

д.е.н., проф. Шевчук В.О.
(Університет “Politechnika Krakowska”)
Атаманчук З.
(Львівська комерційна академія)

МОНЕТАРНІ АСПЕКТИ КОНКУРЕНТОСПРОМОЖНОСТІ: УКРАЇНСЬКИЙ КОНТЕКСТ

Анотація. Досліджено взаємну залежність інвестицій та промислового виробництва у машинобудуванні та металургії, а також вплив на ці показники процентної ставки і обмінного курсу. Оцінено ступінь залежності процентної ставки за кредитами від облікової ставки НБУ та сальдо бюджету, що важливо для пошуку шляхів зниження вартості кредитних ресурсів.

Annotation. Relationships between investments and growth rates in manufacture and steel industries are studied, with interest and exchange rates as independent factors. The impact of NBU discount rate and budget balance upon the interest rate is estimated, in order to assess the approaches for lowering the cost of credit.

Вступ. Попри декларований курс на реалізацію інвестиційно-інноваційної моделі економічного розвитку, в економіці України далі домінують види економічної діяльності, пов’язані з аграрними та ранньоіндустріальними фазами розвитку [12, с. 9–10; 14, с. 104–105]. Хоча традиційно ознакою конкурентоспроможності розглядають збільшення експорту [16, с. 164], доречніше змістити акценти у бік структури промислового виробництва, адже в загальному випадку експорт може бути сировинним і неінвестиційним. У 2005 р. на сировинні товари у загальному обсязі реалізованої продукції припадало 66,7%, тоді як на інвестиційну продукцію — 13,3%, а на товари тривалого користування — лише 1,3%. Протягом 1998 —2005 рр. загальна закономірність української економіки — перевага низько- і середньотехнологічних підприємств — залишилася

без змін [18, с. 26—27]. Можна погодитися, що уряд намагається поєднати консервацію металургійного і паливно-енергетичного комплексів і орієнтацію на розвиток сучасних галузей складного і точного машинобудування, а також інформатики, виробництв нетрадиційних матеріалів [6, с. 130].

Не відкидаючи відставання за іншими важливими компонентами конкурентоспроможності, як рівень оподаткування, захист прав власності, якісна інфраструктура [2], бюрократизм, неефективність судової системи, корупція [3], головною перешкодою для реалізації інвестиційно-інноваційної моделі видається все-таки відсутність належного макроекономічного забезпечення. Академічна дискусія виявляє досить широкий діапазон суперечливих пропозицій. Переважно в контексті підтримки інноваційної діяльності розглядаються переваги дефіциту бюджету [5, с. 42—58; 19, с. 32—40], хоча не бракує протилежних думок [15]. Окремі **економісти і практики переконані у стандартному стимулюючому впливі збільшення пропозиції грошової маси [8, с. 27—28; 10, с. 15—21; 11, с. 9—32], але емпіричні дослідження засвідчують протилежне [22, с. 283—306; 23].**

Хоча в 2005 р. паритетний обмінний курс гривні становив лише 26% офіційного курсу [13, с. 12]), збереження такої ситуації далі рекомендується для України як засіб реалізації експортно-орієнтованої моделі [19, с. 126]. З іншого боку, заниження обмінного курсу підвищує вартість інвестиційного імпорту, перешкоджає інноваціям [5, с. 80], поглиблює непродуктивну спеціалізацію на сировинних товарах [22, с. 71], перешкоджає збалансованому розвитку внутрішнього ринку [4, с. 61]. Виглядає спірним припущення, що здешевлення імпорту за рахунок лібералізації зовнішньої торгівлі та зміцнення грошової одиниці відіграватиме переважно пригнічуючу роль [8, с. 33]. Визнаючи негативну залежність української економіки від сировинних ресурсів і дешевої робочої сили, не зовсім логічно критикувати ревальвацію гривні зразка квітня 2005 р. [9, с. 237], адже саме низький обмінний курс зумовлює надмірну дешевизну робочої сили, переважання у промисловому виробництві низько- та середньо техно-

логічних продуктів II—IV технологічних укладів і брак зацікавленості в інноваціях. Нещодавно показано, що все якраз навпаки: девальвація гривні стимулює сировинний експорт металопродукції і не сприяє збільшенню виробництва та експорту в технологічному секторі [20, с. 5—28]. Інтуїтивно привабливим є пояснення відсутності очікуваного позитивного впливу ревальвації гривні на інвестиційний імпорт політичною невизначеністю за відсутності розвинених інвестиційних механізмів [1, с. 245].

