

## **КОНЦЕПТУАЛЬНІ ОСНОВИ ДОСЛІДЖЕННЯ ЗОВНІШНЬОЇ СТІЙКОСТІ НАЦІОНАЛЬНОЇ ЕКОНОМІКИ**

*У статті узагальнено теоретичні підходи до трактування сутності зовнішньої стійкості економіки в контексті збалансованості рахунку поточних операцій платіжного балансу та стійкості зовнішнього боргу. На основі проведеного аналізу запропоновано визначення категорії "зовнішня стійкість економіки" як здатності економічної системи в результаті відхилення від стану довгострокової рівноваги під впливом несприятливих зовнішніх збурень повертатися у стан рівноваги за рахунок дії певних ринкових механізмів саморегулювання, при цьому підтримуючи власне міжчасове бюджетне обмеження та фінансуючи свої боргові зобов'язання за умови стійкості поточного рахунку платіжного балансу та стаціонарності відношення зовнішнього боргу до ВВП, не прибігаючи до коректувань параметрів внутрішньої та зовнішньої політики. Також в статті окреслено систему визначальних чинників, які впливають на зовнішню стійкість національної економіки, з'ясовано характер цього впливу, що є необхідним для моделювання економічних явищ та процесів в даній сфері.*

**Ключові слова:** зовнішня стійкість економіки; стійкість поточного рахунку платіжного балансу; зовнішня боргова стійкість; стійкий борг; платоспроможність країни.

Поява ризиків наростання протиріч та виникнення нових кризових явищ в світовій економіці, серед яких здуття фінансових бульбашок та нестабільність потоків фінансового капіталу, призводять до розширення зовнішніх дисбалансів та розгортання руйнівних процесів насамперед в країнах, що розвиваються. Тому для них знову на перший план повинні виходити питання уникнення значної зовнішньої вразливості економік та мінімізації негативних ефектів від зовнішніх шоків, які справляють деструктивний вплив на економічну систему країни в цілому та волатильність і дестабілізацію окремих її складових.

Питання зовнішньої стійкості стоїть на порядку денному провідних країн світу ще з 1980-х рр. В цьому контексті слід згадати стійкі дисбаланси поточного рахунку платіжного балансу протягом 1984–1988 рр.<sup>2</sup> в таких індустріально розвинених країнах, як Сполучені Штати Америки, Японія та

---

<sup>2</sup> Для 1987–1988 рр. аналізувалися прогнози, розроблені Міжнародним валютним фондом.

Німеччина, та дискусії навколо цього [1, с. 7–9], [2, с. 13–14]. Так, в якості прикладу згаданих дисбалансів, зазначимо, що за даними МВФ у 1984 році США мали дефіцит поточного рахунку на рівні 2,8 % ВВП, у 1986 році – на рівні 3,3 % ВВП; водночас його надлишок складав 2,8 % в Японії у 1984 році та 4,4 % – у 1986 році; в Німеччині ж в 1984 році профіцит поточного рахунку становив 1,1 % та 4 % – в 1986 році [1, с.18]. При цьому у зв'язку зі зниженням надходжень від експорту особливо для країн-експортерів нафти цей період також відзначився значним погіршенням відношення боргових зобов'язань до експортних надходжень, що створило підстави для появи дестабілізуючих процесів та подальшого "підриву" національних економік. Наприклад, для країн, що мали проблеми з обслуговуванням боргових зобов'язань, наприкінці 1986 року це відношення становило 302 % від експортних надходжень, що втричі перевищувало аналогічний показник в країнах, що уникнули зазначених проблем [1, с.11, 16, 24]. Тому особлива увага також приділялася зниженню боргового навантаження та джерелам фінансування боргових зобов'язань. Серед запропонованих МВФ способів зменшення боргу – зниження обсягу інвестицій у виробничий капітал та встановлення ринково обґрунтованих відсоткових ставок та обмінних курсів. При цьому актуальним залишалось питання фінансування інвестиційного споживання, для чого розглядалася необхідність скорочення споживання та "генерування" іноземної валюти для фінансування імпортової компоненти інвестиційного попиту. Однак тут існувала дилема, яким чином (оптимально) використати валюту – на фінансування внутрішніх інвестицій чи погашення заборгованості [1, с. 24–25].

Отже, основними аспектами зовнішньої стійкості національних економік економісти вважають збалансованість рахунку поточних операцій платіжного балансу та стійкість зовнішнього боргу [3, с. 5], чому присвячена ціла низка наукових праць зарубіжних та вітчизняних вчених. Так, теоретичні підходи до аналізу поточного рахунку, зокрема, міжчасовий підхід до аналізу поточного рахунку був вперше запроваджений в 1981 році окремо Дж. Саксом [4] і В.Буйтером [5] та пізніше, в 1995 році, розвинутий М. Обстфельдом та К. Рогоффом [6]. Окремі теоретичні питання аналізу поточного рахунку також були відображені в роботах Дж. Салоп і Е. Спіталлера [7] та Ж. М. Мілезі-Ферретті і А. Разіна [8]. Відмітимо також здобутки зарубіжних науковців, що висвітлюють окремі питання аналізу поточного рахунку, особливо

його практичні імплементації, серед яких праці А. Арістовніка [9], А. Гехрінгер [10], Дж. Корсетті, П. Пезенті, Н. Рубіні [11], А. Крокетта, М. Гольдштейна [12], С. Марріса [13] та багатьох інших.

До найбільш ґрунтовних досліджень з проблематики зовнішньої боргової стійкості відносяться праці фахівців Міжнародного валютного фонду [15], Ч. Віплоша [19], Х. Флассбека, У. Паніцци [20], В. Буїтера [5] та ін.

Окремі аспекти узагальненого підходу до дослідження зовнішньої стійкості також були розвинуті Дж. Хорном [14] та в дослідженнях Міжнародного валютного фонду, серед яких чільне місце посідає [15]. В Україні проблемам зовнішньої стійкості присвячені праці таких науковців як Жаліло Я., Тищук Т. [3], Ніколайчук С. [16], Шаповаленко Н. [17], Шумська С., Скрипниченко М. [18] та ін.

