

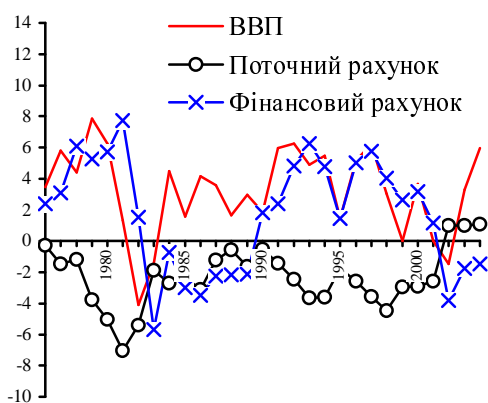
ВЗАЄМОДІЯ ЗРОСТАННЯ ВВП І РАХУНКІВ ПЛАТІЖНОГО БАЛАНСУ — ПОТОЧНОГО І ФІНАНСОВОГО

Вступ. У статті досліджено характер взаємної залежності динаміки ВВП та обох рахунків платіжного балансу — поточного і фінансового — для країн Латинської Америки, Південно-Східної Азії і Східної Європи, а також України. Це важливо з декількох причин. По-перше, істотно визначити сприятливий для економічного зростання орієнтир сальдо поточного рахунку — додатного чи від’ємного. У Стратегії економічного і соціального розвитку України (2004—15 рр.) “Шляхом європейської інтеграції” акцентується важливість додатного сальдо поточного рахунку для забезпечення макроекономічної стабільності, але передбачається поступовий перехід до від’ємного сальдо у зв’язку із збільшенням інвестиційного імпорту [5, с. 222]. До такого висновку може схилити поєднання високого темпу зростання ВВП з від’ємним сальдо поточного рахунку в країнах Східної Європи (рис. 1в). По-друге, доречно ідентифікувати причини погіршення сальдо поточного рахунку — через приплив капіталу (в статистиці платіжного балансу поточний рахунок є дзеркальним відображенням фінансового рахунку) чи внаслідок економічного зростання **(це збільшує попит на імпорт і може обмежити експорт)**. По-третє, вартують уваги наслідки припливу капіталу, який традиційно розглядався чинником економічного зростання, але останнім часом цю впевненість істотно послабили фінансові кризи у Мексиці (1994—95 рр.), країнах Південно-Східної Азії (1997—98 рр.), Росії (1998 р.), Бразилії (1999 р.) та Аргентині (2001—02 рр.). Нарешті, становить інтерес позиціонування нашої країни стосовно вибраних країн-аналогів відповідно до характеру макроекономічного зв’язку між зростанням ВВП і рахунками платіжного балансу.

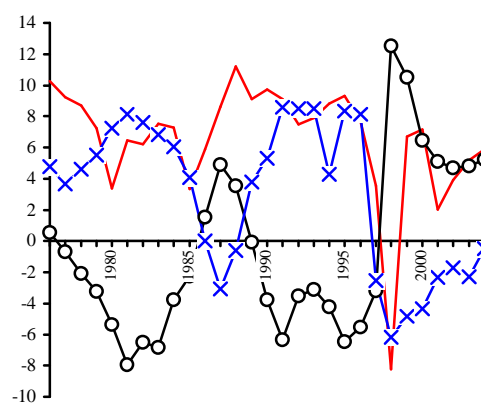
Зв’язок між платіжним балансом і економічним зростанням виглядає достатньо суперечливим. Якщо на прикладі країн Південно-Східної Азії переважно показують переваги високої відкритості загалом і додатного сальдо поточного рахунку зокрема [10, р. 252; 26, р. 232], протилежне стосується країн Латинської

Америци [22, р. 12—22; 28, р. 69—75]. У Східній Європі перехід до економічного зростання відбувся на тлі від'ємного сальдо поточного рахунку (рис. 1в), що виразно контрастує з вітчизняним досвідом (рис. 1г). Традиційно стимулюючий вплив від'ємного сальдо поточного рахунку пояснюється підвищеним попитом на капітал [15, р. 286] або оптимізацією міжчасового споживання у приватному і державному секторах [21], однак у тій же Східній Європі не бракує свідчень щодо збільшення ВВП внаслідок додатного сальдо зовнішньої торгівлі [14, р. 17—18]. Для постсоціалістичних країн не бракує аргументів щодо відмови від стимулювання експорту та переходу до політики розширення внутрішнього ринку та зміцнення національних валют в напрямі конвергенції до паритету купівельної спроможності [4, с. 384—398]. З іншого боку, динамічна індустріалізація країн Південно-Східної Азії ілюструє можливості використання значного припливу капіталу для прискореного збільшення експорту [27, р. 22—48], що істотно послаблює аргументацію на користь від'ємного сальдо поточного рахунку. З погляду обмежених можливостей збільшення внутрішнього попиту додатне сальдо поточного рахунку розглядається важливим чинником стимулювання економічного зростання в Україні [1, с. 5; 6, с. 443—445].

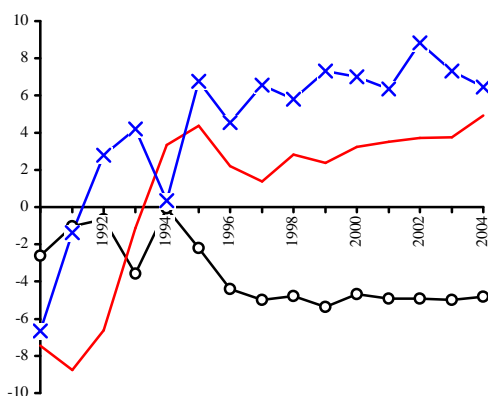
Незалежно від конкретних механізмів — збільшення внутрішнього попиту чи експорту, теоретично приплив капіталу збільшує ВВП як у неокласичній моделі Рамсі—Купманса, так і в моделях з врахуванням людського капіталу, однак практичний ефект виглядає незначним [23, р. 3—4] чи навіть суперечливим [16]. Відсутність переконливих свідчень щодо стандартних переваг фінансової лібералізації загалом та припливу капіталу зокрема — зниження ризику і процентної ставки, трансфер технологій, підвищення продуктивності праці — може пояснюватися потенційними недоліками, як раптова „зупинка” припливу капіталу (*англ.* sudden stop) чи його несподівана „втеча” [19, р. 4—5]. За таких умов перехід до вищого рівноважного сальдо поточного рахунку має негативний вплив на динаміку економічного зростання, який значно перевищує наслідки безпосереднього впливу на обсяги інвестицій [18, р. 33—35].



