

в міжнародній діяльності існує проблема його оптимізації в контексті меж доцільної адаптації та стандартизації. При цьому наслідки надлишкових заходів при формуванні міжнародного маркетингового комплексу мають комплексний характер і можуть спричинити не тільки суто маркетингові, а й фінансові проблеми.

ЛІТЕРАТУРА

1. *Morris P.* Маркетинг: ситуации и примеры: Пер. с англ. — М.: Банки и биржи, ЮНИТИ, 1994. — 207 с.
2. *Branch A. E.* Elements of export marketing and management. Chapman & Hall, Second Edition, Reprinted. 1994. — 339 p.
3. *Котлер Ф.* Управление маркетингом: Пер. с англ. — М.: Экономика, 1990. — 670 с.
4. *Hennessey J.* Global marketing Strategies. Houghton Mifflin Company. 1992. — 724 p.

В. С. САВЧУК, д-р екон. наук
(Київський національний економічний університет),
В. О. ШЕВЧУК, канд. екон. наук
(Львівська комерційна академія)

ПОРІВНЯЛЬНИЙ АНАЛІЗ ЧИННИКІВ ЗОВНІШНЬОГО БОРГУ В КРАЇНАХ СХІДНОЇ ЄВРОПИ І ЛАТИНСЬКОЇ АМЕРИКИ

За винятком окремих періодів зі значним прискоренням інфляції та супутнім знеціненням грошової одиниці (Аргентина — 1989 р., Бразилія — 1992—1993 рр., Мексика — 1995 р.), перехід до стійкого економічного зростання в країнах Латинської Америки супроводжується поступовим зменшенням зовнішньої заборгованості (рис. 1). Найкраще це ілюструє досвід Чилі, де протягом 1985—1995 рр. значення зовнішнього боргу зменшилося зі 130% до 39% від ВВП. Приблизно на такому ж рівні стабілізувалося співвідношення «зовнішній борг/ВВП» в економіці Мексики. У Бразилії в другій половині 1990-х років зовнішній борг становить 22—23% від ВВП, що майже вдвічі менше значень кризового 1984 р. Лише в Аргентині після значного зниження зовнішнього боргу до 26% від ВВП у 1993 р. надалі відбувається поступове зростання цього показника.

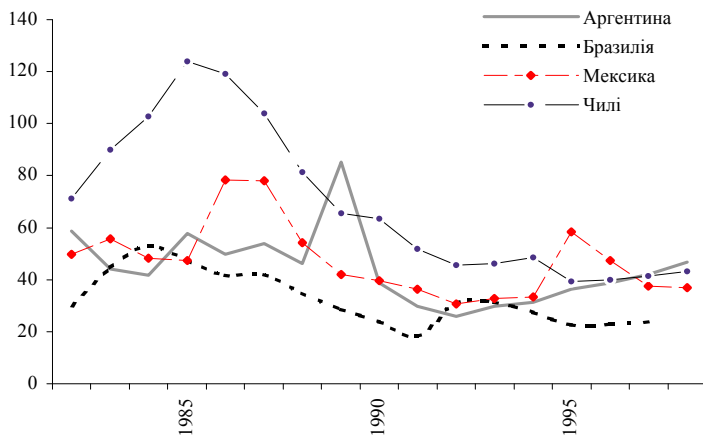


Рис. 1. Країни Латинської Америки: зовнішній борг (у % від ВВП), 1982—1998 рр. Джерело: www.iadb.com

Усупереч поширеним стереотипам, у країнах Східної Європи лише Польща має показник «зовнішній борг/ВВП» нижчим від середнього значення латиноамериканських країн (рис. 2). Цьому сприяла вдала реструктуризація зовнішнього боргу на початку 1990-х років, що передбачала списання протягом 3-х років близько 50% заборгованості. Подібним чином у 1993—1995 рр. списання боргів домоглася Болгарія, однак у 1996 р. перевищення зовнішнім боргом показника ВВП створило в цій країні ситуацію на зразок латиноамериканської кризи заборгованості 1980-х років.