Однак, розглядаючи наукові здобутки в зазначеній сфері, відзначимо відсутність єдиного підходу до виокремлення сутності категорії "зовнішня стійкість" та чітко визначеної системи чинників, які справляють на неї вплив, що необхідно для моделювання економічних явищ та процесів в контексті зовнішньої вразливості економіки.

Тому метою даного дослідження є узагальнення теоретичних підходів до трактування сутності категорії "зовнішня стійкість", запровадження її уніфікованого визначення, деталізоване окреслення системи факторів, що впливають на неї, та з'ясування характеру цього впливу.

Насамперед визначимо, в чому полягає зовнішня стійкість з точки зору представників того чи іншого підходу. Як зазначалося вище, основними аспектами зовнішньої стійкості економіки є збалансованість рахунку поточних операцій платіжного балансу та стійкість зовнішнього боргу.

Отже, по-перше, розглянемо підхід, що трактує роль поточного рахунку як провідну у визначенні зовнішньої стійкості.

Хоча певні розробки з даної проблематики з'являлися і раніше, започаткування розвитку концепції зовнішньої стійкості пов'язане з появою дослідження Дж. Хорна у 1988 році [17]. Як більшість дослідників природи дисбалансів поточного рахунку, він притримується тієї позиції, що вони є "результатом міжчасових рішень щодо заощадження та інвестування з боку держави та приватного сектору при умові очищення ринку та повної зайнятості" [17, с. 4]. На його думку, при умові наявності перманентного дефіциту чи профіциту поточного рахунку протягом певного часу поняття їх стійкості

полягає в тривалості цих явищ. При цьому, економічна політика, що проводиться, вважатиметься стійкою, якщо вона буде сумісною з довгостроковою рівноважною траєкторією [17, с. 5–6].

Поряд з цим, автор окреслює поняття нестійкості економічної ситуації, що характеризується неможливістю економічних показників притримуватися своєї траєкторії та визначається економічною політикою та поведінкою приватного сектора. Це пояснюється відхиленням економіки від стану довгострокової рівноваги, що призводить до необхідності зміни економічних параметрів у майбутньому, тобто до зміни орієнтирів внутрішньої та зовнішньої політики [17, с. 2]. У випадку ж спрогнозованої нестійкості траєкторії поточного рахунку в дію повинні вступати механізми для її запобігання та відновлення рівноваги.

В свою чергу нестійкість зовнішніх дисбалансів означає, що для підтримки міжчасового бюджетного обмеження національної економіки необхідна зміна орієнтирів поточної економічної політики або поведінки приватного сектора. В той же час основним джерелом нестійкості Дж. Хорн вважає неочікувані зміни зовнішнього середовища, які насамперед мають місце в країнах, що розвиваються [17, с. 7–8].

В роботі [7] зовнішня стійкість також пов'язується зі стійкістю поточного рахунку платіжного балансу. На думку авторів, стан поточного рахунку визначається співвідношенням інвестицій та заощаджень країни, їх стійкістю та оптимальністю. Так, у випадку наявності додатніх чистих заощаджень в країні дефіцит поточного рахунку, що може бути наслідком високого рівня інвестицій, буде прямувати до стійкого стану. Зокрема, максимально стійкий дефіцит поточного рахунку може бути досягнуто тільки завдяки нульовій позиції по заощадженням. При цьому автори також наголошують, що вичерпання джерел фінансування дефіциту являє собою сигнал нестійкості поточного рахунку та необхідності зміни орієнтирів економічної політики. Водночас дефіцит поточного рахунку характеризуватиметься стійкістю, якщо він пов'язаний з фінансовою платоспроможністю та економічною життєздатністю, навіть якщо країна позичає закордоном для фінансування інвестицій. Але, якщо країна позичатиме на міжнародних ринках задля фінансування поточного споживання, дефіцит вважатиметься нестійким. В свою чергу, швидкість корегування сальдо поточного рахунку пов'язується зі ступенем відхилення від визначеного оптимального рівня та визначається в основному внутрішніми факторами [7].

В дослідженні Ж. М. Мілезі-Ферретті та А. Разіна [8] засвідчується, що незбалансованість поточного рахунку буде менш стійкою, якщо вона буде достатньо значною порівняно з ВВП та визначатиметься зниженням норми заощадження, а не зростанням норми інвестування при низькій нормі національних заощаджень. Автори визначають стійкість економіки в контексті дисбалансів поточного рахунку платіжного балансу та пов'язують її із рішеннями по інвестуванню та заощадженням держави і резидентів та рішень з кредитування нерезидентами. Інший підхід до ідентифікації стійкості поточного рахунку вони вбачають у можливості проведення поточної економічної політики без необхідності кардинальних змін її орієнтирів та/чи неможливості появи кризових явищ. Така зміна параметрів економічної політики чи кризова ситуація можуть бути спровоковані внутрішніми або зовнішніми впливами. В свою чергу, на їх думку, в деяких випадках це викликатиме відплив іноземного капіталу з країни.

Н. Рубіні та П. Вочтел [21] визначають динаміку поточного рахунку платіжного балансу, що призводить до зростання відношення зовнішнього боргу до ВВП, як таку, що є нестійкою. На їх думку, "не зростання" відношення зовнішнього боргу до ВВП є практичним критерієм стійкості країни. Тому дане трактування можна також віднести і до визначення зовнішньої стійкості в контексті стійкості зовнішніх боргових зобов'язань.