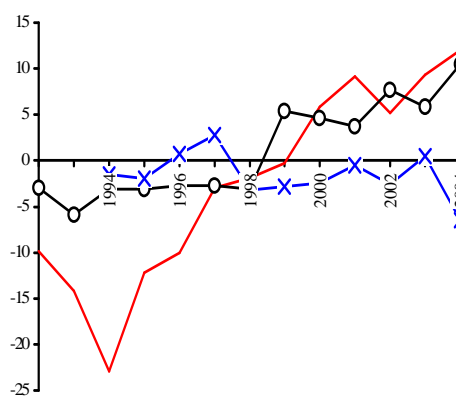
а) Латинська Америка, 1976—2004 рр.;



б) Південно-Східна Азія, 1976—2004 рр.;



в) Східна Європа, 1990—2004 рр.;



г) Україна, 1992—2004 рр.;

Рис. 1. ВВП (%), поточний і фінансовий рахунки (% від ВВП)

Джерело: розраховано за даними *International Financial Statistics*

У більшості емпіричних досліджень аналізується взаємний вплив доходу — ВВП чи промислового виробництва — та одного із рахунків платіжного балансу. Дані країн, що розвиваються, показують обернений зв'язок між ВВП і торговельним балансом [21, р. 231] чи поточним рахунком [12, р. 13—14; 17, р. 282]. Подібний результат отримано для країн Східної Європи [6, с. 44; 8, с. 403], проте існують емпіричні свідчення, що збільшення ВВП понад деяке „порогове” значення поліпшує сальдо поточного рахунку [11]. Це відповідає результатам для промислових країн, однак у країнах, що розвиваються, впливу ВВП на поточний рахунок не простежується [13, р. 55—59]. Зворотний вплив поточного рахунку чи торговельного балансу на динаміку ВВП отримав набагато менше уваги. Оцінки OLS не виявили залежності ВВП країн Східної Європи від поточного рахунку для просторово-часової вибірки 1990—2000 рр. [6, с. 38], однак

для даних 1990—2003 рр. отримано виразний обернений зв'язок [8, с. 412]. Це дозволяє твердити **про зміцнення з часом стимулюючого впливу від'ємного сальдо зовнішньої торгівлі**, але коректність такого висновку може потерпати від зворотного зв'язку з динамікою ВВП або взаємної причинності рахунків платіжного балансу. Приміром, погіршення поточного рахунку в країнах Східної Європи може бути наслідком екзогенного припливу капіталу і не мати жодного стосунку до економічного зростання.

Проблему взаємної причинності між ВВП (промисловим виробництвом) і поточним рахунком (торговельним балансом), а також залежності обох показників від потоків капіталу, враховує метод векторної авторегресії (VAR). Його використання для даних 39 країн за 1951—98 рр. показало позитивний зв'язок між збільшенням експорту і зростанням ВВП, тоді як протилежними є наслідки збільшення імпорту [24, р. 489—490], що передбачає стимулюючий вплив поточного рахунку на економічне зростання. Для країн Східної Європи оцінки VAR для квартальних даних показують сприятливий вплив поліпшення поточного рахунку на динаміку ВВП у Литві, Угорщині та Чехії, хоча протилежне спостерігається в Естонії, Латвії, Словенії і Хорватії; прискорення темпу зростання ВВП може як поліпшувати, так і погіршувати сальдо поточного рахунку [8, с. 414—415]. У випадку використання показника торговельного балансу обернена залежність з динамікою ВВП стає виразнішою. Загалом використання замість ВВП показника промислового виробництва, а замість поточного рахунку — торговельного балансу, виявило можливе неспівпадіння характеру взаємної причинності (окрім Хорватії, Угорщини і країн Балтії). В Естонії, Словенії, Угорщині та Чехії приплив капіталу сприяє збільшенню промислового виробництва [3, с. 51—57]. Проте така сприятлива залежність може бути лише короткочасною і змінюватися істотним гальмуванням динаміки доходу на віддаленішу перспективу, передусім при надходженні портфельних інвестицій [20].

Вихідні дані та методологія дослідження. Для дослідження причинно-наслідкових зв'язків і ступеня взаємного впливу динаміки ВВП і рахунків платіжного балансу використано модель VAR такої структури:

$$y_{i,t} = \Gamma_1 y_{i,t-1} + \dots + \Gamma_k y_{i,t-k+1} + \Psi X_t + \varepsilon_t,$$

де y_t — залежна змінна; X_t — вектор незалежних змінних; ε_t — стохастичний чинник.

Порівнюючи з методом найменших квадратів (OLS), моделі VAR не вимагають докладної специфікації розширеної структурної моделі та складного технічно врахування взаємної причинності між залежними змінними. Інтерпретація результатів VAR за допомогою імпульсної функції враховує тривалу передісторію економічних показників, що цілком відповідає характеру достатньо стійких зв'язків між динамікою ВВП і рахунками платіжного балансу. Декомпозиція залишків показує вагу кожної змінної у змінах інших залежних змінних, що важливо для визначення вагомості впливу того чи іншого чинника.