Значною мірою суперечливі пропозиції вітчизняних авторів ґрунтуються на вибірковій інтерпретації зарубіжного досвіду, який теж не відрізняється однорідністю. Політика субсидованого кредитування експорту, але за умови фіскальної дисципліни, притаманна країнам Південно-Східної Азії [24, с. 46]. Державне стимулювання інвестицій активно практикують Індія та Китай. З іншого боку, така політика мала незадовільні наслідки в країнах Латинської Америки. Так само невдалими були спроби таргетування заниженого обмінного курсу, адже супутнє прискорення інфляції швидко нівелювало отриманий ціновий вигравш [21, с. 39—43]. На протилежному полюсі — успішний досвід Сінгапуру, де цілеспрямоване зміцнення грошової одиниці використовувалося для стимулювання технологічного сектора економіки і профілактики залежності від сировинних і працесмних низькотехнологічних галузей [26]. У Китаї виявлено потужну залежність експорту від зниження реального обмінного курсу для періоду 1988—97 рр. [25], однак останнім часом стрімке збільшення експорту відбувалося на тлі грошової стабільності.

Метою нашого дослідження стало вивчення монетарних аспектів конкурентоспроможності у декількох практичних розрізах: 1) залежність інвестицій як наближеної характеристики конкурентоспроможності від сальдо бюджету, обмінного курсу і процентної ставки, 2) ступінь впливу інвестицій та інструментів економічної політики на динаміку виробництва у технологічному і сировинному секторах, 3) здатність НБУ впливати на монетарні показники, зокрема процентну ставку за кредитами. Для емпіричного тестування нами використано

квартальні дані за 2000—06 рр. Головний висновок полягає у тому, що зміцнення гривні сприяє збільшенню інвестицій і виробництва у машинобудуванні, тоді як не простежується залежності виробництва від інвестицій. Важливим чинником здешевлення кредитних ресурсів, яке потрібно передусім для промисловості, є скорочення сальдо бюджету.

Аналіз існуючих тенденцій. Візуально справді можна отримати враження оберненої залежності інвестицій від реальної процентної ставки (з врахуванням інфляції) (рис. 1). Упродовж 2000—02 рр. інвестиції на позначці 19% від ВВП спостерігалися на тлі рекордно високої реальної процентної ставки. Вартість кредитних ресурсів зростає із 17% в III кв. 2000 р. до 23% — на початку 2002 р. Таку ситуацію доволі часто пов'язували з надміру рестрикційною монетарною політикою НБУ, що нібито перешкождала зниженню номінальної процентної ставки, провокувала дефляційні процеси. В 2003—04 рр. поступове збільшення інвестицій до 23% від ВВП збіглося із поверненням реальної процентної ставки до 17%, однак це відбулося головним чином за рахунок прискорення інфляції.

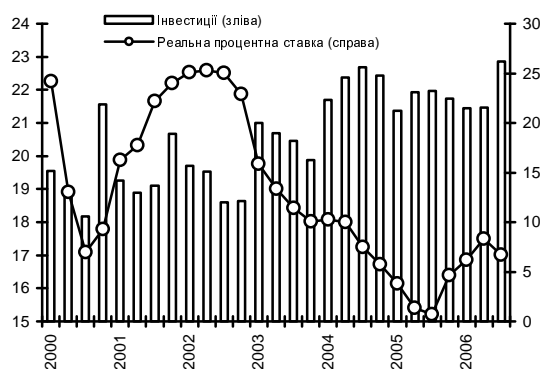


Рис. 1. Інвестиції (% від ВВП) і реальна процентна ставка (%), 2000—06 рр.