Згідно [19, с. 78–79] відповідно до підходу зовнішньої стійкості дефіцит поточного рахунку визначається як приріст (збільшення) чистих зовнішніх зобов'язань або зменшення чистих зовнішніх активів. При цьому підхід зовнішньої стійкості до аналізу поточного рахунку платіжного балансу визначається міжчасовим бюджетним обмеженням, згідно якого теперішня приведена вартість надлишків поточного рахунку повинна перевищувати зовнішні боргові зобов'язання та кошти на їх обслуговування. Іншими словами, країна вважатиметься платоспроможною, якщо теперішня приведена вартість первинного сальдо поточного рахунку перевищує накопичені зовнішні боргові зобов'язання. При цьому в [19, с. 86] автори доходять висновку, що надмірні дефіцити поточного рахунку підвищують ймовірність настання кризових явищ в національній економіці, що якраз продемонструвала фінансово-економічна криза в Україні 2008 р.

На основі дослідження літературних джерел щодо аналізу поточного рахунку з точки зору його ролі у трактуванні зовнішньої стійкості економіки визначимо чинники, що на неї впливають [22], [23], [24], [25], [26], [10]:

– темп економічного зростання та обсяг реального ВВП на одну особу. Так, згідно [23, с. 12] на початковій стадії розвитку країна з незначним обсягом доходів та заощаджень матиме дефіцит поточного рахунку, на більш пізніх етапах вона тяжітиме до зростання заощаджень та надлишку поточного рахунку;

– дефіцит державного бюджету, тобто від'ємна різниця між державними надходженнями та видатками, сприяє збільшенню доходу та, відповідно, й споживання, що в свою чергу може призводити до зростання дефіциту поточного рахунку;

– мінливість умов торгівлі здійснює позитивний вплив на заощадження з метою згладжування потоків споживання як відповіді на волатильність потоків доходів;

– ступінь відкритості економіки та незбалансованість структури зовнішньої торгівлі в контексті зовнішньої стійкості справляють негативний вплив на стан поточного рахунку, насамперед, в разі настання несприятливих зовнішніх збурень;

– величина та структура запозичень на зовнішніх ринках (загальновідомо, що найбільш ризикованими в контексті зовнішньої стійкості є короткострокові запозичення в іноземній валюті, найменш ризикованими – прямі іноземні інвестиції);

– ступінь контролю за рухом капіталу сприяє зменшенню дефіциту поточного рахунку особливо в кризових умовах;

– обсяг міжнародних резервів як джерело ліквідних валютних коштів у випадку неможливості їх генерування іншими способами;

– реальний обмінний курс національної валюти (наприклад, ревальвація реального ефективного обмінного курсу призводить до збільшення вартості активів резидентів, що підвищує споживання та знижує схильність до заощаджень, в результаті викликаючи зниження приватних заощаджень та зростання дефіциту поточного рахунку [23, с. 12];

– реальна відсоткова процентна ставка, вплив якої на приватні заощадження та поточний рахунок є позитивним (зокрема, її підвищення сприяє зростанню доходності заощаджень та навпаки);

– вплив інфляції та інфляційних очікувань на поточний рахунок є неоднозначним та залежить від індивідуальних особливостей тієї чи іншої країни;

– демографічна ситуація в країні, що може мати як додатний та і від'ємний вплив на поточний рахунок (наприклад, підвищення індексу

## Теоретичні та прикладні питання економіки. – 2014. – №2 (29)

фертильності викликає зниження заощаджень, однак, в той же час невизначеність, бажання залишити спадок населенням пенсійного віку та інші фактори можуть призвести до зростання обсягу заощаджень).

- питома вага кредитування приватного сектора до ВВП здійснює негативний вплив на приватні заощадження та поточний рахунок;

- політична нестабільність в країні має різний спектр впливу на стан поточного рахунку; це, зокрема, і відплив капіталу за межі країни, і зниження темпів зростання ВВП, і зниження темпів зростання капітальних вкладень та багато інших наслідків;

- очікування іноземних інвесторів.

На наступному етапі розглянемо трактування зовнішньої стійкості в контексті зовнішньої боргової стійкості.

Згідно дослідження науковців Міжнародного валютного фонду доцільно розрізняти поняття стійкий борг та боргова стійкість [14]. Так, за визначенням МВФ борг вважається стійким, якщо "він задовольняє умові платоспроможності без необхідності проведення певних коректувань при відомих видатках фінансування". В той же час "позиція господарюючого об'єкта щодо зобов'язань є стійкою, якщо задовольняє приведеній вартості бюджетного обмеження без проведення значних коректувань балансу доходів та видатків за умови відомої вартості фінансування на ринку" [14, с. 5].

В свою чергу боргова стійкість – ситуація, відповідно до якої очікується, що позичальник продовжуватиме обслуговувати свої боргові зобов'язання, не вдаючись до значних коректувань доходів та видатків у майбутньому. Згідно цього підходу, стійкість охоплює такі поняття як платоспроможність та ліквідність [14, с. 4]. В цьому контексті платоспроможність визначається бюджетним обмеженням, що обумовлює ситуацію, коли теперішня дисконтована вартість поточних та майбутніх первинних видатків не перевищує теперішню дисконтовану вартість поточних та майбутніх доходів за вирахуванням боргових зобов'язань. В свою чергу, платоспроможність країни також трактується як ситуація, яка не призводить до акумулювання зовнішніх запозичень та відповідає прийнятному рівню дефіциту поточного рахунку [19, с. 78]. А ліквідність характеризується достатністю ліквідних активів та доступних коштів для обслуговування та погашення заборгованості [14, с. 5].

Аналогічно до цього трактування деякі науковці виокремлюють поняття боргової платоспроможності, яка також вимагає неперевищення

поточних боргових зобов'язань разом з теперішньою дисконтованою вартістю видатків теперішньої дисконтованої вартості доходів [15, с. 3].

В своїй праці [12] А. Крокетт та М. Гольдштейн пов'язують зовнішню стійкість зі здатністю країни фінансувати свої боргові зобов'язання без залучення доходів, деномінованих в іноземній валюті, при цьому приймаючи до уваги необхідність забезпечення повної зайнятості та підтримання співвідношення заощадження-інвестиції інших країн. В той же час автори наголошують на тому, що критерій зовнішньої стійкості повинен варіювати в залежності від тієї чи іншої країни та періоду часу.

