlin; N. Y.: Springer-Verlag, 1987.

210. *Gavin M., Hausmann R., Talvi E.* Saving, Growth, and Macroeconomic Vulnerability // Pathways to Growth: Comparing East Asia and Latin America / N. Birdsall and F. Jaspersen (eds.). — Washington: IADB, 1997. — P. 161—184.

211. *Ghosh A.* The Output-Inflation Nexus in Ukraine: Is There a Trade-off? Working Paper No. 46. — Washington: IMF, 1996.

212. *Gillis M., Parkins D., Roemer M., Snodgrass R.* Economics of Development. — N. Y.; London: W.W. Norton & Co, 1992.

213. *Glade W.* The Latin American Economies: A Study of Their Evolution. — N. Y.: American Book, 1969.

215. *Goldfajn I. and Valdes R.* Are Currency Crises Predictable? Working Paper No. 159. — Washington: IMF, 1997.

216. *Goldfajn I., Valdes R.* The aftermath of appreciations // The Quarterly Journal of Economics. — 1999. — Vol. CXIV. — No. 1. — P. 229—262.

217. *Gordon R.* Macroeconomics. 6<sup>th</sup> Edition. — N. Y.: HarperCollins College Publishers, 1993.

218. *Grey P.* A Monetary Theory of the BOP: A Retrospective Analysis // Balance of Payments Adjustment: Macro Facets of International Facets Revisited / A. Arize, H. Bonitsis, I. Kallianiotis, K. Kasibhatla, and J. Malindretos (eds.). — London: Greenwood Press, 2000.

219. *Hanson J.* Inflation and imported input prices in some inflationary Latin American economies // Journal of Development Economics. — 1985. — Vol. 18. — P. 395—410.

220. *Hauner D.* Aging: Some Pleasant Fiscal Arithmetic. Working Paper No. 71. — Washington: IMF, 2005. — 18 p.

221. *Heller, P.* Aging in the Asian Tiger Economies // Finance & Development. — 1998. — Vol. 35. — No. 2.

222. *Heller, P.* Who Will Pay? // Finance & Development. — 2003. — Vol. 40. — No. 3. — P. 36—39.

223. *Helmets F., Leslie C. H.* The Real Exchange Rate // The Open Economy Tools for Policymaking in Developing Countries / R. Dornbusch and F. Leslie C. H. Helmers (eds.). — Washington: The World Bank; The Oxford University Press, 1988. — P. 229—262.

224. *Henning R.* Currencies and Politics in the United States, Germany, and Japan. — Washington: Institute of International Economics, 1994.

225. *Hogan M.* The Marshall Plan: America, Britain, and the Reconstruction of Western Europe, 1947—1952. — Cambridge; N. Y.: The Cambridge University Press, 1998.

226. *Humfrey T., Kileher R.* The Monetary Approach to the Balance of Payments, Exchange Rates, and World Inflation. — N. Y.: Praeger, 1982.

227. *Hunt B., Laxton D.* The Zero Interest Floor (ZIF) and Its Implications for Monetary Policy in Japan. Working Paper No. 186. — Washington: IMF, 2001.

228. *IMF.* Chile: Selected Issues. Country Report No. 10 / S. Lizondo, M. Kaufman, F. Nadal, R. De-Simone, S. Phillips, and J. Zettelmeyer. — Washington: IMF, 2000.

229. *IMF.* Brazil: Selected Issues and Statistical Appendix. Country Report No. 10. — Washington: IMF, 2001.

230. *IMF.* Ukraine: Statistical Appendix. Country Report No. 28. — Washington: IMF, 2001.

231. *Ingram J.* International Economics. — N. Y.; Toronto; Singapore: John Wiley & Sons, 1986.

232. *Isard P.* Exchange Rate Economics // Cambridge Surveys of Economic Literature. — Cambridge: The Cambridge University Press, 1997.

233. *Ito T.* Japan's Economy Needs Structural Change // Finance & Development. — 1997. — Vol. 34. — No. 2. — P. 16—19.

234. *Jadresic E., Zahler R.* Chile's Rapid Growth in the 1990s: Good Policies, Good Luck or Political Change? Working Paper No. 153. — Washington: IMF, 2000.

235. *Japan's economy: Asia's so slow express* // *The Economist*. — 2000. — November 4<sup>th</sup>.
236. *Japan: the non-performing country* // *The Economist*. — 2002. — February 16<sup>th</sup>.
237. *Jones M., Obstfeld M. Saving, Investment, and Gold: A Reassessment of Historical Current Account Data* // *Money, Capital Mobility and Trade: Essays in Honor of Robert A. Mundell* / G. Calvo, R. Dornbusch, and M. Obstfeld (eds.). — Cambridge, Mass.; London: MIT Press. — 2001. — P. 303—363.
238. *Kamin S., Rogers G. Output and the RER in developing countries: an application to Mexico* // *Journal of Development Economics*. — 2000. — Vol. 61. — No. 1. — P. 85—109.
239. *Kandil M., Green J. The Impact of Cyclical Factors on the U.S. Balance of Payments*. Working Paper No. 45. — Washington: IMF, 2001.
240. *Kawai M., Newfarmer R., Schmukler S. Crisis and Contagion in East Asia: Nine Lessons*. Working Paper No. 2610. — Washington: The World Bank, 2000.
241. *Kee H. L. Productivity versus Endowments: A Study of Singapore's Sectoral Growth, 1974—1992*. Working Paper No. 2588. — Washington: The World Bank, 2002.
242. *Knight M., Scacciavilliani F. Current Accounts: What Is Their Relevance for Economic Policymaking?* Working Paper No. 71. — Washington: IMF, 1998.
243. *Koen V., De Masi P. Prices in the Transition: Ten Stylized Facts*. Working Paper No. 158. — Washington: IMF, 1997.
244. *Krajnyak K., Zettelmeyer J. Competitiveness in Transition Economies: What Scope for Real Appreciation* // *IMF Staff Papers*. — 1998. — Vol. 45. — No. 2. — P. 309—362.
245. *Krugman P. External Shocks and Domestic Policy Responses* // *The Open Economy Tools for Policymaking in Developing Countries* / R. Dornbusch and F. Leslie C. H. Helmers (eds.). — Washington: The World Bank; The Oxford University Press, 1988. — P. 54—79.
246. *Krugman P. Has the Adjustment Process Worked?* — Washington: Institute of International Economics, 1991.
247. *Krugman P. The Age of Diminished Expectations*. — Cambridge, Mass.; London: The MIT Press, 1998.
248. *Krugman P. The Myth of Asia's Miracle* // *Foreign Affairs*. — 1994. — 1994. — Vol. 73. — No. 6. — P. 62—78.
249. *Kuttner R. The Economic Illusion, False Choices Between Prosperity and Social Justice* // *Perspectives in Economic Thought* / M. Spechler (ed.). — N. Y.: McGraw-Hill, 1990. — P. 34—41.
250. *Lal D. Growth Collapses, Real Exchange Rate Misalignments, and Exchange Rate Policy in Developing Countries* // *Exchange Rate Policies in*

Developing and Post-Socialist Countries / E.-M. Claassen (ed.). — San Francisco: ICS Press, 1991. — P. 277—299.