Джерело: розраховано за даними *International Financial Statistics*

Зі середини 2002 р. синхронне збільшення інвестицій і зниження реальної процентної ставки виглядає чинником прискореного зростання виробництва у металургії і (що важливіше) машинобудуванні (рис. 2). Подібно сповільнення динаміки виробництва в обох секторах з початку 2005 р. може асоціюватися зі зменшенням інвестицій, хоча реальна процентна ставка далі знижувалася. Про-

те до кінця 2005 р. поживлення виробництва у машинобудуванні відбувалося на тлі подорожчання кредитних ресурсів. Оцінюючи аргумент про „витіснення” інвестицій перерозподілом видатків бюджету на користь споживання, певні підстави для такої гіпотези створює стрімке збільшення видатків бюджету з початку 2005 р., яке втім лише продовжило відповідний тренд з IV кв. 2004 р. (рис. 3). Наприкінці 2005 р. перехід до „бюджету розвитку” позначився одночасним зменшенням видатків і надходжень у бюджет, однак упродовж 2006 р. видатки бюджету виявилися набагато вищими, ніж у нібито „популістській” та „анти-інвестиційній” першій половині 2005 р.

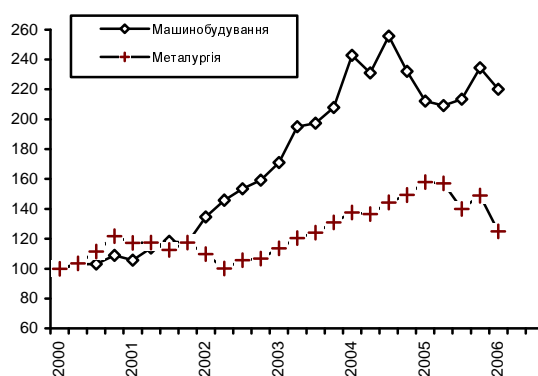


Рис. 2. Обсяги виробництва у машинобудуванні та металургії (індекс, 2000=100), 2000—06 рр.

Примітка: показники очищено від сезонності за допомогою методу Census X-11

Джерело: розраховано за даними www.ukrstat.gov.ua

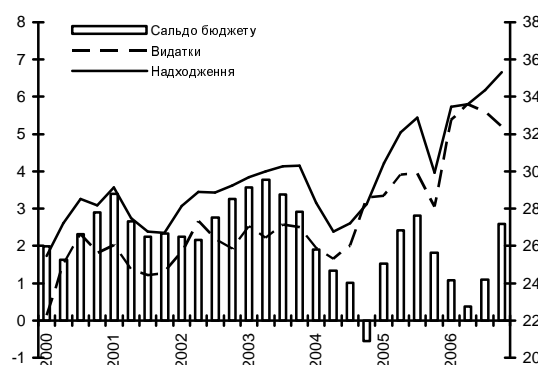
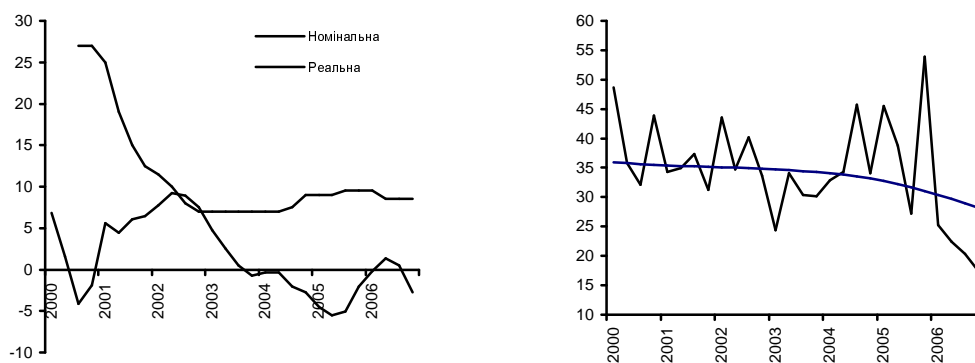


Рис. 3. Фіскальні показники (% від ВВП), 2000—06 рр.