Найбільш ґрунтовно підходить до трактування стійкості в контексті впливу боргових зобов'язань систематизовано у праці Ч. Віплоша [15]. Так, згідно [15, с. 6] тлумачення *боргової* стійкості у порядку зростання їх значимості можна представити наступним чином:

1. Платоспроможність та ліквідність країни.
2. Стан економіки, що характеризується виконанням умови  $b_t \leq \bar{b}$ , де  $b_t$  – відношення боргових зобов'язань країни до ВВП в момент часу  $t$ ,  $\bar{b}$  – порогове значення.
3. Платоспроможність країни без необхідності проведення певних коректувань (визначення МВФ).
4. Стан економіки, що характеризується падінням теперішньої вартості  $b_t$  з плином часу ( $\lim_{t \rightarrow \infty} \frac{b_t}{(1+r)^t} = 0$ ). Або, іншими словами, ситуація, коли теперішня вартість первинних залишків перебільшує  $b_t$ .
5. Ситуація, що визначається неспаданням чистої вартості (теперішня вартість первинних балансів за виключенням  $b_t$ ) з перебігом часу (визначення Ерроу).
6. Стаціонарність боргових зобов'язань, тобто не зростання (постійність)  $b_t$  або навіть їх падіння.

В контексті зовнішньої боргової стійкості одним з найважливіших є питання можливості "генерації" національною економікою іноземної валюти для обслуговування накопичених боргових зобов'язань. З цього приводу науковці визнають, що акумулювання необхідних для цього коштів при умові неемітування нових зобов'язань можливе тільки завдяки наявності профіциту поточного рахунку платіжного балансу. Не слід також забувати, що накопичення значних зовнішніх зобов'язань – це в



## Теоретичні та прикладні питання економіки. – 2014. – №2 (29)

значній мірі результат стійкого дефіциту поточного рахунку. Тому для визначення чи є боргові зобов'язання стійкими чи ні, необхідно з'ясувати механізми, що визначають поведінку поточного рахунку [16, с. 4], для чого економічною наукою пропонується застосовувати два підходи: торговий та капітальний.

Відповідно до торгового підходу баланс поточного рахунку визначається різницею між надходженнями та видатками за переміщувани товари і послуги, що відображається в первинному поточному рахунку, та чистими зовнішніми інвестиційними доходами [16, с. 4], [27, с. 90]:

$$CA = PCA + rNFA,$$

де  $CA$  – поточний рахунок,  $NFA$  – сальдо чистих активів країни щодо решти світу,  $r$  – реальна відсоткова процентна ставка,  $PCA$  – первинний поточний рахунок.

Капітальний підхід трактує баланс поточного рахунку як розрив між національними заощадженнями та інвестиціями [16, с. 4, 27, с. 51]:

$$CA = S - I,$$

де  $S$  – національні заощадження,  $I$  – інвестиції.

Відповідно до Х. Флассбека та У. Паніцци [16] в контексті аналізу та розробки практичних рекомендацій відносно зовнішньої боргової стійкості слід надавати перевагу саме капітальному підходу, згідно якого дефіцит поточного рахунку являє собою результат перевищення національних інвестицій над заощадженнями, що проявляється у припливі іноземного капіталу в економіку, віддзеркалюючи інвестиційні переваги країни. З цієї точки зору, зрозуміло, що дефіцит поточного рахунку та приплив капіталу має своїм наслідком зростання зовнішнього боргу. Однак, торговий підхід є більш доцільним в контексті дослідження шоків, які здійснюють вплив на торгові потоки та викликані "неочікуваними змінами відносних цін на переміщувани та непереміщувани товари і послуги та відносних цін на переміщувани товари між країнами" [16, с. 5]. В рамках торгового аспекту неочікувані зміни поточного рахунку можуть пояснюватися коливаннями реального обмінного курсу національної валюти, умов торгівлі та цін на активи. При чому за свідченням Х. Флассбека та У. Паніцци, говорячи про коливання реального обмінного курсу, тільки девальвація дозволяє виплачувати зовнішній борг країні-дебітору, не вдаючись до рецесії. Тому, на думку авторів, індикатором нестійкості боргових зобов'язань може вважатися поєднання значного

дефіциту поточного рахунку, реального здорожчання національної грошової одиниці та втрата конкурентоспроможності. В той же час зовнішні зобов'язання економіки, що є результатом зовнішніх негативних шокових впливів, також вважаються нестійкими, якщо "в майбутньому не очікується позитивний шок еквівалентної величини" [16, с. 7].

Як показали результати останніх світових економічних криз, країни, що розвиваються, знаходяться під постійним впливом зовнішніх шоків. В цьому розрізі концепція зовнішньої стійкості має багато спільного з попередженням кризових явищ, що полягає у своєчасній ідентифікації шокових впливів та розробці і впровадженні політики, спрямованої на мінімізацію негативних ефектів від цих шоків. Зокрема, в Україні розроблена система раннього попередження кризових явищ в економіці, яка враховує її специфіку та надмірну уразливість [20].

Поняттям близьким до стійкості боргу є фіскальна стійкість<sup>3</sup>. Проблема вибору між зовнішньою та фіскальною стійкістю являє собою суперечливе питання в контексті впливу реального обмінного курсу. Зокрема, у випадку деномінації боргових зобов'язань у іноземній валюті значна девальвація національної валюти викликає зростання відношення боргу до ВВП. В свою чергу, здорожчання національної валюти має позитивний вплив на фіскальну стійкість та негативний – на зовнішню стійкість. В цьому аспекті девальвація національної валюти при наявності боргу, деномінованого у іноземній валюті, може призводити до боргової кризи та можливо дефолту [16] (зазначимо, що нездатність боржників обслуговувати зовнішні зобов'язання може призводити до валютної та банківської кризи). Однак, за свідченням [28] наслідком переходу від зовнішніх до внутрішніх запозичень може стати збільшення внутрішньої відсоткової ставки, що викликатиме скорочення інвестиційного попиту.