У 1995 р. проблеми з обслуговуванням зовнішнього боргу зумовили зміни в економічній політиці та перегляд стратегії зовнішніх запозичень в Угорщині. Ще в 1994 р. вважалося, що зовнішня заборгованість Угорщини не створювала побоювань: $\frac{3}{4}$ боргу становили довгострокові приватні позики; лише 13% експорту використовувалося для обслуговування зовнішнього боргу; кредитний рейтинг ВВ+ не перешкоджав доступу на ринки єврооблігацій [3 р. 366]. Проте в 1995 р. збільшення зовнішнього боргу до 71% від ВВП створило загрозу дефолту. Ініційований у березні 1995 р. план міністра фінансів Л. Бокроша передбачав перехід до «повзучого» знецінення грошової одиниці — форинта, підвищення ставок імпортного мита, зменшення урядових видатків (передусім за рахунок скорочення соціальних

програму), обмеження заробітної плати в державному секторі. Це дало змогу зменшити споживання, поліпшити баланс заощаджень-інвестицій і створити передумови для поновлення траєкторії стійкого економічного зростання.

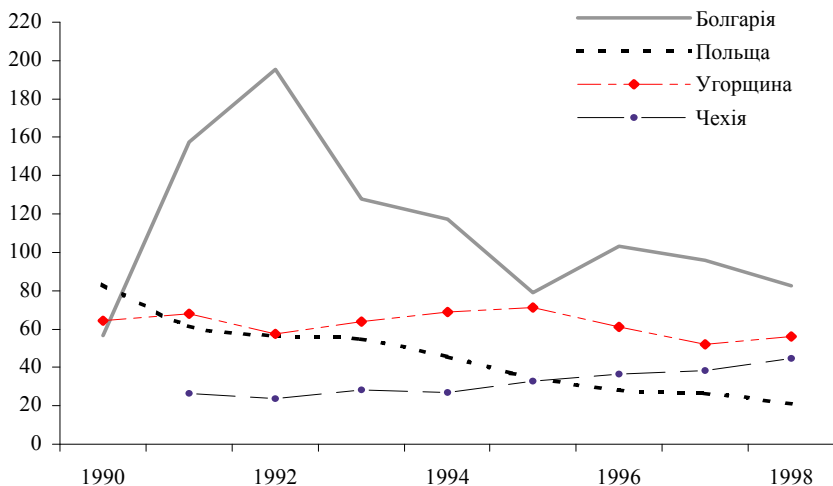


Рис. 2. Країни Східної Європи: зовнішній борг (у % від ВВП), 1990—1998 рр. Джерело: www.bcemag.com

Лише в Чехії зовнішня заборгованість зростає. У 1998 р. співвідношення «зовнішній борг/ВВП» на рівні 45% понад вдвічі перевищило відповідний показник для Польщі. Зменшенню зовнішнього боргу не допомогла девальвація чеської крони у травні 1997 р. та істотне поліпшення показників бюджету.

З метою порівняльного аналізу чинників зовнішнього боргу нами використовувалися річні дані за 1990—1998 рр. (країни Східної Європи) та 1985—1998 рр. (країни Латинської Америки) з довідкового видання МВФ *International Financial Statistics* та баз даних www.bcemag.com і www.iadb.com. Вивчався вплив на зовнішню заборгованість *DEBT* (у % від ВВП) низки показників: динаміки обмінного курсу ΔE та інфляції ΔP (%), монетизації економіки $M2$ і сальдо бюджету BD (у % від ВВП). Додатково для країн Східної Європи використовувався індекс економічної

лібералізації *CLI*¹, а країн Латинської Америки — фіктивна змінна для інституційних рішень *INST* (0 — не використовуються, 1 — соціальний пакт, 2 — незалежний центральний банк, 3 — грошова рада). Включення змінної *TIME* мало врахувати можливий часовий тренд.

Результати економетричного оцінювання свідчить, що незалежно від специфікації регресійної моделі, у Латинській Америці поточне значення зовнішньої заборгованості істотно залежить від лагового значення *DEBT*₋₁ (табл. 1). Характер цієї залежності означає, що нагромадження зовнішнього боргу не зменшує, а радше навпаки — збільшує зовнішній борг. Це досить несподівано, адже відомі проблеми з обслуговуванням зовнішнього боргу в 1982—1984 рр. мали створити належні перестороги щодо збільшення зовнішньої заборгованості. З іншого боку, отриманий результат можна пояснити збільшенням коштів обслуговування зовнішнього боргу або змінами в структурі зовнішніх запозичень на користь приватних боргів чи підвищенням довіри до економік латиноамериканських країн.