Для емпіричних оцінок використовувалися середні значення річних показників зростання ВВП (%), сальдо поточного і фінансового рахунків (% від ВВП) з довідкового видання МВФ *International Financial Statistics* для 4-х країн Латинської Америки — Аргентини, Бразилії, Мексики і Чилі (1976—2004 рр.), 3-х країн Південно-Східної Азії — Малайзії, Південної Кореї і Таїланду (1976—2004 рр.) та 11-ти країн Східної Європи — Болгарії, Естонії, Латвії, Литви, Польщі, Румунії, Словаччини, Словенії, Угорщини, Хорватії і Чехії (1990—04 рр.). Для України оцінювалися значення відповідних квартальних показників за 1994—2004 рр. Зовнішні чинники враховувалися за допомогою декількох незалежних змінних: обсягів промислового виробництва та інфляції у США (Латинська Америка і Південно-Східна Азія) і Німеччині (Східна Європа), а також процентної ставки LIBOR (*англ.* London Inter-Bank Offer Rate). VAR-модель для української економіки враховувала світову ціну на метал і сиру нафту та індекс промислового виробництва країн-торговельних партнерів¹. У VAR-моделях для річних даних (Латинська Америка, Південно-Східна Азія і Східна

¹ Агрегований індекс країн-торговельних партнерів враховує дані ВВП (або промислового виробництва) Росії, Великобританії, Іспанії, Італії, Нідерландів, Німеччини, США, Туреччини і більшості країн Східної Європи (всього — 15 країн, на які припадає понад дві третини українського експорту-імпорту). Відсутність доступних даних не дозволила врахувати показники Болгарії і Китаю. Нормовані вагові коефіцієнти розраховувалися на основі частки відповідних країн в обсягах українського експорту-імпорту.

Європа) використовувалися два часових лаги, а для квартальних даних (Україна) — три лаги². З метою поліпшення статистичних характеристик в оцінках VAR-моделі для України замість показника динаміки ВВП використовувалися перші різниці прологарифмованого показника ВВП³.

Візуально вихідні дані виявляють декілька особливостей (рис. 1). За винятком другої половини 1980-х років, динаміка ВВП у досліджуваних чотирьох країнах Латинської Америки практично ідеально повторює зміни сальдо фінансового рахунку, яке, зі свого боку, виглядає дзеркальним відображенням сальдо поточного рахунку. Макроекономічні залежності трьох країн Південно-Східної Азії до середини 1980-х років нагадували Латинську Америку (але без спаду виробництва в 1982—84 рр.), проте надалі виразне зменшення припливу капіталу не перешкодило прискоренню темпу зростання ВВП; водночас у другій половині 1980-х років сальдо поточного рахунку стало додатним. З початку 1990-х років поновлення припливу капіталу спостерігалось на тлі переконливого економічного зростання і від'ємного сальдо поточного рахунку. Фінансова криза 1997—98 рр. перервала динаміку економічного зростання у Південно-Східній Азії, але ненадовго. З 1999 р. високий темп зростання ВВП (в середньому 5,1%) супроводжується рекордним поліпшенням сальдо поточного рахунку, тоді як чистий відплив капіталу з регіону поступово зменшується (у 2004 р. від'ємне сальдо фінансового рахунку для вибраних трьох країн становило всього 0,5 проти 62% від ВВП у 1999 р.).

У Східній Європі зі середини 1990-х років динаміка макроекономічних показників виглядає дуже прямолінійною: прискорення темпу зростання ВВП з 2 до 4% поєднується із значним припливом капіталу (протягом 1996—2002 рр. сальдо фінансового рахунку послідовно зросло з 4,3 до 8,8% від ВВП, але у 2004 р. дещо зменшилося до 6,5% від ВВП) і порівняно високим від'ємним сальдо поточного рахунку на рівні 5% від ВВП. В Україні перехід до економічно-

² Вибірка річних даних для країн Східної Європи містить дані лише за 15 років, так що отримані результати потрібно сприймати з певною обережністю.

³ Слід зауважити, що використання показника динаміки ВВП (у %) не впливає на характер отриманих імпульсних функцій і вагу чинників у декомпозиції залишків. Виняток становить лише вдвічі вище значення ВВП у декомпозиції залишків для сальдо поточного рахунку.

го зростання у 2000 р. відбувся після не менш контрастного поліпшення сальдо поточного рахунку роком раніше. Порівнюючи з країнами Східної Європи, потоки капіталу не відіграють істотного значення. Вартує уваги, що у 2004 р. високий темп зростання ВВП і рекордне додатне сальдо поточного рахунку спостерігалися на тлі так само рекордного відпливу капіталу (рис. 1г). Практично половина коштів від чистого експорту товарів і послуг покинула економіку України за операціями фінансового рахунку.

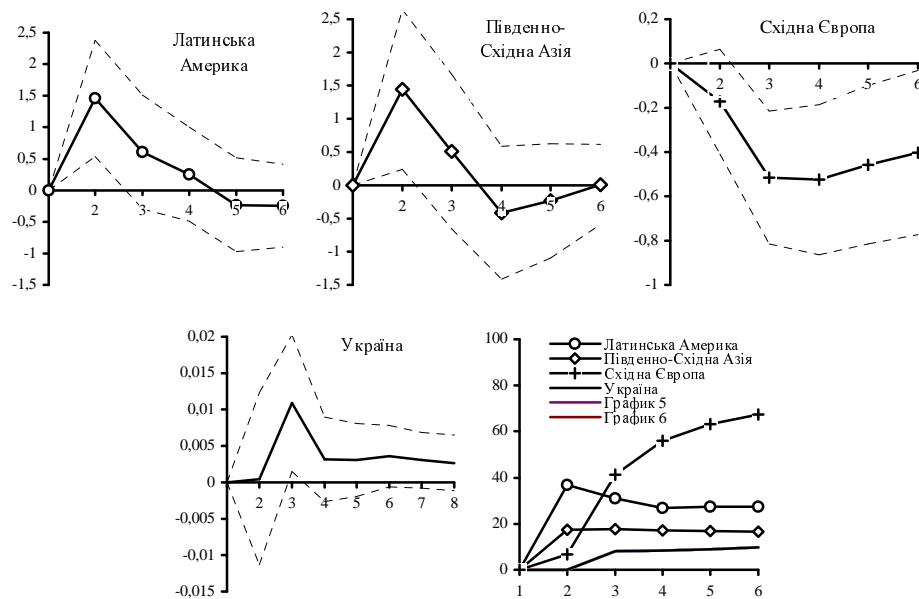


Рис. 2. Вплив поточного рахунку на зростання ВВП

Примітка: тут і далі оцінені коефіцієнти подано у довірчому інтервалі ± 2 стандартних відхилення