251. *Lal D., Maxfield S.* The Political Economy of Stabilization in Brazil // Political and Economic Interactions in Economic Policy Reform: Evidence from Eight Countries / R. Bates and A. Krueger (eds.). — Oxford; Cambridge: Basil Blackwell, 1993.

252. *Lane P., Milesi-Ferretti G.* A Global Perspective on External Positions. Working Paper No. 161. — Washington: IMF, 2005.

253. *Lane P., Milesi-Ferretti G.* Long-Term Capital Movements. Working Paper No. 107. — Washington: IMF, 2001.

254. *Lane P., Milesi-Ferretti G.* The External Wealth of Nations Mark II: Revised and Extended Estimates of Foreign Assets and Liabilities, 1970—2004. Working Paper No. 69. — Washington: IMF, 2006.

255. *Lane P., Milesi-Ferretti G.* The External Wealth of Nations: Measures of Foreign Assets and Liabilities for Industrial and Developing Countries. Working Paper No. 115. — Washington: IMF, 1997.

256. *Lee J.-Y., Chinn M.* Current Account and Real Exchange Rate Dynamics in the G-7 Countries. Working Paper No. 130. — Washington: IMF, 2002.

257. *Lee J.-Y.* Sterilizing capital inflows. Economic Issues. — Washington: IMF, 1997.

258. *Lindert P., Pugel T.* International Economics. 10<sup>th</sup> Edition. — Chicago: Irwin, 1996.

259. *Loayza N., Lopez H., Ubide A.* Comovements and Sectoral Interdependence: Evidence for Latin America, East Asia, and Europe // IMF Staff Papers. — 2001. — Vol. 48. — No. 2. — P. 367—396.

260. *Lopez-Mejia A.* Large Capital Flows: A Survey of the Causes, Consequences, and Policy Responses. Working Paper No. 17. — Washington: IMF, 1999.

261. *Lustig N., Ros J.* Economic Reforms, Stabilization Policies, and the 'Mexican Disease' // After Neoliberalism What Next for Latin America. — Detroit: The University of Michigan Press.

262. *MacDonald R., Ricci L.* Purchasing Power Theory and New Trade Theory. Working Paper No. 32. — Washington: IMF. — 34 p.

263. *Maki D., Palumbo M.* Disentangling the wealth Effect: A Cohort Analysis of Household Saving in the 1990s. International Finance Discussion Paper No. 21. — Washington: Board of Governors of the FRS, 2001.

264. *Mann C.* Is the U. S. Current Account Deficit Sustainable? // Finance & Development. — 2000. — Vol. 37. — No. 1.

265. *Man of the hour* // The Economist. — 1999. — October 12<sup>th</sup>.

266. *Marquez J., Workman L.* Modelling the IMF's Statistical Discrepancy in the Global Current Account // IMF Staff Papers, 2001. — Vol. 48. — No. 3. — P. 499—521.

267. *Marston R.* Stabilization Policies in Open Economies // Handbook of International Economics / R. Jones and P. Kenen (eds.). — Vol. I. — Book 3. — Amsterdam; N. Y.; Oxford: North-Holland, 1985. — P. 859—915.

268. *McCallum B.* International Monetary Economics. — N. Y.; Oxford: The Oxford University Press, 1996.

269. *McCallum B., Nelson E.* Performance of Operational Policy Rules in an Estimated Semiclassical Structural Model // Monetary Policy Rules. NBER Studies in Business Cycles. — Vol. 31. / J. Taylor (ed.). — Chicago: The Chicago University Press, 1999. — P. 15—45.

270. *McCarthy J.* Pass-Through of Exchange Rates and Import Prices to Domestic Inflation in Some Industrialised Economies. Working Paper No. 79. — Basle: BIS, 1999.

271. *McCombie J., Thirlwall A.* Economic Growth and the BOP Constraint. — N. Y.: St. Martin's Press, 1994.

272. *McKinnon R.* Can the World Economy Afford U. S. Tax Cuts? The International Dollar Standard Redux // Finance and Development. — 2001. — Vol. 38. — No. 2.

273. *McKinnon R.* The Rules of the Game: International Money in Historical Perspective // Rules of the Game. — Cambridge, Mass.; London: The MIT Press, 1997. — P. 23—90.

274. *McKinnon R.* Wading in the yen trap // The Economist. — 1999. — July 24. — P. 77—79.

275. *Milesi-Ferretti G., Lane P.* The Transfer Problem Revisited: Net Foreign Assets and Real Exchange Rates. Working Paper No. 123. — Washington: IMF, 2000.

276. *Milesi-Ferretti G., Razin A.* Current Account Reversals and Currency Crisis: Empirical Regularities. IMF Working Paper No. 89. — Washington: IMF, 1998.

277. *Milesi-Ferretti G., Razin A.* Current Account Sustainability. Princeton Studies in International Finance No. 81. — Princeton: The Princeton University Press, 1996.

278. *Mishkin F.* Inflation Targeting in Emerging-Market Countries // American Economic Review. — 2000. — Vol. 90. — No. 2. — P. 104—109.

279. *Morande F.* Savings in Chile. What went wrong? // Journal of Development Economics. — 1998. — Vol. 57. — No. 2. — P. 201—228.

280. *Mundell R.* A Reconsideration of the Twentieth Century // The American Economic Review. — 2000. — Vol. 90. — No. 3. — P. 327—339.

281. *Mundell R.* On the History of the Mundell — Fleming Model // IMF Staff Papers. — 2001. — Vol. 47. — Special Issue. — P. 215—227.

282. *Murphy R., Navajas F.* Domestic savings, public savings and expenditures on consumer durable goods in Argentina // Journal of Development Economics. — 1998. — Vol. 57. — No. 1. — P. 97—116.



283. *Mühleisen M.* Improving India's Saving Performance // Finance & Development. — 1997. — Vol. 34. — No. 2. — P. 38—41.

284. *Obstfeld M.* International Macroeconomics: Beyond the Mundell — Fleming Model // IMF Staff Papers. — Special Issue. — 2001. — Vol. 47. — P. 1—39.

285. *Obstfeld M., Rogoff K.* Foundations of International Economics. — Cambridge, Mass.; London: The MIT Press, 1996.

286. *Obstfeld M., Rogoff K.* Six Major Puzzles in International Macroeconomics: Is There a Major Cause? Working Paper No. 7777. — Washington: NBER, 2000. — 64 p.

287. *Orlowski L.* Accelerate Change // Finance & Development. — 2004. — Vol. 41. — No. 2. — P. 109—145.

288. *Orlowski L.* Exchange Rate Policies in Central Europe in Response to the EMU. — Warsaw: CASE, 1998.

289. *Orlowski L.* The Path of Exchange Rates in the Polish Economic Transformation. — Warsaw: CASE, 1996.

290. *Ouanes A., Thakur S.* Macroeconomic Accounting and Analysis in Transition Economies. — Washington: IMF, 1997.

291. *Phillips S.* Assessing External Vulnerability: The Case of Chile // Chile: Selected Issues. Country Report No. 104. — Washington: IMF, 2000.

292. *Pitchford J.* The Current Account and Foreign Debt. — London; N. Y.: Routledge, 1995.

293. *Poirson H.* How Do Countries Choose Their Exchange Rate Regime? Working Paper No. 46. — Washington: IMF, 2001.

294. *Polak J.* The IMF Monetary Model at Forty. Working Paper No. 49. — Washington: IMF, 1997.