Таблиця 1

ЧИННИКИ ВПЛИВУ НА ПОКАЗНИК ЗОВНІШНЬОЇ ЗАБОРГОВАНОСТІ В КРАЇНАХ ЛАТИНСЬКОЇ АМЕРИКИ, 1975—1998 рр.

Незалежні змінні	Залежна змінна DEBT		
	I	II	III
Лагове значення зовнішнього боргу <i>DEBT</i> ₋₁	0,548 (4,591*)	0,632 (5,372*)	0,665 (5,792*)
Інституційні чинники <i>Inst</i>	-0,241 (-2,201**)	—	—
Змінна часу <i>Time</i>	0,042 (0,289)	-0,218 (-1,982***)	-0,200 (-2,021**)
Сальдо поточного рахунку <i>ca</i>	-0,169 (-2,149**)	—	—
Інфляція <i>Ar</i>	—	-0,040 (-0,383)	—
Сальдо бюджету <i>Bd</i>	—	—	-0,052 (-0,529)

Закінчення табл. 1

¹ Відповідні дані запозичено з [3, р. 64—68] і екстрапольовано на період 1997—1998 рр.

Незалежні змінні	Залежна змінна DEBT		
	I	II	III
Монетизація економіки <i>M2</i>	—	—	0,216 (2,213 ^{**})
Знецінення грошової Одиниці Δe	—	—	-0,154 (-1,927 ^{***})
Статистика моделі			
R ²	0,79	0,74	0,78
Dw	2,00	1,96	1,85
F-тест	25,07*	23,64*	20,47*

Примітка: у дужках подано *t*-статистику з указанням рівня статистичної значущості (* — 1%, ** — 5%, *** — 10%)

Таблиця 2

ЧИННИКИ ВПЛИВУ НА ПОКАЗНИК ЗОВНІШНЬОЇ ЗАБОРГОВАНОСТІ В КРАЇНАХ СХІДНОЇ ЄВРОПИ, 1990—1998 рр.

Незалежні змінні	Залежна змінна DEBT		
	I	II	III
Лагове значення зовнішнього боргу $DEBT_{-1}$	0,114 (0,995)	0,266 (2,385 ^{**})	0,200 (1,654 ^{***})
Індекс економічної лібералізації CLI	0,160 (1,189)	—	—
Змінна часу $TIME$	-0,244 (-3,791 [*])	-0,132 (-2,184 ^{**})	-0,100 (-1,622)
Сальдо поточного рахунку CA	-0,195 (-2,818 [*])	—	—
Інфляція ΔP	—	-0,008 (-0,124)	—
Сальдо бюджету BD	—	—	0,062 (0,793)
Монетизація економіки $M2$	—	—	0,493 (3,514 [*])
Знецінення грошової одиниці ΔE	—	—	0,086 (1,257)
Статистика моделі			
R ²	0,86	0,83	0,87
DW	1,71	1,48	1,67
F-тест	23,56*	21,28*	19,86*

Примітка: у дужках подано *t*-статистику з указанням рівня статистичної значущості (* — 1%, ** — 5%, *** — 10%)

Пряма залежність зовнішнього боргу від лагового значення $DEBT_{-1}$ простежується і в країнах Східної Європи, але на значно нижчому рівні статистичної значущості. З включенням сальдо поточного рахунку CA авторегресивний зв'язок втрачається, чого немає в країнах Латинської Америки. Для обох груп країн тенденція до зменшення зовнішнього боргу із часом виглядає достатньо слабкою. Якщо для країн Східної Європи з включенням змінних економічної політики коефіцієнт при $TIME$ втрачає статистичну значущість, то цілком протилежне спостерігається в Латинській Америці. Навпаки, у специфікації I із сальдо поточного рахунку CA змінна часу $TIME$ статистично не відрізняється від нуля для країн Латинської Америки (табл.1), хоча для країн Східної Європи (табл. 2) відповідний коефіцієнт є від'ємним і статистично значущим.

Цілком очікувано поліпшення сальдо поточного рахунку CA зменшує зовнішню заборгованість. Зазначена залежність є приблизно однаковою в обох групах країн і засвідчує корисність заходів щодо поліпшення сальдо поточного рахунку для країн зі значною зовнішньою заборгованістю. Подібним для країн Східної Європи та Латинської Америки є відсутність скільки-небудь помітного впливу інфляції ΔP на показник зовнішньої заборгованості.