Як підсумок, узагальнюючи існуючі теоретичні здобутки, визначимо чинники зовнішньої стійкості в контексті здатності економіки обслуговувати зовнішні запозичення [27, с. 611–619], [16], [14, с. 6], [29]:

– Темп економічного зростання країни-позичальника, розмір реальної відсоткової ставки та, насамперед, різниця між ними. Так, в разі перевищення темпом економічного зростання реальної відсоткової ставки відбувається скорочення відношення боргу до ВВП (може бути стабілі-

---

<sup>3</sup> Економічна політика країни вважається фіскально стійкою, якщо вона характеризує ситуацію, коли країна спроможна задовольняти своє бюджетне обмеження

## Теоретичні та прикладні питання економіки. – 2014. – №2 (29)

зовано при наявності бюджетного дефіциту); іншими словами, темп зростання ВВП перевищує темп зростання заборгованості. В протилежному випадку – збільшення боргу матиме вибуховий характер.

– Інфляція та інфляційні очікування. При наявності інфляції для стабілізації відношення боргу до ВВП необхідний менший надлишок первинного бюджету ніж у випадку її відсутності. У разі достатності грошової бази ця стабілізація можлива при наявності дефіциту бюджету.

– Різкі та довготривалі зміни умов торгівлі. Наприклад, їх погіршення негативно впливає на платоспроможність країни-позичальника, а зростання реального валютного курсу призводить до зниження вартості зовнішнього боргу.

– Несприятливі зовнішні збурення, зокрема тривалий економічний спад в країнах-партнерах та спад і невизначеність на зовнішніх ринках традиційного експорту країни-боржника, обмежують можливості щодо генерування необхідного обсягу іноземної валюти для погашення та обслуговування зовнішньої заборгованості.

– Демографічні зміни, які провокують збільшення навантаження на систему соціального захисту (наприклад, зростання питомої ваги населення пенсійного віку).

– Відсутність ліквідних ресурсів для погашення заборгованостей. Ттак, зростання вартості фінансування боргових зобов'язань, що може відображати загальні тенденції на фінансових ринках та призводити до кризи ліквідності.

– Різке та неочікуване збільшення цін на активи призводить до зростання позиції по чистим зобов'язанням позичальника.

– Реальний обмінний курс національної валюти. Зокрема, девальвація реального обмінного курсу може викликати збільшення боргового тягаря для позичальника, ревальвація – його зменшення. При цьому, за свідченням фахівців, початкове завищення обмінного курсу призводить до його більшої зміни в кризові періоди. Тому у разі наявності боргу, деномінованого в іноземній валюті, питання переоцінки реального валютного курсу є одним з найважливіших з точки зору зовнішньої стійкості.

– Відплив капіталу в результаті так званих "sudden stops" або ухилання від сплати податків.

– Умовні вимоги, пов'язані з гарантуванням боргу чи банківських депозитів.

Що стосується чинників зовнішньої стійкості економіки України, то відповідно до дослідження Національного інституту стратегічних досліджень [3] її вирішальними чинниками є надмірний рівень боргових зобов'язань та дефіцит зовнішньої торгівлі. В результаті розроблених фахівцями НІСД прогнозів індикаторів зовнішньої стійкості економіки з'ясовано, що основними факторами її зміцнення є розвиток ділового середовища, стимулювання прямих іноземних інвестицій в економіку та запобігання втечі капіталу з країни.

Узагальнюючи викладене вище, доходимо висновку, що зовнішня стійкість економіки – це здатність економічної системи в результаті відхилення від стану довгострокової рівноваги під впливом несприятливих зовнішніх збурень повертатися у стан рівноваги за рахунок дії певних ринкових механізмів саморегулювання, при цьому підтримуючи власне міжчасове бюджетне обмеження та фінансуючи свої боргові зобов'язання за умови стійкості поточного рахунку платіжного балансу та стаціонарності відношення зовнішнього боргу до ВВП, не прибігаючи до коректувань параметрів внутрішньої та зовнішньої політики.

Визначальними чинниками, що здійснюють вплив на зовнішню стійкість економіки, є: темп економічного зростання країни, дефіцит державного бюджету, умови торгівлі, ступінь відкритості економіки та незбалансованість структури зовнішньої торгівлі, обсяг та структура запозичень на зовнішніх ринках, ступінь контролю за рухом капіталу, обсяг міжнародних резервів, реальний обмінний курс національної валюти, реальна відсоткова ставка, інфляція та інфляційні очікування, демографічна ситуація в країні, політична нестабільність, очікування іноземних інвесторів; різниця між темпом економічного зростання та реальною відсотковою ставкою; тривалий економічний спад в країнах-партнерах та спад і невизначеність на зовнішніх ринках традиційного експорту країни-боржника, відсутність ліквідних ресурсів для погашення заборгованостей, відплив капіталу з країни; умовні вимоги, пов'язані з гарантуванням боргу чи банківських депозитів; неочікуване збільшення цін на активи.

### **Література:**

1. World Economic Outlook: A Survey by the Staff of International Monetary Fund. April 1987. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://books.google.com.ua/books?id=bN0OESHXt9MC&printsec=frontcover&hl=ru#v=onepage&q&f=false>

## **Теоретичні та прикладні питання економіки. – 2014. – №2 (29)**

2. World Economic Outlook: Revised Projections by the Staff of International Monetary Fund. October 1987. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://books.google.com.ua/books?id=yBt0QfjFS-kC&printsec=frontcover&hl=ru#v=onepage&q&f=false>

3. Прогнозування зовнішньої стійкості економіки України. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://www.niss.gov.ua/public/File/2013\\_nauk\\_an\\_rozrobku/vneshustoych.pdf](http://www.niss.gov.ua/public/File/2013_nauk_an_rozrobku/vneshustoych.pdf)

4. *Sachs T. D.* The current account and macroeconomic adjustment in the 1970s. / T. D. Sachs. // *Brookings Papers on Economic Activity*. – 1981. – 1. – p. 201–268. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.earth.columbia.edu/sitefiles/file/about/director/documents/BPEA19811TheCurrentAccountandMacroeconomicAdjustment.pdf>

5. *Buiter W. H.* Time preference and international lending and borrowing in an overlapping-generations model / W. H. Buiter // *Journal of Political Economy*. – 1981. – 89. – p. 769–797.