Залежність динаміки ВВП від рахунків платіжного балансу. Вплив поточного рахунку на ВВП проілюстровано за допомогою відповідних імпульсних функцій і декомпозиції залишків на рис. 2. Стимулюючий вплив додатного сальдо поточного рахунку є виразним у країнах Латинської Америки і Південно-Східної Азії (сприятливі наслідки з'являються з лагом у рік), тоді як цілком протилежне спостерігається у Східній Європі (тут „залишковий” ефект змін поточного рахунку зберігається набагато довше). В Україні сприятливий вплив поліпшення сальдо поточного рахунку на динаміку ВВП з'являється через півроку і зберігається на віддалену перспективу. Така структурна риса підкреслює

доречність підтримання додатного сальдо поточного рахунку як чинника економічного зростання та увиразнює принципову структурну відмінність вітчизняної економіки від країн Східної Європи; водночас простежуються подібності з країнами Латинської Америки і Південно-Східної Азії. Проте вага поточного рахунку в динаміці українського ВВП порівняно невисока — 14%, що може означати як меншу вагу цього показника в економічному зростанні — на рівні країн Південно-Східної Азії, так і пояснюватися використанням квартальних даних (не виключено, що адекватне врахування впливу експорту-імпорту вимагає використання більш агрегованих даних — річних). Зміни поточного рахунку найвідчутніше впливають на динаміку ВВП у країнах Східної Європи: вага цього показника у декомпозиції залишків поступово зростає до 67%. У країнах Латинської Америки і Південно-Східної Азії зміни поточного рахунку визначають відповідно 27 і 16% змін темпу зростання ВВП.

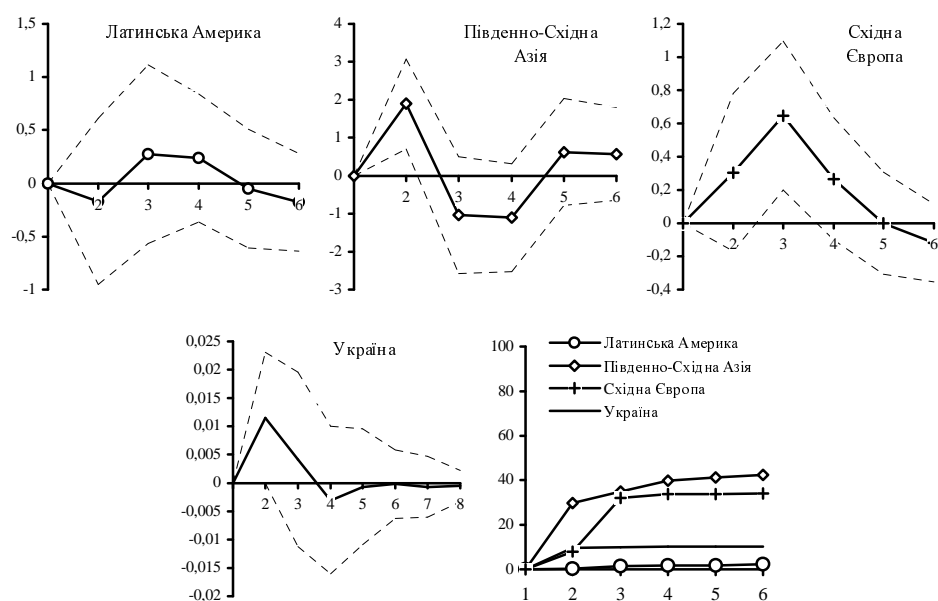


Рис. 3. Вплив фінансового рахунку на зростання ВВП

Подібність України і країн Латинської Америки простежується у незалежності динаміки ВВП від сальдо фінансового рахунку (рис. 3). Для нашої країни такий результат виглядає інтуїтивно очікуваним⁴, тоді як для країн Латинської

⁴ Якщо абстрагуватися від статистичної значущості відповідних значень імпульсної функції, для української економіки можна припустити стимулюючий вплив потоків капіталу на зростання ВВП відразу ж після поліпшення сальдо фінансового рахунку, однак відповідний

Америци — доволі несподіваним з погляду майже ідеальної симетрії між обома показниками (за винятком другої половини 1980-х років) (рис. 1а). У країнах Південно-Східної Азії та Східної Європи приплив капіталу стимулює економічне зростання з лагом в один і два роки, відповідно; щоправда у першому випадку є підстави для негативної корекції з лагом у 2—3 роки. Декомпозиція залишків виявляє високу залежність динаміки ВВП від припливу капіталу в обох групах країн — 42% і 33%, тоді як для України і країн Латинської Америки такого впливу немає. Отримані результати підтримують припущення щодо характеру економічного зростання у країнах Південно-Східної Азії: експортно-орієнтована індустріалізація за допомогою значного припливу капіталу (*англ. the big push*), як це обґрунтовано теоретично [27, р. 22—48].

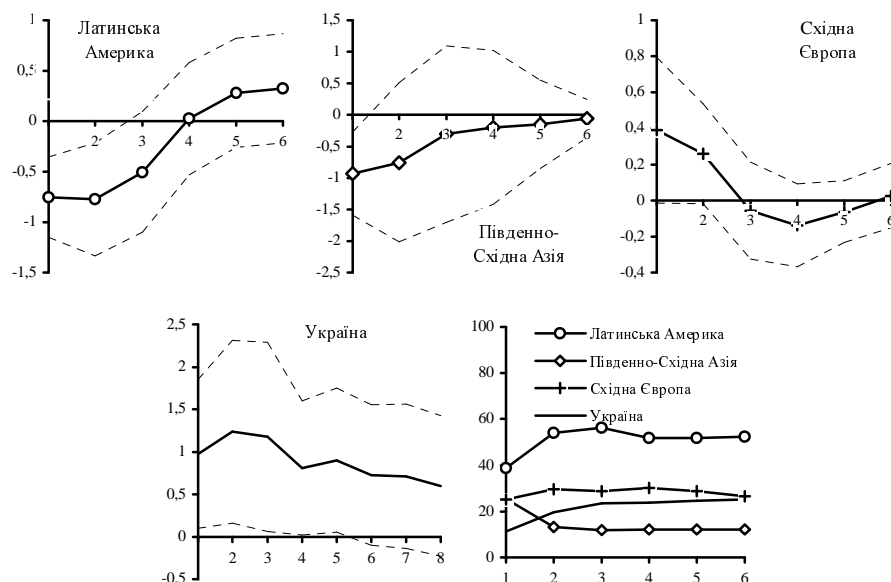


Рис. 4. Вплив ВВП на сальдо поточного рахунку

Вплив динаміки ВВП на рахунки платіжного балансу. Позитивною рисою української економіки виглядає прямий зв'язок між збільшенням темпу зростання ВВП і поліпшенням сальдо поточного рахунку (рис. 4), відомий як „ефект 45^{оо}”. Це означає відсутність одного з найдошкульніших обмежень платіжного