Примітка: показники очищено від сезонності за допомогою методу Census X-11

Джерело: www.bank.gov.ua

У першому наближенні відповідь на питання про підтримку конкурентоспроможності монетарною політикою виглядає позитивною. Облікова ставка НБУ була високою в реальному вимірі в 2001–02 рр., але до кінця 2003 р. стрімко знизилася (рис. 4а). Попри незначне підвищення номінальної ставки, з другої половини 2004 р. і до кінця 2005 р. реальна облікова ставка залишалася від’ємною. Подібна ситуація поновилася у IV кварталі 2006 р., що стало наслідком прискорення інфляції. Також не можна стверджувати про „затиснення” грошової маси. За останні роки довгостроковий тренд залишався без змін на доволі високому рівні — понад 30% (рис. 4б), що залишало достатньо простору для задоволення попиту на гроші. Критиків нібито „дефляційної” політики НБУ здивує, що в 2002 р. зростання грошової бази перевищувало довгостроковий тренд, а в 2003 навпаки — було нижчим від трендового значення. Виразно простежується експансійний характер пропозиції грошової маси з осені 2004 р. і до середини 2005 р. Наприкінці 2005 р. монетизація валютних надходжень від приватизації „Криворіжсталі” зумовила контрастне збільшення пропозиції грошової маси, яке згодом коригувалося упродовж 2006 р.



а) облікова ставка (%);

б) динаміка грошової бази (% до відповідного періоду попереднього року);

Рис. 4. Вибрані монетарні показники НБУ (%), 2000–06 рр.

Джерело: розраховано за даними *International Financial Statistics*

Оцінка функціональних залежностей. Відповідно до поставлених завдань, нами оцінено взаємний вплив інвестицій ($invest_t$), виробництва у машинобудуванні та металургії, відповідно $indmach_t$ і $indst_t$, а також залежності обох показників від процентної ставки за кредитами (rl_t), обмінного курсу (e_t) і

сальдо бюджету (bd_t). З інших показників використано: $rnbu_t$ — облікова ставка НБУ (%), $indworld_t$ — індекс промислового виробництва країн—торговельних партнерів, fdi_t — обсяги прямих іноземних інвестицій (% від ВВП). Окрім bd_t , всі решта показників використовувалися у вигляді перших різниць відповідних логарифмів. Показники $indmach_t$, $indst_t$ та $indworld_t$ використано у вигляді відповідних індексів, e_t — грн. за долар, rl_t і $rnbu_t$ — %, $invest_t$, bd_t і fdi_t — % від ВВП.

Приймаючи можливу взаємну причинність між інвестиціями та обсягами виробництва в обох секторах — машинобудуванні та металургії, використовувалися оцінки за допомогою методу двокрокових найменших квадратів (2SLS).

Оцінювання відповідної регресійної моделі забезпечило такі результати:

$$invest_t = -0,377invest_{t-1} - 0,183rl_{t-1} - 0,840e_{t-2}, \quad (1)$$

$$\begin{matrix} (-2,027^{**}) & (-1,192) & (-1,723^{***}) \\ R^2 = 0,11 & DW = 1,92 \end{matrix}$$

$$indmach_t = -0,321indmach_{t-1} + 0,161invest_{t-1} - 0,818rl_{t-1} - 1,794e_{t-2}, \quad (2)$$

$$\begin{matrix} (-1,949^{**}) & (0,582) & (-3,508^*) & (-2,476^{**}) \\ R^2 = 0,24 & DW = 2,06 \end{matrix}$$

$$indst_t = 1,594indworld - 0,324invest_{t-1} - 0,255rl_{t-1} + 3,5e_{t-2}. \quad (3)$$

$$\begin{matrix} (1,710^{***}) & (-1,275) & (-1,344) & (3,212^*) \\ R^2 = 0,27 & DW = 2,0 \end{matrix}$$

В усіх випадках пояснювальна сила недостатньо висока, що загалом притаманно моделям з використанням перших різниць, але статистичні характеристики залишків не викликають застережень щодо коректності отриманих результатів. Попри від'ємний знак відповідного регресійного коефіцієнта, не можна стверджувати, що підвищення процентної ставки є вагомою перешкодою для інвестицій. Водночас подорожчання кредитних ресурсів відчутно перешкоджає динаміці виробництва у машинобудуванні, тоді як металургія виглядає нейтральною щодо цього чинника. Такі результати підтверджують побоювання щодо „пригнічення” інвестиційного розвитку високою вартістю кредитних ресурсів, але зовсім не означають доцільності збільшення грошової маси, хоча б з огляду на досвід 2002 р., коли експансійна динаміка грошової бази (рис. 4б) не позначилася зниженням процентної ставки. Так само потрібно враховувати приско-