6. *Obstfeld M., Rogoff K.* The intertemporal approach to the current account / M. Obstfeld, K. Rogoff // In Grossman G. M., Rogoff K. (Eds.) *Handbook of International Economics*. – 1995. – vol. 3. – p. 1731–1799.

7. *Salop J., Spittaler E.* Why Does the Current Account Matter? / J. Salop, E. Spittaler // *Staff Papers – International Monetary Fund*. – Mar. 1980. – Vol. 27, № 1. – p. 101–134. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.jstor.org/stable/3866863>

8. *Milesi-Ferretti G. M., Razin A.* Sustainability of persistent current account deficit / G. M. Milesi-Ferretti, A. Razin // *Working Paper 5467*. National Bureau of economic research. February 1996 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=4130](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4130)

9. *Aristovnik A.* How sustainable are current accounts deficits in selected transition economies? / A. Aristovnik // *Journal of Economics*. – 2007. – Vol. 55, No. 1. – p. 19–39. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://mpira.ub.uni-muenchen.de/485/>

10. *Gehring A.* Another Look at the determinants of current account imbalances in the European Union: An empirical assessment // *FIW Working Paper № 105*. – March 2013. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://www.fiw.ac.at/fileadmin/Documents/Publikationen/Working\\_Paper/N\\_105-Gehring.pdf](http://www.fiw.ac.at/fileadmin/Documents/Publikationen/Working_Paper/N_105-Gehring.pdf)

11. *Corsetti G., Pesenti P., Roubini N.* What Caused the Asian Currency and Financial Crisis? // *NBER Working Paper 6833*. – December 1998. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.nber.org/papers/w6833>

12. *Crockett A., Goldstein M.* Strengthening the International Monetary System: Exchange Rates, Surveillance, and Objective Indicators / A. Crockett, M. Goldstein // *Occasional Paper 50*, IMF. – February 1987.

## Теоретичні та прикладні питання економіки. – 2014. – №2 (29)

13. *Marris S.* Deficits and the Dollar: The World Economy at Risk / S. Marris – Institute for International Economics. – December 1985. – Vol. 14.

14. *Assessing Sustainability* // International Monetary Fund. Policy Development and Review Department, 2002, SM/02/166. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.imf.org/external/np/pdr/sus/2002/eng/052802.htm>

15. *Wyplosz C.* Debt Sustainability Assessment: The IMF Approach and Alternatives // С. Wyplosz [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://ideas.repec.org/p/gii/gihei/heiwp03-2007.html>.

16. *Flassbeck H., Panizza U.* Debt Sustainability and Debt Composition / H. Flassbeck, U. Panizza // Workshop on Debt, Finance and Emerging Issues in Financial Integration. – 8–9 April 2008. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.un.org/esa/ffd/events/2008debtworkshop/papers/Flassbeck-Panizza-Paper.pdf>

17. *Home J.* Criteria of External Sustainability // IMF Working Paper. – July 11, 1988. – p. 1–26. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://ssrn.com/abstract=884879>.

18. *Ніколайчук С.* Дефіцит поточного рахунку як індикатор зовнішньої стійкості / С. Ніколайчук // Вісник Університету банківської справи Національного банку України. – 2010. – № 2 (8). – с. 17–21.

19. *Ніколайчук С. А., Шаповаленко Н. В.* Дефіцит поточного рахунку платіжного балансу: оцінка прийнятного рівня для України / С. А. Ніколайчук, Н. В. Шаповаленко // Економіка і прогнозування. – 2010. – № 2. – с. 74–88.

20. *Шумська С. С., Скрипниченко М. І.* Інструментарій моніторингу та оцінки загроз стабільності економічного розвитку України / С. С. Шумська, М. І. Скрипниченко // Економіка і прогнозування. – 2010. – № 2. – с. 26–43.

21. *Roubini N., Wachtel P.* Current Account Sustainability in Transition Economies // N. Roubini, P. Wachtel / NBER working paper series. – March 1998. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [www.nber.org/papers/w6468](http://www.nber.org/papers/w6468)

22. *Ніколайчук С., Шаповаленко Н.* Аналіз стійкості дефіциту поточного рахунку платіжного балансу України / С. Ніколайчук, Н. Шаповаленко // Вісник Національного банку України. – 2010. – № 9. – с. 11–20.

23. *Brissimis S. N., Hondroyannis G., Papazoglou C., Tsaveas N. T., Vasardani M. A.* Current account determinants and external sustainability in periods of structural change / S. N. Brissimis, G. Hondroyannis, C. Papazoglou, N. T. Tsaveas, M. A. Vasardani // European Central Bank Working paper series № 1243. – September 2010 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://ssrn.com/abstract\\_id=1673746](http://ssrn.com/abstract_id=1673746)

24. *Chinn M. D., Prasad E. S.* Medium-term determinants of current accounts in industrial and developing countries: an empirical exploration / M. D. Chinn, E. S. Prasad // Journal of International Economics. – 2003. – 59. – p. 47–76.

25. *Баженова Е. В.* Приток иностранного капитала: риски для внешней устойчивости экономики Украины / Е. В. Баженова // Наука и бизнес: синерге-

## Теоретичні та прикладні питання економіки. – 2014. – №2 (29)

тическая модель в контуре активизации хоздоговорной деятельности в области экономики и управления: материалы Международной научно-практической конференции (9–10 октября 2013 года). – Брянск: ООО "Ладомир", 2013 г. – с. 297–303.