З інструментів економічної політики найпотужнішим чинником збільшення заборгованості стає монетизація економіки $M2$. У Східній Європі зв'язок між збільшенням грошової маси (з урахуванням змін доходу) та зовнішнім боргом є помітнішим. Водночас девальвація грошової одиниці ΔE і сальдо бюджету BD практично не впливають на зовнішній борг. Подібним чином у Латинській Америці немає статистично значущого зв'язку між сальдо бюджету і зовнішнім боргом, однак девальвація грошової одиниці незначно поліпшує співвідношення «зовнішній борг/ВВП» (коефіцієнт є значущим на рівні 10%).

Включення змінних $INST$ та CLI мало на меті простежити вплив радикальних змін в економічній політиці. Лібералізація економічного середовища в країнах Східної Європи збільшує зовнішню заборгованість, що легко пояснити оптимізмом іноземних інвесторів та створенням «реформаторського» іміджу, який полегшує залучення портфельних інвестицій та приватних і державних позик. Це може бути помилковим враженням. Свого часу Угорщина і Чехія вважалися «зірками реформ», однак не уникли проблем із зовнішніми запозиченнями. У Латинській

Америці заходи структурного характеру, які теж недвозначно асоціюються з ліберальною економічною політикою, мають цілком протилежний вплив — зменшення зовнішнього боргу.

Відмінності можуть пояснюватися обмеженнями фіскальної і монетарної політики, що притаманні таким інституційним рішенням, як грошова рада чи незалежний центральний банк. Фіскальна дисципліна та зважена монетарна політика зменшували потребу в зовнішньому фінансуванні. У перехідних економіках швидше навпаки — лібералізація економічного середовища та очікування припливу капіталу зазвичай відкривають додаткові можливості для експансійної фіскальної і монетарної політики за допомогою зовнішніх запозичень.

Отже, дискусія навколо сплати Україною понад 3 млрд. дол. зовнішнього боргу в 2000 р. потребує критичного осмислення стратегії зовнішніх запозичень та можливих варіантів економічної політики. Хоча станом на кінець 1999 р. критерії «зовнішній борг/ВВП» (34%), «зовнішній борг/експорт» (90%), «обслуговування зовнішнього боргу/експорт» (13%) для України не є загрозливими, це не виключає труднощів з обслуговуванням зовнішнього боргу в найближчому майбутньому. В економіці з незначними валютними резервами (1,5—2 млрд. дол.) підвищення показника «обслуговування зовнішнього боргу/експорт» до 25—30% неминуче означатиме небезпечне наближення до середнього значення зазначеного показника на час кризи заборгованості 1980-х років для 17 країн з найбільшою заборгованістю — 28%.

Згідно з отриманими економетричними результатами, найефективнішим засобом скорочення зовнішнього боргу має стати обмеження пропонування грошової маси. Усупереч логіці вирівнювання платіжного балансу в економіці з погіршенням сальдо рахунку капіталу, монетарна політика в 1998—1999 р. залишалася експансійною. Так, за січень—вересень 1999 р. монетарна база зросла на 30%, а грошовий агрегат M2 — на 27%. Інструментальним чинником послаблення монетарної політики стало придбання НБУ облігацій внутрішньої державної позики (ОВДП). Протягом січня—вересня 1999 р. за допомогою ОВДП фінансувалося понад 80% дефіциту бюджету [2, с.71]. Хоча за умов придбання ОВДП приватними інвесторами (без збільшення пропонування грошової маси), від дефіциту бюджету не варто очікувати помітного зростання зовнішнього боргу, монетизація дефіциту бюджету за допомогою придбання ОВДП або прямих позик НБУ недвозначно збільшуватиме зовнішній борг. У ширшому

теоретичному контексті рестрикційна фіскальна та монетарна політика обмежують внутрішню абсорбцію і поліпшують сальдо поточного рахунку, що створює підстави як для зменшення зовнішніх запозичень, так і обслуговування зовнішнього боргу.