рення інфляції внаслідок збільшення пропозиції грошової маси, яке може мати порівняно самостійний негативний вплив. Емпіричні оцінки свідчать, що як вища інфляція, так і збільшення грошового агрегата M2 однаково погіршують динаміку промислового виробництва загалом та продукції машинобудування зокрема, тоді як виробництво у металургії не залежить від обох чинників [23].

Набагато виразнішим є обернений зв'язок між девальвацією гривні та інвестиціями (з лагом у два квартали). Однозначно зниження обмінного курсу обмежує виробництво у машинобудуванні, але потужно стимулює металургію. Отримані результати істотно зміщують акценти щодо оцінки наслідків квітневої (2005 р.) ревальвації гривні. Насправді це заклало передумови для збільшення інвестицій та пожвавлення виробництва у машинобудуванні, яке неважко помітити за даними IV кв. 2005 р.

Практично не помітно залежності виробництва в обох секторах — машинобудуванні та металургії — від інвестицій. Це заперечує поширену аргументацію, що з початку 2005 р. гальмування динаміки економічного зростання відбувалося внаслідок зменшення інвестицій. Очевидно, що причини такого сповільнення були іншими і напевно мають стосунок до порушення грошової і цінової стабільності восени 2004 р. Так само не помічено залежності інвестицій від динаміки економічного зростання як у машинобудуванні, так і в металургії.

Немає заперечень, що збільшення перерозподілу доходу через бюджет справді обмежує інвестиції:

$$\begin{aligned} invest_t = & -0,250invest_{t-1} - 0,379bde_{t-3}, \\ & (-1,354) \quad (-1,774^{***}) \\ & R^2 = 0,14 \quad DW = 2,06 \end{aligned} \quad (4)$$

проте зазначений зв'язок реалізується з лагом у три квартали; відповідно у I—II кварталах 2005 р. міг відчуватися щонайбільше негативний вплив зростання видатків бюджету зразка літа-осені попереднього 2004 р. Власний негативний вплив від збільшення видатків бюджету з початку 2005 р. міг з'явитися не раніше кінця 2005 р. — початку 2006 р. і ймовірно нейтралізувався іншими чинниками, як ревальвація гривні чи надходження ПШ.

Залежність інвестицій від ПІІ виглядає статистично значущою:

$$\begin{aligned} invest_t = & -0,322invest_{t-1} + 0,042fdi_{t-3}, \\ & (-1,873^{***}) \quad (2,621^{**}) \\ & R^2 = 0,24 \quad DW = 2,03 \end{aligned} \quad (5)$$

хоча відповідний коефіцієнт виявився порівняно невисоким. Не виявлено очікуваної залежності інвестицій від сальдо фінансового рахунку і надходжень у бюджет. Перший результат означає, що приплив портфельних інвестицій та банківських кредитів поки що не впливає на інвестиційний процес. Можна припустити, що іноземний капітал використовується переважно для придбання невиробничих активів, наприклад нерухомості, збільшення споживчого кредиту для придбання імпортованих товарів або фінансування дефіциту бюджету. Відсутність залежності інвестицій від надходжень у бюджет може слугувати додатковим підтвердженням відомого факту, що податки не визначають конкурентоспроможності. У Швеції чи Фінляндії податковий тиск значно перевищує українські значення, проте це не перешкоджає обом країнам знаходитися на чільних місцях у різноманітних рейтингах конкурентоспроможності.