26. *Ostry J. D., Ghosh A. R., Habermeier K., Chamon M., Qureshi M. S., Reinhardt D. B. S.* Capital Inflows: The Role of Controls / J. D. Ostry, A. R. Ghosh, K. Habermeier, M. Chamon, M. S. Qureshi, D. B. S. Reinhardt. – IMF Staff Position Note SPN/10/04; February 19, 2010 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/spn/2010/spn1004.pdf>

27. *Бурда М., Вунлош Ч.* Макроекономіка: європейський контекст / Пер. з англ. – К.: Основи, 1998. – 682с.

28. *Calvo G.* Servicing the Public Debt: The role of Expectations / G. Calvo // *American Economic Review.* – 1988. – 78 (4). – p. 647–661.

29. *Calvo G.* Capital Flows and Capital-Market Crises: the simple Economics of Sudden Stops / G. Calvo // *Journal of Applied Economics.* – Vol.1(1). – p. 35–54.

### **References:**

1. World Economic Outlook: A Survey by the Staff of International Monetary Fund. April 1987. [Elektronnyy resurs]. – Rezhym dostupu: <http://books.google.com.ua/books?id=bN0OESHXt9MC&printsec=frontcover&hl=ru#v=onepage&q&f=false>

2. World Economic Outlook: Revised Projections by the Staff of International Monetary Fund. October 1987. [Elektronnyy resurs]. – Rezhym dostupu: <http://books.google.com.ua/books?id=yBt0QfjFS-kC&printsec=frontcover&hl=ru#v=onepage&q&f=false>

3. Prohnozuvannya zovnishn'oyi stiykosti ekonomiky Ukrainy. [Elektronnyy resurs]. – Rezhym dostupu: [http://www.niss.gov.ua/public/File/2013\\_nauk\\_an\\_rozrobku/vneshustoych.pdf](http://www.niss.gov.ua/public/File/2013_nauk_an_rozrobku/vneshustoych.pdf)

4. *Sachs T. D.* The current account and macroeconomic adjustment in the 1970s. / T. D. Sachs. // *Brookings Papers on Economic Activity.* – 1981. – 1. – p. 201–268. [Elektronnyy resurs]. – Rezhym dostupu: <http://www.earth.columbia.edu/sitefiles/file/about/director/documents/BPEA19811TheCurrentAccountandMacroeconomicAdjustment.pdf>

5. *Buiter W. H.* Time preference and international lending and borrowing in an overlapping-generations model / W. H. Buiter // *Journal of Political Economy.* – 1981. – 89. – p. 769–797.

6. *Obstfeld M., Rogoff K.* The intertemporal approach to the current account / M. Obstfeld, K. Rogoff // In Grossman G. M., Rogoff K. (Eds.) *Handbook of International Economics.* – 1995. – vol. 3. – p. 1731–1799.

7. Salop J., Spittaler E. Why Does the Current Account Matter? / J. Salop, E. Spittaler // Staff Papers – International Monetary Fund. – Mar.1980. – Vol. 27, # 1. – p. 101–134. [Elektronnyy resurs]. – Rezhym dostupu: <http://www.jstor.org/stable/3866863>

8. Milesi-Ferretti G. M., Razin A. Sustainability of persistent current account deficit / G. M. Milesi-Ferretti, A. Razin // Working Paper 5467. National Bureau of economic research. February 1996 [Elektronnyy resurs]. – Rezhym dostupu: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=4130](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4130)

9. Aristovnik A. How sustainable are current accounts deficits in selected transition economies? / A. Aristovnik // Journal of Economics. – 2007. – Vol. 55, No. 1. – p. 19–39. [Elektronnyy resurs]. – Rezhym dostupu: <http://mpa.ub.uni-muenchen.de/485/>

10. Gehring A. Another Look at the determinants of current account imbalances in the European Union: An empirical assessment // FIW Working Paper # 105. – March 2013. [Elektronnyy resurs]. – Rezhym dostupu: [http://www.fiw.ac.at/fileadmin/Documents/Publikationen/Working\\_Paper/N\\_105-Gehring.pdf](http://www.fiw.ac.at/fileadmin/Documents/Publikationen/Working_Paper/N_105-Gehring.pdf)

11. Corsetti G., Pesenti P., Roubini N. What Caused the Asian Currency and Financial Crisis? // NBER Working Paper 6833. – December 1998. [Elektronnyy resurs]. – Rezhym dostupu: <http://www.nber.org/papers/w6833>

12. Crockett A., Goldstein M. Strengthening the International Monetary System: Exchange Rates, Surveillance, and Objective Indicators / A. Crockett, M. Goldstein // Occasional Paper 50, IMF. – February 1987.

13. Marris S. Deficits and the Dollar: The World Economy at Risk / S. Marris – Institute for International Economics. – December 1985. – Vol. 14.

14. Assessing Sustainability // International Monetary Fund. Policy Development and Review Department, 2002, SM/02/166. [Elektronnyy resurs]. – Rezhym dostupu: <http://www.imf.org/external/np/pdr/sus/2002/eng/052802.htm>

15. Wyplosz C. Debt Sustainability Assessment: The IMF Approach and Alternatives // C. Wyplosz [Elektronnyy resurs]. – Rezhym dostupu: <http://ideas.repec.org/p/gii/giihei/heiwp03-2007.html>.

16. Flassbeck H., Panizza U. Debt Sustainability and Debt Composition / H. Flassbeck, U. Panizza // Workshop on Debt, Finance and Emerging Issues in Financial Integration. – 8–9 April 2008. – [Elektronnyy resurs]. – Rezhym dostupu: <http://www.un.org/esa/ffd/events/2008debtworkshop/papers/Flassbeck-Panizza-Paper.pdf>

17. Horne J. Criteria of External Sustainability // IMF Working Paper. – July 11, 1988. – p. 1–26. [Elektronnyy resurs]. – Rezhym dostupu: <http://ssrn.com/abstract=884879>.