295. *Prasad, E., Gable J.* International Evidence on the Determinants of Trade Dynamics // IMF Staff Papers. — 1998. — Vol. 45. — No. 3. — P. 401—439.

296. *Quirk P.* Regimes as Inflation Anchors // Finance and Development. — 1996. — No. 3. — P. 42—44.

297. *Rainy-day blues* // The Economist. — 2000. — December 2<sup>nd</sup>.

298. *Rawthorn R., Ramaswamy R.* Deindustrialization: Causes and Implication. Working Paper No. 42. — Washington: IMF, 1997.

299. *Recessions and Recoveries* // World Economic Outlook. — Washington: IMF, 2002.

300. *Reinhart C., Talvi E.* Capital flows and savings in Latin America and Asia: a reinterpretation // Journal of Development Economics. — 1998. — Vol. 57. — No. 1. — P. 97—116.

301. *Reynolds A.* The IMF's Destructive Recipe of Devaluation and Austerity. — Indianapolis: Hudson Institute, 1992. — March.

302. *Roberts J.* Estimates of the Productivity Trend Using Time-Varying Parameter Techniques. International Finance Discussion Paper No. 8. — Washington: Board of Governors of the FRS, 2002.
303. *Rodrik D.* Foreign Trade in Eastern Europe's Transition: Early Results // The Transition in Eastern Europe / O. Blanchard, K. Froot, and J. Sachs (eds.). — Vol. 2. Restructuring. — Chicago; London: The University of Chicago Press, 1994. — P. 319—353.
304. *Rogers J. H.* Price Level Convergence Relative Prices, and Inflation in Europe. International Finance Discussion Paper No. 699. — Washington: Board of Governors of the FRS, 2001.
305. *Rogoff K.* Dornbusch's Overshooting Model After Twenty-Five Years. Working Paper No. 39. — Washington: IMF, 2001.
306. *Rogoff K., Froot K., Kim M.* The Law of One Price Over 700 Years. Working Paper No. 174. — Washington: IMF, 2001.
307. *Rose A., Yellen J.* Is there a J-curve? // Journal of Monetary Economics. — 1989. — Vol. 24. — No. 1. — P. 53—68.
308. *Rybinski K., Szczurek M.* Current Account — Inflation Trade-Off. Lessons for Poland and Other Transition Economies. — Warszawa: CASE, 1998.
309. *Sachs J., Warner A.* The big push, natural resource booms and growth // Journal of Development Economics. — 1999. — Vol. 59. — No. 1. — P. 43—76.
310. *Salgado R.* Productivity Growth in Canada and the United States // Finance & Development. — 1997. — Vol. 34.— No. 4. — P. 26—30.
311. *Sarno, L., Taylor M.* Purchasing Power Parity and the Real Exchange Rate // IMF Staff Papers. — 2002. — Vol. 49. — No. 1. — P. 65—105.
312. *Sawyer, J.* Macroeconomic Theory: Keynesian and Neo-Keynesian Models. — Philadelphia: The University of Pennsylvania Press, 1989.
313. *Schaechter A.* Implementation of Monetary Policy and the Central Bank's Balance Sheet. Working Paper No. 149. — Washington: IMF, 2001.
314. *Schweickert R.* Exchange Rate Based Stabilisation: Lessons From a Radical Implementation in Argentina // World Development. — 1994. — Vol. 22. — No. 3. — P. 171—189.
315. *Senhadji A., Montenegro C.* Time Series Analysis of Export Demand Equations: A Cross-Country Analysis // IMF Staff Papers. — 1999. — Vol. 46. — No. 3. — P. 259—273.
316. *Senhadji A.* Sources of Economic Growth: An Extensive Growth Accounting Exercise // IMF Staff Papers. — 2000. — Vol. 47.— No. 1. — P. 129—157.
317. *Senhadji A.* Time-Series Estimation of Structural Import Demand Equation: A Cross-Country Analysis. Working Paper No. 132. — Washington: IMF, 1997.

318. *Shatz H., Tarr D.* Exchange Rate Overvaluation and Trade Protection: Lessons from Experience. Working Paper No. 1041. — Washington: IMF, 2000.

319. *Shevchuk V.* The Influence of Devaluation Policies on the Exchange Rate of Ukrainian Currency // *Ukrainian Economic Review*. — 1998. — Vol. III. — No. 4—5. — P. 155—166.

320. *Shnabel G.* Output Trends and Okun's Law. Working Paper No. 111. — Basel: BIS, 2002.

321. *Söderling L.* Escaping the Curse of Oil? The Case of Gabon. Working Paper No. 93. — Washington: IMF, 2002.

322. *Szyrmer J.* Post-Soviet Transition: Problems, Lessons, and Solutions // *Reforms for Ukraine: Ideas and Actions* / J. Szyrmer and D. Snelbecker (eds.). — Kyiv: Harvard/CASE Ukraine Project, 2000. — P. 7—50.

323. *Takagi S., Yoshida Y.* Exchange Rate Movements and Tradable Goods Prices in East Asia: An Analysis Based on Japanese Customs Data, 1988—1999 // *IMF Staff Papers*. — 2001. — Vol. 48. — No. 2. — P. 266—289.

324. *Taylor A.* Argentina and the world capital market: saving, investment and international capital mobility in the twentieth century // *Journal of Development Economics*. — 1998. — Vol. 57. — No. 2. — P. 147—184.

325. *Taylor J.* A Historical Analysis of Monetary Policy Rules // *Monetary Policy Rules*. NBER Studies in Business Cycles. — Vol. 31 / J. Taylor (ed.). — Chicago: The Chicago University Press, 1999. — P. 319—341.

326. *Taylor L.* Introduction // *After Neoliberalism What Next for Latin America*. — Detroit: University of Michigan Press, 1999. — P. 1—15.

327. *Taylor M.* The Balance of Payments: New Perspectives on Open-Economy Macroeconomics. — Aldershot, England; Brookfield, USA: Edward Elgar, 1990.

328. *Tavlas G.* Chicago, Harvard, and the Doctrinal Foundations of Monetary Economics // *Journal of Political Economy*. — 1997. — Vol. 105. — No. 1. — P. 153—177.

329. *Thacker N.* Does PPP hold in the transition economies? The case of Poland and Hungary // *Applied Economics*. — 1995. — Vol. 27. — No. 6. — P. 477—481.

330. *The carnival begins* // *The Economist*. — 1995. — February 18<sup>th</sup>.

331. *The corporate savings glut* // *The Economist*. — 2005. — July 9<sup>th</sup>.

332. *The Global Demographic Transition* // *World Economic Outlook*. — Washington: IMF, 2004.

333. *The Global Economy After September 11* // *World Economic Outlook*. — Washington: IMF, 2001.

334. *The great thrift shift* // *The Economist*. — 2005. — September 24<sup>th</sup>.

335. *The Information Technology Revolution* // *World Economic Outlook*. — Washington: IMF, 2001.