Розглядаючи інструментальні чинники зниження процентної ставки, не викликає сумніву доцільність скорочення дефіциту бюджету (використано рівні відповідних змінних):

$$\begin{aligned} RL_t = & 6,406 + 0,534RL_{t-1} + 0,245RNBU_t + 0,130RNBU_{t-1} - 0,441BD_t. \\ & (4,340^*) \quad (9,258^*) \quad (4,887^*) \quad (1,991^{**}) \quad (-2,130^{**}) \\ & R^2 = 0,98 \quad DW = 1,63 \end{aligned} \quad (6)$$

Кожен відсоток поліпшення сальдо бюджету здешевлює вартість кредитних ресурсів на 0,4%. Таким чином підтверджується припущення про надмірний дефіцит бюджету як чинник зниження конкурентоспроможності української економіки [16]. Кожен відсотковий пункт зниження облікової ставки НБУ дозволяє знизити ставку за кредитами на 0,37 процентних пункти (за підсумком двох кварталів), але можливості НБУ не варто переоцінювати. По-перше, з кінця 2004 р. облікова ставка НБУ знаходиться на без того низькому рівні, як це засвідчують її від'ємні значення у реальному вимірі (рис. 4а). Подальше зни-

ження облікової ставки загрожує прискоренням інфляції, що матиме порівняно самостійний негативний вплив на динаміку ВВП і промислового виробництва та конкурентні умови української економіки. Вартує уваги, що саме надто висока інфляція розглядається індикатором невисокої якості вітчизняного макроекономічного середовища [3].

По-друге, ресурс зниження облікової ставки НБУ як чинника здешевлення кредитних ресурсів виглядає невисоким. Зниження цього показника з нинішніх 8,5% до, скажімо, 5,25% річних (показник американської ФРС) зменшить процентну ставку за кредитами менш, ніж на 1% — надто мало, щоб ризикувати. Не викликає сумніву, що пошук шляхів здешевлення кредитів як одного з елементів підвищення конкурентоспроможності потрібно вести поза межами компетенції НБУ. Не виключено, що більш успішні дії в царині захисту майнових прав чи подолання корупції дозволять радикально знизити премію від ризику і таким чином здешевити кредитні ресурси.

Висновки. Якщо розглядати підвищення конкурентоспроможності у сенсі збільшення інвестицій та поживлення у технологічних секторах економіки, недвозначно корисною стає ревальвація гривні — це збільшує обсяги інвестицій і сприяє розвитку машинобудування. Здешевлення кредитних ресурсів необхідно для збільшення виробництва у машинобудуванні, але кредитні механізми не мають безпосереднього впливу на інвестиції. Зниження номінальної процентної ставки не залежить від зниження облікової ставки НБУ, адже її реальне значення є від'ємним, що загрожує прискоренням інфляції. Очевидно, що потрібно досліджувати альтернативні механізми зниження процентної ставки, як ревальвація гривні та зменшення кредитного ризику. Іншим перспективним напрямом продовження досліджень виглядає уточнення механізмів впливу обмінного курсу на інвестиції: зниження очікувань інфляції, збільшення інвестиційного імпорту тощо.