Не варто пов'язувати надмірні сподівання зі «слабкою» гривнею: у достатньо відкритих перехідних економіках знецінення грошової одиниці не зменшує тягар зовнішнього боргу (табл.2). Показово, що в Чехії девальвація крони та наступний перехід до системи плаваючого обмінного курсу в 1997 р. не допомогли зменшенню зовнішнього боргу. Навіть якщо прийняти сприятливіше «латиноамериканське» спрямування девальвації грошової одиниці, то в українській економіці, з її залежністю від критичного імпорту обладнання та енергоносіїв відповідне зменшення зовнішнього боргу відбуватиметься на тлі поглиблення спаду виробництва. Крім того, знецінення грошової одиниці підвищує тягар обслуговування зовнішнього боргу для бюджету і підприємств, що не мають значних надходжень від експорту.

З урахуванням досвіду країн Латинської Америки, може стати корисним надання повноцінного незалежного статусу НБУ або запровадження грошової ради. Незалежність монетарної політики НБУ є більше неформальною і ситуативною, ніж гарантованою інституційно. Грошова рада безпосередньо забороняє фінансування дефіциту бюджету і проведення не забезпеченої валютними резервами грошової емісії. Відмова від незалежної монетарної політики може бути корисною, якщо це підвищує захист від політично мотивованих рішень.

У доларизованій економіці обслуговуванню зовнішнього боргу має сприяти ефект заміщення, ініційований очікуваннями зміцнення грошової одиниці. При цьому зміни в портфелі грошових активів на користь національної грошової одиниці створюють належне збільшення валютних резервів за рахунок продажу населенням та комерційними структурами іноземної валюти. У поєднанні з фіскальною дисципліною це створить підстави для тривалого поліпшення балансу заощаджень-інвестицій.

Ефективним засобом зменшення зовнішнього боргу може стати повноцінна приватизація державного майна. Цьому тривалий час опиралися в країнах Латинської Америки, проте з початку 1990-х років відсутність помітних альтернатив зумовила перегляд антиприватизаційної позиції. Досвід країн регіону засвідчує, що прозора приватизація здатна генерувати значні

валютні надходження, достатні для обслуговування зовнішнього боргу зокрема та зменшення боргового тягара загалом. Так, у липні 1998 р. приватизація бразильської телефонної компанії «Телебраз» дала в бюджет 19 млрд. дол., що на 64% перевищило початкову урядову ціну; від продажу урядового «Банко реал» було отримано 3 млрд. дол. [1, с. 82].

Водночас можна стверджувати, що втрата прав власності на користь іноземних інвесторів стає своєрідною «платою» за неефективне нагромадження зовнішнього боргу. Приміром, у близькій нам Угорщині після реалізації програм приватизації, значною мірою пов'язаних з обслуговуванням зовнішнього боргу, із середини 1990-х років в іноземну власність перейшло близько 60% активів національної економіки.

ЛІТЕРАТУРА

1. Семенов В., Симонова Л. Бразилия: через две кризисные волны // Международная экономика и международные отношения. — 1999. — № 8. — С. 81—85.
2. Тенденції української економіки. — К.: TACIS, 1999. — № 12. — 117 с.
3. Cline W. International Debt Reexamined. — Washington: Institute for International Economics, 1995. — 533 p.
4. De Melo M., Denizer C., Gelb A. From Plan to Market: Patterns of Transition. In *Macroeconomic Stabilization in Transition Economies*. M. Blejer and M. Skreb (eds.) — Cambridge: the Cambridge University Press, 1997. — P. 17—70.

В. Г. ДІДИК, канд. екон. наук,
Н. В. АНІСТРАТЕНКО, канд. екон. наук, доц.

МЕТОДОЛОГІЧНІ ПІДХОДИ ДО ВИЗНАЧЕННЯ ОБСЯГУ ЗАОЩАДЖЕНЬ ФІЗИЧНИХ ОСІБ ТА МОТИВАЦІЯ МІЖНАРОДНОГО РОЗПОДІЛУ ТАКИХ ЗАОЩАДЖЕНЬ

У довгостроковому плані нагромадження реального капіталу в кожній країні визначається нормою національних заощаджень. Коли країна багато заощаджує, її основний капітал швидко збільшується, швидше зростає потенційний обсяг виробництва. Коли норма національних заощаджень низька, то устаткування старіє, а інфраструктура починає занепадати, — тобто існує тісний