336. *Time to arise from the great slump // The Economist.* — 2006. — July 22<sup>nd</sup>.
337. *Trade and Finance // World Economic Outlook.* — Washington: IMF, 2002.
338. *Tsanacas D., Kasibhatla K., Malindretos J.* A Survey of the Monetary Approach to International Finance // *Balance of Payments Adjustment: Macro Facets of International Facets Revisited / A. Arize, H. Bonitsis, I. Kallianiotis, K. Kasibhatla, and J. Malindretos (eds.).* — London: Greenwood Press, 2000. — P. 24—30.
339. *Wade D.* *Introductory Mathematical Economics.* — Lexington, Mass.; Toronto: D. C. Heath and Company, 1999.
340. *Wang Y., Yao Y.* Sources of China's Economic Growth, 1952—1999: Incorporating Human Capital Accumulation. Working Paper No. 2368. — Washington: The World Bank, 2001.
342. *Wijnbergen S.* The 'Dutch Disease': A Disease After All? // *The Economic Journal.* — 1984. — Vol. 94. — No. 1. — P. 41—55.
343. *Wilford W.* The Monetary Approach to BOP and Developing Nations: A Review of the Literature // *The Monetary Approach to International Adjustment / B. Putnam and S. Wilford (eds.).* — N. Y.: Praeger, 1986. — P. 87—112.
344. *Williamson J.* Advice on the Choice of an Exchange Rate Policy // *Exchange Rate Policies in Developing and Post-Socialist Countries / E.-M. Claassen (ed.).* — San Francisco: ICS Press. — 1991. — P. 395—403.
345. *Woodford M.* Pitfalls of Forward-Looking Monetary Policy // *The American Economic Review.* — 2000. — Vol. 90. — No. 2. — P. 100—104.
346. <http://www.bank.gov.ua>
347. <http://www.imf.org>
348. <http://www.oecd.org>
349. <http://www.ueplac.kiev.ua>
350. <http://www.ukrstat.gov.ua>

# ДОДАТКИ

## Додаток А

### КАНОНІЧНА МОДЕЛЬ МАНДЕЛЛА — ФЛЕМІНГА: РОЗВ'ЯЗОК

Знаходимо повні диференціали для кожного з рівнянь моделі (3.1)—(3.3):

$$dY = C_Y dY - C_Y dT - C_r dr - I_r dr + dG - CA_Y dY + CA_{Y^*} dY^* + \frac{CA_q}{P^2} (PP^* dE + PE dP^* - EP^* dP), \quad (\text{A.1})$$

$$\frac{PdM - MdP}{P^2} = L_r dY - L_r dr, \quad (\text{A.2})$$

$$-CA_Y dY + CA_{Y^*} dY^* + \frac{CA_q}{P^2} (PP^* dE + PE dP^* - EP^* dP) + kdr - kdr^* = 0, \quad (\text{A.3})$$

де  $C_Y$ ,  $C_r$ ,  $C_q$  тощо означають відповідні часткові похідні.

Приймаючи нормалізовані значення початкових рівнів цін та грошової маси  $P$ ,  $P^*$ ,  $M = 1$ , вирази (A.1)—(A.3) можна переписати

$$dY = C_Y dY - C_Y dT - (C_r + I_r) dr + dG - CA_Y dY + CA_{Y^*} dY^* + CA_q (dE + dP^* - dP), \quad (\text{A.4})$$

$$dM - dP = L_r dY - L_r dr, \quad (\text{A.5})$$

$$-CA_Y dY + CA_{Y^*} dY^* + CA_q (dE + dP^* - dP) + kdr - kdr^* = 0. \quad (\text{A.6})$$

Як зазначено в основному тексті, для фіксованого обмінного курсу залежними є змінні доходу  $Y$ , відсоткової ставки  $r$  та грошової маси  $M$ , а для плаваючого обмінного курсу — доходу  $Y$ , відсоткової ставки  $r$  та обмінного курсу  $E$ .

1. Фіксований обмінний курс. У матричному вигляді система рівнянь (A.4)—(A.6) записується так:

$$\begin{bmatrix} 1-C_Y+CA_Y & C_r+I_r & 0 \\ L_Y & -L_r & -1 \\ -CA_Y & k & 0 \end{bmatrix} \begin{bmatrix} dY \\ dr \\ dM \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} dG-C_Y dT+CA_Y dY^*+CA_q(dE+dP^*-dP) \\ -dP \\ kdr^*-CA_Y dY^*-CA_q(dE+dP^*-dP) \end{bmatrix}. \quad (\text{A.7})$$

Рівноважні значення  $dY$ ,  $dr$  та  $dM$  становлять

$$\begin{aligned} dY &= \frac{\begin{bmatrix} dG-C_Y dT+CA_Y dY^*+CA_q(dE+dP^*-dP) & C_r+I_r & 0 \\ -dP & -L_r & -1 \\ kdr^*-CA_Y dY^*-CA_q(dE+dP^*-dP) & k & 0 \end{bmatrix}}{\Delta} = \\ &= \frac{k}{\Delta} (dG-C_Y dT-(C_r+I_r)dr^*) + \frac{CA_Y(k+C_r+I_r)}{\Delta} dY^* + \\ &+ \frac{CA_q(k+C_r+I_r)}{\Delta} (dE+dP^*-dP), \end{aligned} \quad (\text{A.8})$$

$$\begin{aligned} dr &= \frac{\begin{bmatrix} 1-C_Y+CA_Y & dG-C_Y dT+CA_Y dY^*+CA_q(dE+dP^*-dP) & 0 \\ L_Y & -dP & -1 \\ -CA_Y & kdr^*-CA_Y dY^*-CA_q(dE+dP^*-dP) & 0 \end{bmatrix}}{\Delta} = \\ &= \frac{CA_Y}{\Delta} (dG-C_Y dT) + \frac{k(1-C_Y+CA_Y)}{\Delta} dr^* - \\ &- \frac{CA_Y(1-C_Y)}{\Delta} dY^* - \frac{CA_q(1-C_Y)}{\Delta} (dE+dP^*-dP), \end{aligned} \quad (\text{A.9})$$

$$\begin{aligned} dM &= \frac{\begin{bmatrix} 1-C_Y+CA_Y & C_r+I_r & dG-C_Y dT+CA_Y dY^*+CA_q(dE+dP^*-dP) \\ L_Y & -L_r & -dP \\ -CA_Y & k & kdr^*-CA_Y dY^*-CA_q(dE+dP^*-dP) \end{bmatrix}}{\Delta} = \\ &= \frac{kL_Y-CA_Y L_r}{\Delta} (dG-C_Y dT) - \frac{k(L_r(1-C_Y+CA_Y)+L_Y(C_r+I_r))}{\Delta} dr^* + \\ &+ \frac{CA_Y(kL_Y+L_r(1-C_Y)+L_Y(C_r+I_r))}{\Delta} dY^* + \frac{CA_q(kL_Y+L_r(1-C_Y)+L_Y(C_r+I_r))}{\Delta} (dE+dP^*-dP) - \\ &- \left[ 1 - \frac{kL_Y CA_q + CA_q(L_r(1-C_Y)+L_Y(C_r+I_r))}{\Delta} \right] dP, \end{aligned} \quad (\text{A.10})$$

де  $\Delta$  — визначник матриці коефіцієнтів у рівнянні (А.7). Легко пересвідчитися, що  $\Delta = CA_Y(C_r + I_r) + k(1 - C_Y + CA_Y) > 0$ .