Література

1. Белінська Я. Особливості монетарної політики та напрями трансформації монетарного режиму // *Україна: Стратегічні пріоритети. Аналітичні оцінки — 2006* / За ред. О. Власюка (ред.). — К.: НІСД, 2006. — С. 244—254.
2. Богословська І. Що робити? Здійснити якісний стрибок! // *Дзеркало тижня.* — 2006. — № 6. — 17 лютого.
3. Бленк Д. Оцінка конкурентоспроможності України в умовах політичних змін // *Дзеркало тижня.* — 2005. — № 25. — 2 липня.
4. Вахненко Т. Платоспроможність держави в контексті обслуговування зовнішнього боргу // *Економіка і прогнозування.* — 2003. — № 4. — С. 52—61.
5. Вахненко Т. Роль науково-технічної і промислової політики держави у формуванні нової моделі національної конкурентоспроможності // *Економіка і прогнозування.* — 2006. — № 1. — С. 42—60.
6. Гриньов Б., Бубенко П., Гусєв В. Проблеми формування інноваційної системи в Україні // *Економіка і прогнозування.* — 2004. — № 3. — С. 127—138.
7. Давидович О. Управління ефективним експортоорієнтованим розвитком // *Управління міжнародною конкурентоспроможністю в умовах глобалізації економічного розвитку* / За ред. Д. Лук'яненка і А. Поручника. — К.: КНЕУ, 2006. — С. 197—224.
8. Жаліло Я., Белінська Я. Особливості соціально-економічного розвитку України в 2004 — першій половині 2005 р. // *Україна: Стратегічні пріоритети. Аналітичні оцінки — 2005* / О. Власюк (ред.). — К.: Знання України, 2006. — С. 22—36.
9. Жаліло Я., Базилук Я., Покришка Д. Сучасні чинники економічної динаміки та ключові орієнтири макроекономічної стратегії України // *Україна: Стратегічні пріоритети. Аналітичні оцінки — 2006* / За ред. О. Власюка (ред.). — К.: НІСД, 2006. — С. 231—243.
10. Заріцький О., Харазішвілі Ю. Аналіз бюджетно-податкової та грошово-кредитної політики, її вплив на економічне зростання у 2003 році // *Банківська справа.* — 2003. — № 1. — С. 15—21.
11. Кораблін С. Сукупна пропозиція і оптимальна інфляція // *Економіка і прогнозування.* — 2005. — № 1. — С. 9—32.
12. Меламед М. Відтворювальна структура ВВП та її вплив на економічний розвиток України // *Вісник НБУ.* — 2005. — № 12. — С. 8—18.
13. Петрик О. Історія монетарного розвитку в Україні // *Вісник НБУ.* — 2007. — № 1. — С. 2—16.
14. Покришка Д. Структурні чинники забезпечення конкурентоспроможності економіки України // *Стратегічні пріоритети.* — 2006. — № 1. — С. 102—110.
15. Полунєєв Ю. Технологія економічного прориву // *Дзеркало тижня.* — 2006. — № 41. — 28 жовтня.
16. Солодковський Ю. Моделі розвитку конкурентоспроможності експорту у сучасній системі світової торгівлі // *Управління міжнародною конкурентоспроможністю в умовах глобалізації економічного розвитку* / За ред. Д. Лук'яненка і А. Поручника. — К.: КНЕУ. — С. 163—196.
17. Створення фіскального простору для економічного зростання. Огляд державних фінансів України. Звіт № 36671—UA. — Вашингтон: Світовий банк, 2006. — 185 с.

18. Федулова О., Оліх Г. “Локомотиви” економіки України: тенденції зберігаються // Економіст. — 2006. — № 9. — С. 25—28.
19. Харазішвілі Ю., Любіч О. Про взаємозв'язок дефіциту бюджету та макроекономічних показників в Україні // Економіка України. — 2006. — № 6. — С. 31—40.
20. Черкас Н. Технологічний експорт і динаміка економічного зростання // Міжнародна економічна політика. — 2006. — № 4. — С. 5—28.
21. Шевчук В. Економічні реформи в Латинській Америці: від фінансової стабілізації до стійкого економічного зростання. — Львів: „Каменярь”, 2001. — 320 с.
22. Шевчук В. Платіжний баланс і макроекономічна рівновага: досвід України. — Львів: „Каменярь”, 2001. — 495 с.
23. Шевчук В. Антиінфляційна політика і економічне зростання в Україні. — К.: НБУ, 2007 (в друці).
24. Шнипко О. Політика підвищення конкурентоспроможності: досвід розвинених країн та Україна // Економіст. — 2006. — № 8. — С. 44—48.
25. Cerra V. and A. Dayal-Gulati. China's Trade Flows: Changing Price Sensitivities and the Reform Process. *Working Paper* No. 1. — Washington: IMF, 1999. — 37 p.
26. Chao-Wei L. Singapore's Export Promotion Strategy and Economic Growth // *Working Paper* No. 116. — Washington: World Bank, 2001. — 18 p.

ЗАЯВКА

на участь у VII Міжнародній науково-практичній конференції
„Конкурентоспроможність національної економіки”

ПІБ	Шевчук Віктор Олексійович
Вчена ступінь, звання	д.е.н., проф.
Місце роботи	Університет „Politechnika Krakowska”
Тема виступу	МОНЕТАРНІ АСПЕКТИ КОНКУРЕНТОСПРОМОЖНОСТІ: УКРАЇНСЬКИЙ КОНТЕКСТ
Поштова адреса:	м. Львів, вул. Володимира Великого 49/42