імпульс швидко зникає. Потрібно зазначити, що використання в якості незалежної змінної показника промислового виробництва у Росії підвищувало статистичну значущість короткочасного стимулюючого впливу, однак така специфікація VAR-моделі мала гірші статистичні характеристики порівняно із моделлю, де незалежними змінними були світова ціна на метал і промислове виробництво у Німеччині.

балансу, коли зменшення від'ємного сальдо поточного рахунку вимагає сповільнення темпу зростання ВВП. Отриманий результат підтримує висновок про сприятливий „ефект 45°”, який отримано у ранішому дослідженні місячних даних промислового виробництва і торговельного балансу [7, с. 21—24]. У країнах Східної Європи підвищення темпу зростання ВВП початково теж поліпшує сальдо поточного рахунку, але приблизно через два роки цей вплив зникає. У країнах Латинської Америки та Південно-Східної Азії зростання ВВП позначається негайним погіршенням сальдо поточного рахунку, яке коригується відповідно через три і один роки. Якщо в Україні та країнах Південно-Східної Азії і Східної Європи вага ВВП у змінах поточного рахунку не перевищує 30%, то у країнах Латинської Америки цей показник досягає 60%.

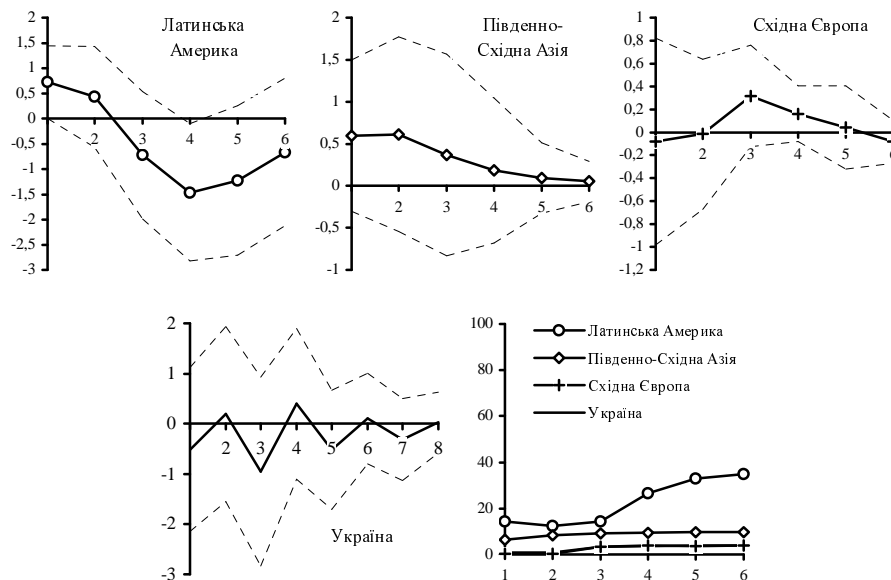


Рис. 5. Вплив ВВП на сальдо фінансового рахунку

Можливості самодостатнього — без змін в економічній політиці — фінансування дефіциту поточного рахунку, створеного збільшенням ВВП, слабо простежуються лише у країнах Східної Європи (рис. 5), де через два роки виникає додатне сальдо фінансового рахунку, яке співпадає у часі з втратою впливу на поліпшення сальдо поточного рахунку (рис. 4). Меншою мірою такий зв'язок стосується країн Південно-Східної Азії, де поліпшення динаміки ВВП принаймні не створює відпливу капіталу. В країнах Латинської Америки зростання ВВП спочатку зумовлює приплив капіталу (рис. 5), що допомагає фінансуванню

від'ємного сальдо поточного рахунку (рис. 4), однак через три роки виникає відплив капіталу. Погіршення сальдо фінансового рахунку можна пояснити вивезенням за кордон прибутків від пожвавлення економічної діяльності або послабленням потреби у фінансуванні від'ємного сальдо поточного рахунку. Вага динаміки ВВП у змінах фінансового рахунку латиноамериканських країн зростає до 40%, що контрастує з набагато нижчими значеннями для інших країн. В Україні впливу динаміки ВВП на сальдо фінансового рахунку не виявлено, що підкреслює відсутність зв'язку між економічним зростанням і рухом капіталу.

Взаємний вплив рахунків платіжного балансу. Самостійний вплив фінансового рахунку на поточний рахунок виявлено лише у країнах Південно-Східної Азії, де відповідно до стандартного визначення рівноваги платіжного балансу приплив капіталу погіршує сальдо торгівлі товарами і послугами (рис. 6). Певні ознаки такої залежності простежуються у країнах Східної Європи відразу ж після надходжень іноземного капіталу, однак вага цього чинника у змінах поточного рахунку не перевищує 10%, що уподібнює до України і країн Латинської Америки. Для порівняння: у країнах Південно-Східної Азії зміни поточного рахунку на 60% визначаються припливом-відпливом капіталу.