2. Плаваючий обмінний курс. У матричному вигляді система рівнянь стає

$$\begin{bmatrix} 1 - C_Y + CA_Y & C_r + I_r & -CA_q \\ L_Y & -L_r & 0 \\ -CA_Y & k & CA_q \end{bmatrix} \begin{bmatrix} dY \\ dr \\ dE \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} dG - C_Y dT + CA_Y dY^* + CA_q(dP^* - dP) \\ dM - dP \\ kdr^* - CA_Y dY^* - CA_q(dP^* - dP) \end{bmatrix} \quad (\text{А.11})$$

Рівноважні значення  $dY$ ,  $dr$  та  $dE$  становлять

$$dY = \frac{\begin{bmatrix} dG - C_Y dT + CA_Y dY^* + CA_q(dP^* - dP) & C_r + I_r & -CA_q \\ dM - dP & -L_r & 0 \\ kdr^* - CA_Y dY^* - CA_q(dP^* - dP) & k & CA_q \end{bmatrix}}{\Delta} = -\frac{CA_q(k + C_r + I_r)}{\Delta}(dM - dP) - \frac{L_r CA_q}{\Delta}(dG - C_Y dT + kdr^*), \quad (\text{А.12})$$

$$dr = \frac{\begin{bmatrix} 1 - C_Y + CA_Y & dG - C_Y dT + CA_Y dY^* + CA_q(dP^* - dP) & -CA_q \\ L_Y & dM - dP & 0 \\ -CA_Y & kdr^* - CA_Y dY^* - CA_q(dP^* - dP) & CA_q \end{bmatrix}}{\Delta} = \frac{CA_q(1 - C_Y)}{\Delta}(dM - dP) - \frac{L_Y CA_q}{\Delta}(dG - C_Y dT) - \frac{kL_Y CA_q}{\Delta} dr^*, \quad (\text{А.13})$$

$$dE = \frac{\begin{bmatrix} 1 - C_Y + CA_Y & C_r + I_r & dG - C_Y dT + CA_Y dY^* + CA_q(dP^* - dP) \\ L_Y & -L_r & dM - dP \\ -CA_Y & k & kdr^* - CA_Y dY^* - CA_q(dP^* - dP) \end{bmatrix}}{\Delta} = +\frac{(kL_Y - L_r CA_Y)}{\Delta}(dG - C_Y dT) - \frac{CA_Y}{CA_q} dY^* - dP^* - \frac{CA_Y(C_r + I_r) + k(1 - C_Y + CA_Y)}{\Delta} dM + \frac{(C_r + I_r)(CA_Y - L_Y CA_q) + k(1 - C_Y + CA_Y - L_Y CA_q) - CA_q L_r(1 - C_Y)}{\Delta} dP - \frac{k(L_Y(I_r + C_r) + L_r(1 - C_Y + CA_Y))}{\Delta} dr^*, \quad (\text{А.14})$$

де  $\Delta$  — визначник матриці коефіцієнтів у рівнянні (А.11). Нескладно переконатися, що  $\Delta = -CA_q(L_r(1 - C_Y) + L_Y(k + C_r + I_r)) < 0$ .

## Додаток Б

## МОНЕТАРНА МОДЕЛЬ: КОРОТКОЧАСНІ НАСЛІДКИ ДЕВАЛЬВАЦІЇ ГРОШОВОЇ ОДИНИЦІ

Модель (8.5)—(8.11) можна записати для двох країн.

$$M^d = vPY, \quad (\text{Б.1})$$

$$M^{d*} = vP^*Y^*, \quad (\text{Б.2})$$

$$A = PY - H, \quad (\text{Б.3})$$

$$A^* = P^*Y^* - H^*, \quad (\text{Б.4})$$

$$H = h(M^d - M), \quad (\text{Б.5})$$

$$H^* = h^*(M^{d*} - M^*), \quad (\text{Б.6})$$

$$P = EP^*, \quad (\text{Б.7})$$

де символ \* для позначення змінних країн-торговельних партнерів, що уособлюють зарубіжну економіку (позначення для окремих змінних збережено).

Зрозуміло, що показники  $M$  і  $M^*$  характеризують пропозицію грошової маси у цій країні та за кордоном. В обох випадках приймається перебування на “природному” рівні доходу, а сальдо поточного рахунку визначається накопиченням грошових активів (рівняння (10.9)).

Використовуючи умову рівноваги товарного ринку  $H = -H^*E$ , після необхідних підстановок для  $H$  (рівняння (Б.5)) та  $H^*$  (рівняння (Б.6)) отримуємо:

$$h(vP\bar{Y} - M) + Eh^*(v^*P^*\bar{Y}^* - M^*) = 0. \quad (\text{Б.8})$$

Зауважуючи, що  $P^* = P/E$ , рівняння (Б.8) можна переписати:

$$h(kPY - M) + Eh^*\left(\frac{v^*PY^*}{E} - M^*\right) = 0 \quad (\text{Б.9, а})$$

або

$$h(vP\bar{Y} - M) + h^*v^*P\bar{Y}^* - Eh^*M^* = 0. \quad (\text{Б.9, б})$$

Для залежних змінних  $P$  та  $E$  повний диференціал рівняння (Б.9, б) становитиме:

$$\pi k\bar{Y}dP + \pi^*k^*\bar{Y}^*dP - \pi^*M^*dE = 0 \quad (\text{Б.10, а})$$



або

$$(hv\bar{Y} + h^*v^*\bar{Y}^*)dP - h^*M^*dE = 0. \quad (\text{Б.10, б})$$

Оскільки для рівноваги попиту і пропозиції грошової маси вимагається  $M = L$ , з рівнянь (Б.1) та (Б.2) отримуємо

$$vY = \frac{M}{P} \quad (\text{Б.11, а})$$

та

$$h^*Y^* = \frac{M^*}{P^*} = \frac{EM^*}{P}. \quad (\text{Б.11, б})$$

Після підстановок з рівнянь (Б.11, а) та (Б.11, б) рівняння (Б.10, б) набуває такого вигляду:

$$\left( \frac{hM}{P} + \frac{h^*EM^*}{P} \right) dP - h^*M^*dE = 0. \quad (\text{Б.12})$$

З рівняння (Б.12) легко встановити, що:

$$\frac{dP}{P} = \frac{Eh^*M^*}{hM + h^*M^*E} \frac{dE}{E}. \quad (\text{Б.13})$$

Якщо сукупну (або “світову”) пропозицію грошової маси визначити  $\bar{M} = M + EM^*$ , то вираз (Б.13) можна переписати

$$\frac{dP}{P} = \frac{h^*\sigma^*}{h\sigma + h^*\sigma^*E} \frac{dE}{E}, \quad (\text{Б.14})$$

де  $\sigma$  і  $\sigma^*$  — частки обсягів грошової маси  $M$  і  $EM^*$  у “світовій” пропозиції грошової маси.