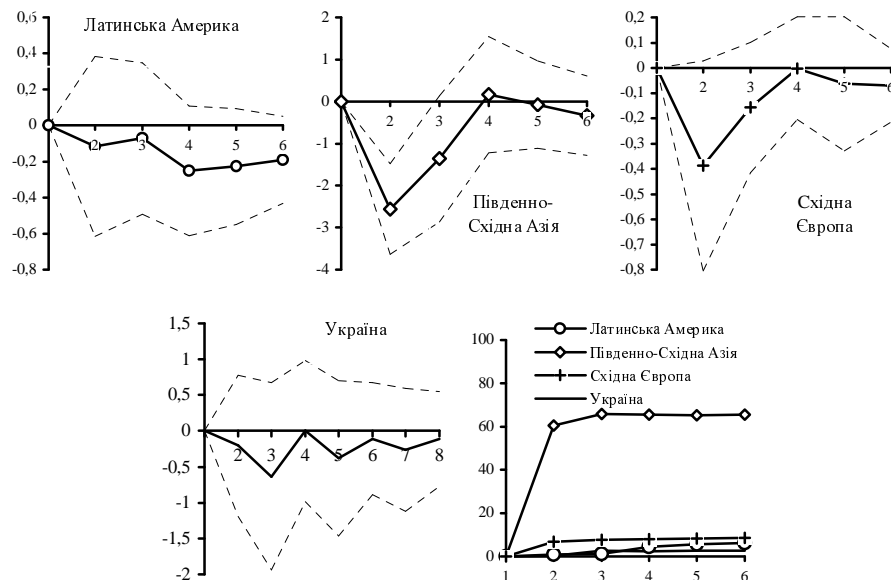


Рис. 6. Вплив фінансового рахунку на поточний рахунок

У країнах Південно-Східної Азії та Східної Європи обернений зв'язок між погіршенням сальдо поточного рахунку і припливом капіталу простежується лише у поточному році (рис. 7). Якщо у південноазійських країнах вага поточного рахунку в декомпозиції залишків становить лише 8%, то для східноєвропейських країн — досягає 65%. Напрошується висновок, що для країн Східної Європи погіршення поточного рахунку є визначальним чинником припливу капіталу — набагато важливішим, ніж зростання ВВП чи стан світових фінансових ринків. Для української економіки не простежується вагомого впливу поточного рахунку на потоки капіталу. Лише у країнах Латинської Америки поліпшення сальдо поточного рахунку створює передумови для припливу капіталу. Така структурна риса відбиває реалії післявоєнного часу, коли погіршення сальдо поточного рахунку зазвичай провокувало фінансову кризу, прискорення інфляції, девальвацію грошової одиниці та глибокий спад виробництва. Відповідно зникали стимули для збільшення інвестицій та припливу капіталу.

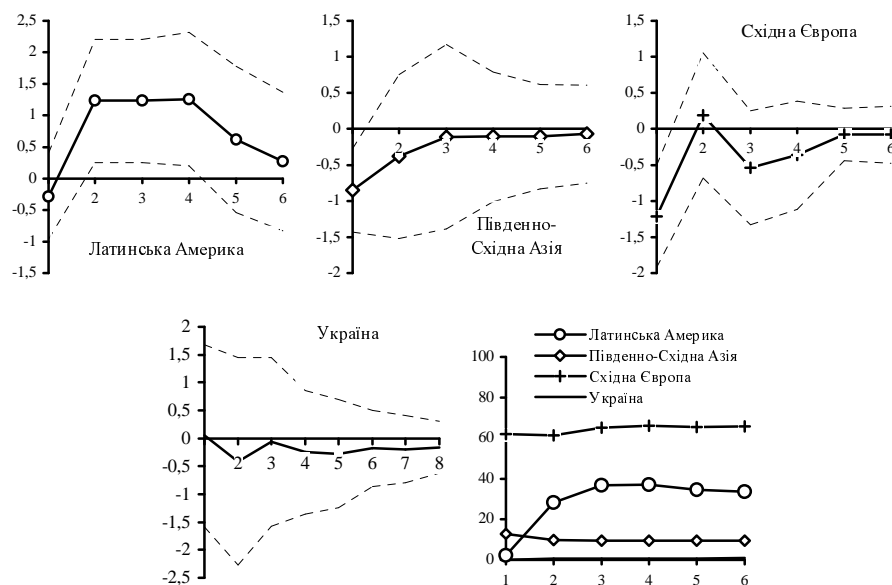


Рис. 7. Вплив поточного рахунку на фінансовий рахунок

Дослідження отриманих результатів на стійкість. Використання оцінок OLS для просторово-часової вибірки річних даних (індивідуальні характеристики окремих країн враховувалися за допомогою відповідних фіктивних змінних) загалом показує співпадіння основних результатів. За сумою двох річних лагів

додатне сальдо поточного рахунку стимулює динаміку ВВП у країнах Латинської Америки і Південно-Східної Азії, тоді як протилежний результат отримано для країн Східної Європи. Додатне сальдо фінансового рахунку виявилось сприятливим для економічного зростання лише в країнах Східної Європи; для країн Південно-Східної Азії вплив чистого припливу капіталу на темп зростання ВВП практично врівноважується за підсумком двох років. Подібне спостерігається у країнах Латинської Америки, але із ознаками слабого сприятливого ефекту. Погіршення сальдо поточного рахунку внаслідок погравлення динаміки ВВП виразно простежується для країн Латинської Америки і Південно-Східної Азії, а для країн Східної Європи все навпаки — сальдо поточного рахунку поліпшується. Оцінки OLS дещо виразніше показують поліпшення сальдо фінансового рахунку внаслідок прискорення темпу зростання ВВП. Приплив капіталу погіршує сальдо поточного рахунку в країнах Латинської Америки, Південно-Східної Азії і Східної Європи, що загалом не суперечить оцінкам VAR. Обернену залежність сальдо фінансового рахунку від сальдо поточного рахунку виявлено для країн Південно-Східної Азії, тоді як протилежне притаманно країнам Східної Європи — практично це єдина істотна відмінність оцінок VAR і OLS. Для країн Латинської Америки залежності фінансового рахунку від припливу-відпливу капіталу не виявлено, що теж дещо контрастує з оцінками VAR і може пояснюватися недоліками нехтування взаємною причинністю, як це притаманно оцінкам OLS для просторово-часової вибірки даних. Вартує уваги, що наведені у статті результати стверджуються оцінками VAR для річних і квартальних даних більшості країн, що включені в агреговану вибірку річних даних.