Повний диференціал для паритету купівельної спроможності виглядає так:

$$d\left(\frac{EP^*}{P}\right) = \frac{dE}{E} + \frac{dP^*}{P^*} - \frac{dP}{P} = 0. \quad (\text{Б.15})$$

З рівняння (Б.15) зміна світових цін становить

$$\frac{dP^*}{P^*} = \frac{dP}{P} - \frac{dE}{E}. \quad (\text{Б.16})$$

Після підстановки у рівняння (Б.16) виразу для  $dP/P$  з рівняння (Б.14) отримуємо

$$\frac{dP^*}{P^*} = -\frac{\pi\sigma}{\pi\sigma + \pi^*\sigma^*E} \frac{dE}{E}. \quad (\text{Б.17})$$

З рівняння (10.9) торговельний баланс (= сальдо поточного рахунку) становить

$$dCA = dH = d(hvPY - M) = hvPY \frac{dP}{P}. \quad (\text{Б.18})$$

Після підстановки у рівняння (Б.18) виразу для  $dP/P$  з рівняння (Б.14) отримуємо

$$dCA = hM \left[ \frac{h^* M^* E}{hM + h^* M^* E} \right] \frac{dE}{E} > 0. \quad (\text{Б.19})$$

Девальвація грошової одиниці недвозначно поліпшує сальдо поточного рахунку.

## Додаток В

## ПОРТФЕЛЬНА МОДЕЛЬ ПЛАТІЖНОГО БАЛАНСУ: РОЗВ'ЯЗОК ТА АНАЛІТИЧНІ ЗАУВАЖЕННЯ

Повні диференціали рівнянь (11.1)—(11.7) є такими:

$$dM - dW = -m_r dr - m_r^* dr^*, \quad (\text{B.1})$$

$$dB - dW = b_r dr - b_r^* dr^*, \quad (\text{B.2})$$

$$dE + dF - dW = -f_r dr + f_r^* dr^*, \quad (\text{B.3})$$

$$dY = Y_w dW - Y_r dr, \quad (\text{B.4})$$

$$dW = dM + dB + dE + dF, \quad (\text{B.5})$$

$$dCA = -CA_r dY + CA_q (dE + dP^* - dP), \quad (\text{B.6})$$

$$dCA = dM + dE + dF. \quad (\text{B.7})$$

Співвідношення між окремими параметрами портфельної моделі легко встановити за допомогою докладнішого аналізу виразу для вартості портфеля активів (B.5). Приймаючи незалежність загальної вартості портфеля активів від відсоткової ставки ( $dW/dr = 0$ ), з урахуванням функціональних залежностей для окремих складових з рівнянь (B.1)—(B.3) отримуємо

$$0 = -m_r dr + b_r dr - f_r dr = (-m_r + b_r - f_r) dr. \quad (\text{B.8})$$

З рівняння (B.8) випливає:

$$b_r = m_r + f_r. \quad (\text{B.9})$$

Приймаючи  $f_r > 0$ , неважко побачити, що  $b_r > m_r$ . Отриманий результат означає, що під час підвищення відсоткової ставки відбувається заміщення внутрішніми облигаціями не лише грошової маси, але й іноземних облигацій.

Для отримання формального розв'язку систему рівнянь (B.1)—(B.7) необхідно дещо спростити. Умови рівноваги окремих фінансових ринків — грошового, внутрішніх й іноземних облигацій — визначено у рівняннях (B.1)—(B.3). Це дозволяє знайти рівноважні значення відсоткової ставки, вартості портфеля активів та грошової маси (фіксований обмінний курс) або номінального обмінного курсу (плаваючий обмінний курс). Для специфікації рівняння доходу можна використати рівняння (B.4)—(B.7). Найперше зауважимо, що з рівнянь (B.6) і (B.7) рівновага поточного рахунку становить

$$dM + dE + dF = -CA_r dY + CA_q (dE + dP^* - dP). \quad (\text{B.10})$$

Оскільки  $dM + dE + dF = dW - dB$  (рівняння (B.5)), залежність (B.10) можна переписати

$$dW - dB = -CA_Y dY + CA_q(dE + dP^* - dP). \quad (B.11)$$

Після підстановки виразу для  $dW$  у рівняння (B.4) отримуємо

$$dY = Y_w(dB - CA_Y dY + CA_q(dE + dP^* - dP)) - Y_r dr \quad (B.12, a)$$

або

$$(1 + Y_w CA_Y) dY = Y_w dB + Y_w CA_q(dE + dP^* - dP) - Y_r dr. \quad (B.12, б)$$

Рівняння (B.12, б) використовується для визначення доходу. Нижче подано розв'язки портфельної моделі для фіксованого і плаваючого обмінних курсів.

1. *Фіксований обмінний курс.* У матричному вигляді функціональні залежності запишуться так:

$$\begin{bmatrix} m_r & -1 & 0 & 1 \\ b_r & 1 & 0 & 0 \\ f_r & -1 & 0 & 0 \\ Y_r & 0 & 1 + Y_w CA_Y & 0 \end{bmatrix} \begin{bmatrix} dr \\ dW \\ dY \\ dM \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} -m_r dr^* \\ dB + b_r dr^* \\ f_r dr^* - dE - dF \\ Y_w dB + Y_w CA_q(dE + dP^* - dP) \end{bmatrix}. \quad (B.13)$$

Рівноважні значення  $dr$ ,  $dW$ ,  $dY$  та  $dM$  становлять

$$\begin{aligned} dr &= \frac{\begin{bmatrix} -m_r dr^* & -1 & 0 & 1 \\ dB + b_r dr^* & 1 & 0 & 0 \\ f_r dr^* - dE - dF & -1 & 0 & 0 \\ Y_w dB + Y_w CA_q(dE + dP^* - dP) & 0 & 1 + Y_w CA_Y & 0 \end{bmatrix}}{\Delta} \\ &= \frac{1}{b_r + f_r} (dB - dE - dF) + \frac{b_r + f_r}{b_r + f_r} dr^*, \end{aligned} \quad (B.14)$$

$$\begin{aligned} dW &= \frac{\begin{bmatrix} m_r & -m_r dr^* & 0 & 1 \\ b_r & dB + b_r dr^* & 0 & 0 \\ f_r & f_r dr^* - dE - dF & 0 & 0 \\ Y_r & Y_w dB + Y_w CA_q(dE + dP^* - dP) & 1 + Y_w CA_Y & 0 \end{bmatrix}}{\Delta} \\ &= \frac{f_r}{b_r + f_r} dB + \frac{b_r}{b_r + f_r} (dE + dF) + \frac{f_r b_r - b_r f_r}{b_r + f_r} dr^*, \end{aligned} \quad (B.15)$$

$$dY = \frac{\begin{bmatrix} m_r & -1 & & -m_r \cdot dr^* & 1 \\ b_r & 1 & & dB + b_r \cdot dr^* & 0 \\ f_r & -1 & & f_r \cdot dr^* - dE - dF & 0 \\ Y_r & 0 & Y_w dB + Y_w CA_q (dE + dP^* - dP) & 0 & 0 \end{bmatrix}}{\Delta} =$$

$$= \frac{Y_w(b_r + f_r) - Y_r}{\Delta} dB - \frac{y_r(b_r + f_r)}{\Delta} dr^* +$$

$$+ \frac{Y_r + Y_w CA_q(b_r + f_r)}{\Delta} dE + \frac{Y_r}{\Delta} dF + \frac{Y_w CA_q(b_r + f_r)}{\Delta} (dP^* - dP), \quad (B.16)$$

$$dM = \frac{\begin{bmatrix} m_r & -1 & 0 & & -m_r \cdot dr^* \\ b_r & 1 & 0 & & dB + b_r \cdot dr^* \\ f_r & -1 & 0 & & f_r \cdot dr^* - dE - dF \\ Y_r & 0 & 1 + Y_w CA_q & Y_w dB + Y_w CA_q (dE + dP^* - dP) & 0 \end{bmatrix}}{\Delta} =$$

$$= \frac{f_r - m_r}{b_r + f_r} dB + \frac{m_r + b_r}{b_r + f_r} (dE + dF) -$$

$$\frac{m_r \cdot (b_r + f_r) + b_r \cdot (m_r - f_r) + f_r \cdot (m_r + b_r)}{b_r + f_r} dr^*, \quad (B.17)$$

де  $\Delta = (b_r + f_r)(1 + Y_w CA_q) > 0$  — визначник матриці коефіцієнтів у рівнянні (B.13).