Рекомендації для економічної політики. Для вітчизняної економіки підтримання додатного сальдо поточного рахунку виглядає несуперечливим чинником економічного зростання, оскільки прискорення темпу зростання ВВП не погіршує поточного рахунку — це відрізняє від країн Східної Європи, де сприятливим для економічного зростання є від'ємне сальдо поточного рахунку. Певні подібності створює присутність „ефекту 45°”, однак у країнах Східної Європи його вплив нівелюється з часом. Набагато переконливіші подібності з країнами Латинської Америки створює залежність динаміки ВВП від поліпшення сальдо поточного рахунку і незалежність — від потоків капіталу. Підвищена залежність

обох показників — ВВП і поточного рахунку — від сальдо фінансового рахунку зменшує привабливість досвіду країн Південно-Східної Азії для визначення пріоритетів економічної політики в Україні.

Підтримання додатного сальдо поточного рахунку передбачає стерилізацію монетарних ефектів платіжного балансу. Обговорення цієї проблеми виходить за межі цієї статті, а тому обмежимося двома зауваженнями. По-перше, нереально розраховувати на збереження надвисокого щорічного темпу зростання грошової маси на рівні 42—55%, як це відбувалося в 2000—05 рр. (у 2004 р. грошова маса збільшилася „лише” на 32%). Монетизація українського економіки — 45—48% від ВВП за підсумком 2005 р.⁵ — досягла значень Польщі чи Угорщини (43 і 46% від ВВП в 2004 р.), що передбачає посилення інфляційних наслідків від збільшення пропозиції грошової маси (передусім за умови ймовірної близької втрати ринком нерухомості властивостей абсорбера „зайвої” грошової маси, як це спостерігалось у 2002—05 рр.).

По-друге, успішна стерилізація передбачає мікро-ревальвації гривні та підтримання профіциту бюджету. Інакше обмеження пропозиції грошової маси вимагатиме підвищення облікової ставки і резервних вимог, що загрожує підвищенням процентної ставки, зменшенням інвестицій і гальмуванням темпу зростання ВВП. Відповідні застереження нами висувалися ще у травні 2004 р. [9, с. 57—62], так що подальший розвиток подій не виглядає несподіваним. Якби гривню зміцнили не у квітні 2005 р., а роком раніше — з одночасним поліпшенням сальдо бюджету під час „рекордного” економічного зростання, то не було б потреби у серпневому (2005 р.) підвищенні облікової ставки та резервних вимог. Наголосимо ще раз: доведений емпірично позитивний зв’язок між ревальвацією гривні і обсягами виробництва в поєднанні з „ефектом 45⁰” [6; 7, с. 21—24] нейтралізує побоювання щодо зміцнення гривні, тим паче, що обмінний курс українського грошової одиниці штучно занижено у понад 5 разів [2, с. 7]⁶.

⁵ Станом на кінець 2005 р. пропозиція грошової маси досягла 194,8 млрд. грн., тоді як при розрахунку показників бюджету номінальний ВВП-2005 прогнозувався на рівні 409 (грудень 2004 р.) і 436 млрд. грн. (березень 2005 р.).

⁶ Наскільки нам відомо, за декілька років інтенсивної дискусії прихильники девальвації гривні так і не спромоглися на варті уваги економетричні аргументи. Зрештою, при занижен-

Профіцит бюджету одночасно допомагатиме як підтриманню додатного сальдо поточного рахунку, так і стерилізації його монетарних ефектів та гальмуванню інфляції. У підсумку це стимулюватиме динаміку економічного зростання, що, зі свого боку, посилюватиме тенденцію до поліпшення сальдо поточного рахунку (вже згаданий „ефект 45^{оо}”). Виникає несуперечливе „коло зростання”, коли поліпшення сальдо поточного рахунку і темп зростання ВВП взаємно підтримуються. Додатково профіцит бюджету слугуватиме надійним „якорем” для очікувань цінової стабільності та подальшого зміцнення гривні до деякого вищого рівноважного значення. Антициклічні зміни у фіскальній політиці не виключаються, але навколо доволі високого рівноважного додатного значення сальдо бюджету (приміром, у 2004 р. вартувало збільшити перевищення доходів над видатками до 3—4% від ВВП, а з початку 2005 р. зменшити його до 0,5—1% від ВВП). Нарешті, профіцит бюджету природним шляхом обмежить потребу в зовнішніх запозиченнях, що нівелюватиме деструкцію спекулятивних потоків капіталу. Інакше щороку виникатиме загроза ціновій та грошовій стабільності, пов’язана з продажем-купівлею ОВДП нерезидентами, як це спостерігалось в 1997—98 рр. чи меншою мірою упродовж першої половини 2005 р.

Ідентифікація конкретних механізмів встановленої взаємодії динаміки ВВП і рахунків платіжного балансу — поточного і фінансового — передбачає визначення характеру експорту-імпорту та впливу інструментів економічної політики на економічне зростання і платіжний баланс, що становить потужний виклик для подальших прикладних досліджень функціональних залежностей української економіки.

Література

1. Бландіньєр Ж.-П. Чинники економічного росту в 2000 році // Тенденції української економіки. — 2001. — № 3. — С. 5.
2. Гальчинський А. Макроекономічні та монетарні передумови політики зростання // Вісник НБУ. — 2004. — № 8. — С. 6—8.