2. Плаваючий обмінний курс. У матричному вигляді теоретичні конструкції запишуться так:

$$\begin{bmatrix} m_r & -1 & 0 & 0 \\ b_r & 1 & 0 & 0 \\ f_r & -1 & 0 & 1 \\ Y_r & 0 & 1 + Y_w CA_q & -Y_w CA_q \end{bmatrix} \begin{bmatrix} dr \\ dW \\ dY \\ dE \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} -dM - m_r \cdot dr^* \\ dB + b_r \cdot dr^* \\ f_r \cdot dr^* - dF \\ Y_w dB + Y_w CA_q (dP^* - dP) \end{bmatrix} \quad (B.18)$$

Рівноважні значення  $dr$ ,  $dW$ ,  $dY$  та  $dE$  становлять

$$dr = \frac{\begin{bmatrix} -dM - m_r \cdot dr^* & -1 & 0 & 0 \\ dB + b_r \cdot dr^* & 1 & 0 & 0 \\ f_r \cdot dr^* - dF & -1 & 0 & 1 \\ Y_w dB + Y_w CA_q (dP^* - dP) & 0 & 1 + Y_w CA_q & -Y_w CA_q \end{bmatrix}}{\Delta} =$$

$$= \frac{1}{m_r + b_r} (dB - dM) + \frac{b_r - m_r}{m_r + b_r} dr^*, \quad (B.19)$$

$$dW = \frac{\begin{bmatrix} m_r & -dM - m_r \cdot dr^* & 0 & 0 \\ b_r & dB + b_r \cdot dr^* & 0 & 0 \\ f_r & f_r \cdot dr^* - dF & 0 & 1 \\ Y_r & Y_w dB + Y_w CA_q (dP^* - dP) & 1 + Y_w CA_y & -Y_w CA_q \end{bmatrix}}{\Delta} = \quad (B.20)$$

$$= \frac{b_r}{m_r + b_r} dM + \frac{m_r}{m_r + b_r} dB + \frac{m_r b_r + b_r m_r}{m_r + b_r} dr^*,$$

$$dY = \frac{\begin{bmatrix} m_r & -1 & -dM - m_r \cdot dr^* & 0 \\ b_r & 1 & dB + b_r \cdot dr^* & 0 \\ f_r & -1 & f_r \cdot dr^* - dF & 1 \\ Y_r & 0 & Y_w dB + Y_w CA_q (dP^* - dP) & -Y_w CA_q \end{bmatrix}}{\Delta} = \quad (B.21)$$

$$= \frac{Y_r + Y_w CA_q (b_r + f_r)}{\Delta} dM + \frac{Y_w (m_r + b_r + CA_q (m_r - f_r)) - Y_r}{\Delta} dB -$$

$$\frac{Y_w CA_q (m_r (b_r + f_r) + b_r (m_r - f_r) + f_r (m_r + b_r)) + Y_r (m_r - b_r)}{\Delta} dr^* -$$

$$- \frac{Y_w CA_q}{1 + Y_w CA_y} (dF + dP - dP^*),$$

$$dE = \frac{\begin{bmatrix} m_r & -1 & 0 & -dM - m_r \cdot dr^* \\ b_r & 1 & 0 & dB + b_r \cdot dr^* \\ f_r & -1 & 0 & f_r \cdot dr^* - dF \\ Y_r & 0 & 1 + Y_w CA_y & Y_w dB + Y_w CA_q (dP^* - dP) \end{bmatrix}}{\Delta} = \quad (B.22)$$

$$= \frac{b_r + f_r}{m_r + b_r} dM + \frac{f_r - m_r}{m_r + b_r} dB - dF +$$

$$+ \frac{m_r (b_r + f_r) + b_r (m_r - f_r) + f_r (m_r + b_r)}{m_r + b_r} dr^*,$$

де  $\Delta = (m_r + b_r)(1 + Y_w CA_y) > 0$  — визначник матриці коефіцієнтів у рівнянні (B.17) (з протилежним знаком).

## Додаток Г

## МОДЕЛЬ З КОРИГУВАННЯМ ПОМИЛКИ

Коригування помилки поєднує вимогу досягнення стаціонарності вихідних даних з урахуванням припущень економічної теорії: короткочасна динаміка економічних показників повинна враховувати довгострокові рівноважні значення [211, р. 11]. Формально залежні та незалежні змінні в регресійному аналізі повинні бути стаціонарними (або  $I(0)$ ). Нагадаємо, що змінна вважається  $I(0)$ , якщо її середнє значення та дисперсія не змінюються у часі, а кореляція між окремими значеннями є постійною для визначеного лагу. Інакше змінна є нестаціонарною. Нестационарна змінна має одиничний корінь  $I(1)$ , якщо її перші різниці є стаціонарними  $I(0)$ . Для визначення стаціонарності найчастіше використовуються статистичні тести ADF і PP<sup>1</sup>.

Умова стаціонарності рідко виконується для економічних показників. Переважна більшість показників мають одиничний корінь  $I(1)$ . Для забезпечення стаціонарності використовується оператор перших різниць:  $d(X) = X_t - X_{t-1}$ , де  $d$  — відповідний оператор.

Оцінки регресійних коефіцієнтів для рівнів нестаціонарних змінних  $I(1)$  є коректними, якщо зазначені показники є коінтегрованими (тобто характеризуються стійким довгостроковим зв'язком). Формально дві нестаціонарних змінних  $Y_t$  і  $X_t$ , що мають одиничний корінь  $I(1)$ , є коінтегрованими за умови, що їх комбінація характеризується спільним стохастичним трендом:

$$Y_t + \beta X_t = z_t, \quad (\text{Г.1})$$

де  $z_t$  — стохастичний чинник.

У моделі з коригуванням помилки окремо оцінюються довго- і короткострокові коефіцієнти. Оцінки рівнів відповідних змінних відбивають довгострокові залежності, а відповідні залишки використовуються для коригування короткочасних залежностей. Необхідною умовою використання залишків (або помилок) довгострокових регресійних рівнянь є їхня стаціонарність.

Структуру моделі можна представити таким чином:

$$Y_t = c_0 + \sum_{i=1}^k \alpha_i Y_{t-i} + \sum_{l=1}^m \sum_{j=0}^n \beta_{l,j} X_{t-l-j} + z_t, \quad (\text{Г.2})$$

$$y_t = c_1 + \sum_{i=1}^k a_i y_{t-i} + \sum_{l=1}^m \sum_{j=0}^n b_{l,j} x_{t-l-j} + d_1 z_{t-1} + v_t, \quad (\text{Г.3})$$

<sup>1</sup> В обох випадках тестується нульова гіпотеза  $H_0: b_2 = 0$ . У тесті ADF використовується таке регресійне рівняння: де  $x_t = \beta_0 + \beta_1 t + \beta_2 x_{t-1} + \sum_{j=1}^p (L)\Delta x_{t-j} + \epsilon_t$ ;  $x$  — змінна, що тестується;  $t$  — змінна часу;  $\sum_{j=1}^p (L)\Delta x_{t-j}$  — поліном  $p$ -го порядку з лаговим оператором  $L$ ,  $\epsilon$  — стохастичний чинник. Поліном  $(L)\Delta x_{t-j}$  використовується для врахування кореляції вищих порядків.