3. Загорський В., Шевчук В. Відкритість для потоків капіталу: східноєвропейський контекст // Вісник ТАНГ. — 2004. — № 5—1. — С. 51—57.
4. Сискос Е. Експортрозширювальне зростання та проблеми внутрішнього ринку у постсоціалістичних країнах Організації чорноморського економічного співробітництва // Журнал європейської економіки. — 2004. — Т. 3. — № 4. — С. 384—398.
5. Стратегія економічного і соціального розвитку України (2004—2015 рр.) „Шляхом європейської інтеграції” / Авт. кол.: А. Гальчинський, В. Геєць та ін.; Нац. Ін-т стратег. дослідж., Ін-т екон. прогнозування НАН України, М-во економіки та з питань європ. інтегр. України. — К.: ІВЦ Держкомстату України, 2004. — 416 с.
6. Шевчук В. Платіжний баланс і макроекономічна рівновага в трансформаційних економіках: досвід України. — Львів: Каменяр, 2001. — 495 с.
7. Шевчук В. Слабка гривня як чинник спаду промислового виробництва і погіршення торговельного балансу // Вісник НБУ. — № 8. — 2002. — С. 21—24.
8. Шевчук В. Взаємодія ВВП і промислового виробництва та зовнішньої рівноваги у країнах Східної Європи і Балтії // Журнал європейської економіки. — 2004. — Т. 3. — № 4. — С. 399—429.
9. Шевчук В. Вплив монетизації валютних резервів НБУ на макроекономічні показники української економіки / Матеріали наук.-практ. конф. “Монетарна політика в умовах економічного зростання” (Київ, 28 травня 2004 р.). — К.: НБУ, 2004. — С. 57—62.
10. Boss H. Ukraine's First Year of Economic Statehood // *Economic Transformation in East-Central Europe and in the Newly Independent States* / G. Hunya (ed.). — Yearbook V. — Boulder: Westview Press, 2004. — P. 243—275.
11. Bussière M., M. Fratzcher, and G. Müller. Current Account Dynamics in OECD and EU Acceding Countries — An Intertemporal Approach. Working Paper No. 311. — Frankfurt: ECB, 2004. — 32 p.
12. Calderon C., N. Loayza, and L. Serven. Determinants of Current Account Deficits in Developing Countries. Working Paper No. 1053. — Washington: World Bank, 2000. — 37 p.
13. Chinn M., and E. Prasad. Medium-term determinants of current accounts in industrial and developing countries: an empirical exploration // *Journal of International Economics*. — 2003. — Vol. 59. — Issue 1. — P. 47—76.
14. Christoffersen P., and P. Doyle. From Inflation to Growth: Eight Years of Transition. IMF Working Paper No. 100. — Washington: IMF, 1998. — 36 p.
15. 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—307.
16. Edison H., Klein M., L. Ricci, and T. Slok. Capital Account Liberalization and Economic Performance: Survey and Synthesis. Working Paper No. 120. — Washington: IMF, 2002. — 38 p.

17. Edwards S. Real Exchange Rates, Devaluation, and Adjustment: Exchange Rate Policy in Developing Countries. — Cambridge, Mass.; London: The MIT Press., 1989. — 371 p.
18. Edwards S. Thirty Years of Current Account Imbalances, Current Account Reversals, and Sudden Stops // IMF Staff Papers. — 2004. — Vol. 51. Special Issue. — P. 1—45.
19. Epaulard A., and A. Pommeret. Financial Integration, Growth, and Volatility. Working Paper No. 67. — Washington: IMF, 2005. — 37 p.
20. Fratzcher M., and M. Bussière. Financial Openness and Growth: Short-Run Gain, Long-Run Pain? Working Paper No. 348. — Frankfurt: ECB, 2004. — 33 p.
21. Frenkel J., A. Razin, and C.-W. Yuen. Fiscal Policies and Growth in the World Economy. — Cambridge, Mass.; London: The MIT Press, 1996. — 641 p.
22. Gereffi G. Paths of Industrialization: An Overview // *Manufacturing Miracles* / Gereffi G., Wyman D. (eds.). — Princeton, N.J.: The Princeton University Press, 1990. — P. 3—31.
23. Gourinchas P.-O., and O. Jeanne. The Elusive Gains From International Financial Integration. Working Paper No. 74. — Washington: IMF, 2004. — 46 p.
24. Krishna K., A. Ozyildirim A., and N. Swanson. Trade, investment and growth: nexus, analysis and prognosis // *Journal of Development Economics*. — 2003. — Vol. 70. — No. 2 (April). — P. 479—499.
25. Lee H. Y., L. Ricci, and R. Rigobon. Once Again, is Openness Good for Growth? Working Paper No. 135. — Washington: IMF, 2004. — 29 p.
26. Thomas V., and Y. Wang. East Asian Lessons from Economic Reforms // *Economies in Transition: Comparing Asia and Eastern Europe* / W. Woo, S. Parker, and J. Sachs (eds.). — Cambridge, Mass.; London: The MIT Press, 1997. — P. 217—241.
27. Trindade V. The big push, industrialization and international trade: The role of exports // *Journal of Development Economics*. — 2005. — Vol. 78. — No. 1. — P. 22—48.
28. Ranis G. The Political Economy of Development Policy Change // *Politics and Policy Making in Developing Countries* / Meier G. (ed.). — San Francisco: ICS Press, 1991. — P. 69—106.

Шевчук В.О. Взаємодія зростання ВВП і рахунків платіжного балансу — поточного і фінансового.

За допомогою VAR-моделей досліджено характер взаємної залежності динаміки ВВП та рахунків платіжного балансу для країн Латинської Америки, Південно-Східної Азії і Східної Європи, а також України. Показано, що макроекономічні залежності для окремих груп країн можуть істотно відрізнятися між собою. Для української економіки простежується сприятлива взаємна залежність між динамікою ВВП і сальдо поточного рахунку, тоді як не виявлено залежності економічного зростання від потоків капіталу.

Shevchuk V. The relationship between GDP growth and the BOP current and financial accounts.

The multivariate relationship between GDP growth and the BOP accounts for the Eastern European, Eastern Asian, and Latin American countries, as well as Ukraine is studied by the use of VAR-models. Significant differences between individual groups of countries are highlighted. A favorable relationship between GDP growth and the current account is found for Ukraine's economy, while the lack of interaction between economic growth and capital flows is detected.

ДАНІ ПРО АВТОРА

Ім'я, прізвище *ШЕВЧУК Віктор Олексійович*
Вчений ступінь *Доктор економічних наук*
Вчене звання *Доцент*
Посада *Завідувач кафедри міжнародних економічних відносин
Львівської комерційної академії*

Службова адреса:
вул. Туган-Барановського 10
м. Львів 79005
Україна

Домашня адреса:
вул. Володимира Великого 49/42
м. Львів 79053
Україна

Телефони:
роб.: (032-2) 79-76-53
дом.: (032-2) 63-73-83