де  $Y_t$  — залежна змінна;  $X_t$  — вектор  $m$  незалежних змінних;  $z_t, u_t$  — залишки (помилки прогнозу) відповідних регресійних рівнянь;  $c_0, c_1$  — константи.

У рівнянні (Г.2) визначено залежність між рівнями (зазвичай у логарифмах), а у рівнянні (Г.3) — між темпами відповідних показників. Коефіцієнти  $\alpha_i - \beta_j$  позначають довгострокові, а  $a_i - b_j$  — короткострокові залежності. Змінні у рівнянні (Г.2) для довгострокових коефіцієнтів можуть не відповідати вимогам стаціонарності (наявність тренду, гетероскедастичність). Проте внесення залишків  $z_{t-1}$  у рівняння (Г.3) дозволяє отримати точніші оцінки регресійних коефіцієнтів, які враховують вплив довгострокових тенденцій на короткочасну динаміку досліджуваних показників. Економічна інтерпретація коефіцієнта  $d_1$  є доволі прозорою: якщо значення  $Y_{t-1}$  перевищує відповідну довгострокову залежність стосовно  $X_{t-1}$  (у такому разі помилка прогнозу  $z_{t-1}$  є додатною), то у наступному періоді значення  $Y_t$  повинно зменшитися внаслідок конвергенції до рівноважного рівня; відповідно перші різниці повинні бути від'ємними ( $y_t < 0$ ). У рівнянні (Г.3) дані зазвичай використовуються у вигляді логарифмів перших різниць:  $d(X) = \log(X_t) - \log(X_{t-1})$ <sup>1</sup>. Набір незалежних змінних у рівнянні (Г.3) може відрізнятися від специфікації рівняння (Г.2).

<sup>1</sup> Зазвичай прописні літери використовуються для позначення логарифмів оцінюваних показників, а малі літери — для перших різниць логарифмів відповідних показників.



Навчальне видання

*ШЕВЧУК Віктор Олексійович*

## МІЖНАРОДНА ЕКОНОМІКА: ТЕОРІЯ І ПРАКТИКА

Підручник

### В Україні книгу можна придбати за адресами:

- м. Київ, вул. М. Грушевського, 4, маг. "Наукова думка", тел. (044) 278-06-96;
- м. Київ, вул. Стрілецька, 13, маг. "Абзац", тел. (044) 581-15-68;
- м. Київ, вул. Хрещатик, 44, маг. "Знання", тел. (044) 234-22-91;
- м. Київ, просп. Московський, 6, маг. "Будинок книги та медіа", тел. (044) 464-49-7
- м. Вінниця, вул. Привокзальна, 2/1, маг. "Кобзар", тел. (0432) 61-77-44;
- м. Дніпропетровськ. Театральний б-р, 7, маг. "Світ книжок", тел. (0562) 33-77-85;
- м. Донецьк, вул. Артема, 147А, "Будинок книги", тел. (062) 343-89-00;
- м. Житомир, вул. Київська, 17/1, маг. "Знання", тел. (0412) 47-27-52;
- м. Запоріжжя, просп. Леніна, 142, маг. "Спеціальна книга", тел. (0612) 13-85-53;
- м. Івано-Франківськ, Вічовий майдан, 3, маг. "Сучасна українська книга", тел. (03422) 3-04-60;
- м. Кіровоград, вул. Набережна, 13, маг. "Книжковий світ", тел. (0522) 24-94-64;
- м. Кривий Ріг, пл. Визволення, 1, маг. "Букініст", тел. (0564) 92-37-32;
- м. Луганськ, вул. Радянська, 58, маг. "Глобус-книга", тел. (0642) 53-62-30;
- м. Луцьк, просп. Волі, 41, маг. "Знання", тел. (0332) 77-00-46;
- м. Львів, просп. Шевченка, 16, маг. "Ноти", тел. (0322) 61-19-64;
- м. Львів, просп. Шевченка, 8, маг. "Українська книгарня", тел. (0322) 72-16-30;
- м. Миколаїв, просп. Леніна, 122, маг. "Кобзар", тел. (0512) 55-20-51;
- м. Одеса, вул. Буніна, 33, маг. "Будинок книги", тел. (0482) 32-17-97;
- м. Одеса, вул. Дерибасівська, 27, маг. "Дім книги", тел. (048) 728-40-13;
- м. Полтава, вул. Шевченка, 29, маг. "Будинок книги та медіа", тел. (0532) 61-26-76
- м. Рівне, вул. Соборна, 57, маг. "Слово", тел. (0362) 26-94-17;
- м. Тернопіль, вул. Й. Сліпого, 1, маг. "Дім книги", тел. (0352)43-03-71;
- м. Тернопіль, вул. Чорновола, 14, маг. "Книжкова хата", тел. (0352) 52-24-33;
- м. Ужгород, пл. Корятовича, 1, маг. "Кобзар", тел. (03122) 3-35-16;
- м. Харків, вул. Пушкінська, 74, маг. "Лексика", тел. (057) 717-60-16;
- м. Харків, вул. Сумська, 51, маг. "Books", тел. (057) 714-04-70, 714-04-71;
- м. Херсон, вул. Леніна, 14/16, маг. "Книжковий ряд", тел. (0552) 22-14-56;
- м. Хмельницький, вул. Подільська, 25, маг. "Книжковий світ", тел. (0382) 79-25-56
- м. Черкаси, вул. Б. Вишневецького, 38, маг. "Світоч", тел. (0472) 36-03-37;
- м. Чернівці, просп. Незалежності, 90, маг. "Будинок книги та медіа", тел. (03722) 3-42-70;
- м. Чернігів, просп. Миру, 45, маг. "Будинок книги", тел. (04626) 9-92-62

Книготорговельним організаціям та оптовим покупцям звертатися за тел.: (044) 537-63-61, 537-63-62; факс: 235-00-44.

E-mail: sales@znannia.com.ua

Підп. до друку 26.12.2007. Формат 70×100<sup>1</sup>/<sub>16</sub>.

Папір офс. Друк офс. Гарнітура SchoolBook.

Умов. друк. арк. 53,7. Обл.-вид. арк. 50,07.

Зам. № 8-134.

НБ ПНУС



747990

Видавництво "Знання"

01034, м. Київ, вул. Стрілецька, 28.

Свідоцтво про внесення до Державного реєстру

видавців, виготівників і розповсюджувачів видавничої продукції

ДК № 1591 від 03.12.2003.

Тел.: (044) 234-80-43, 234-23-86.

E-mail: sales@znannia.com.ua

http://www.znannia.com.ua

Віддруковано на ВАТ „Білоцерківська книжкова фабрика”,

09117, м. Біла Церква, вул. Леся Курбаса, 4.