18. Nikolaychuk S. Defitsyt potochnoho rakhunku yak indyikator zovnishn'oyi stiykosti / S. Nikolaychuk // Visnyk Universytetu bankivsk'oyi spravy Natsional'noho banku Ukrainy. – 2010. – # 2 (8). – s. 17–21.



**Теоретичні та прикладні питання економіки. – 2014. – №2 (29)**

19. *Nikolaychuk S. A., Shapovalenko N. V.* Defitsyt potochnoho rakhunku platizhnoho balansu: otsinka pryynatnoho rivnya dlya Ukrayiny / S.A. Nikolaychuk, N. V. Shapovalenko // *Ekonomika i prohnozuvannya*. – 2010. – # 2. – s. 74–88.

20. *Shums'ka S. S., Skrypnychenko M. I.* Instrumentariy monitorynhu ta otsinky zahroz stabil'nosti ekonomichnoho rozvytku Ukrayiny / S. S. Shums'ka, M. I. Skrypnychenko // *Ekonomika i prohnozuvannya*. – 2010. – # 2. – s. 26–43.

21. *Roubini N., Wachtel P.* Current Account Sustainability in Transition Economies // N. Roubini, P. Wachtel / NBER working paper series. – March 1998. [Elektronnyy resurs]. – Rezhym dostupu: [www.nber.org/papers/w6468](http://www.nber.org/papers/w6468)

22. *Nikolaychuk S., Shapovalenko N.* Analiz stiykosti defitsytu potochnoho rakhunku platizhnoho balansu Ukrayiny / S.Nikolaychuk, N.Shapovalenko // *Visnyk Natsional'noho banku Ukrayiny*. – 2010. – # 9. – s. 11–20.

23. *Brissimis S. N., Hondroyiannis G., Papazoglou C., Tsaveas N. T., Vasardani M. A.* Current account determinants and external sustainability in periods of structural change / S. N. Brissimis, G. Hondroyiannis, C. Papazoglou, N. T. Tsaveas, M. A. Vasardani // *European Central Bank Working paper series # 1243*. – September 2010 [Elektronnyy resurs]. – Rezhym dostupu: [http://ssrn.com/abstract\\_id=1673746](http://ssrn.com/abstract_id=1673746)

24. *Chinn M. D., Prasad E. S.* Medium-term determinants of current accounts in industrial and developing countries: an empirical exploration / M. D. Chinn, E. S. Prasad // *Journal of International Economics*. – 2003. – 59. – p. 47–76.

25. *Bazhenova E. V.* Prytok ynostrannoho kapytala: rysky dlya vneshney ustoychivosti ekonomyky Ukrayny / E. V. Bazhenova // *Nauka y byznes: synerhetycheskaya model' v konture aktyvyzatsyy khozdohovomoy deyatel'nosti v oblasti ekonomyky y upravlenyya: materyaly Mezhdunarodnoy nauchno-praktycheskoy konferentsyy (9–10 oktyabrya 2013 hoda)*. – Bryansk: OOO "Ladomyr", 2013 h. – s. 297–303.

26. *Ostry J. D., Ghosh A. R., Habermeier K., Chamon M., Qureshi M. S., Reinhardt D. B. S.* Capital Inflows: The Role of Controls / J. D. Ostry, A. R. Ghosh, K. Habermeier, M. Chamon, M. S. Qureshi, D. B. S. Reinhardt. – IMF Staff Position Note SPN/10/04; February 19, 2010 [Elektronnyy resurs]. – Rezhym dostupu: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/spn/2010/spn1004.pdf>

27. *Burda M., Vyplosh Ch.* Makroekonomika: yevropeys'kyy kontekst / Per. z anhl. – K.: Osnovy, 1998. – 682s.

28. *Calvo G.* Servicing the Public Debt: The role of Expectations / G. Calvo // *American Economic Review*. – 1988. – 78 (4). – p. 647–661.

29. *Calvo G.* Capital Flows and Capital-Market Crises: the simple Economics of Sudden Stops / G. Calvo // *Journal of Applied Economics*. – Vol.1(1). – p. 35–54.

**Надійшла до редколегії 27.02.14**

**Баженова Е. В., канд. экон. наук, доц.  
КНУ имени Тараса Шевченко**

### **КОНЦЕПТУАЛЬНЫЕ ОСНОВЫ ИССЛЕДОВАНИЯ ВНЕШНЕЙ УСТОЙЧИВОСТИ НАЦИОНАЛЬНОЙ ЭКОНОМИКИ**

*В статье обобщены теоретические подходы к трактовке сущности внешней устойчивости экономики в контексте сбалансированности счета текущих операций платежного баланса и устойчивости внешнего долга. На основе проведенного анализа предложено определение категории "внешняя устойчивость экономики" как способности экономической системы в результате отклонения от состояния долгосрочного равновесия под влиянием неблагоприятных внешних возмущений возвращаться в состояние равновесия за счет действия определенных рыночных механизмов саморегулирования, при этом поддерживая собственное межчасовых бюджетное ограничение и финансируя свои долговые обязательства при условии устойчивости текущего счета платежного баланса и стационарности отношение внешнего долга к ВВП, не прибегая к корректировкам параметров внутренней и внешней политики.*

**Ключевые слова:** *внешняя устойчивость экономики; устойчивость текущего счета платежного баланса; внешняя долговая устойчивость; устойчивый долг; платежеспособность страны.*

**Bazhenova Olena V., Ph D, Associate Professor,  
Taras Shevchenko Kyiv National University**

### **CONCEPTUAL BASIS STABILITY STUDIES OF FOREIGN NATIONAL ECONOMY**

*The paper summarizes theoretical approaches to the interpretation of economy's external sustainability essence in the context of the current account equilibration and external debt sustainability. Based on the conducted analysis the generalized definition of the category "economy's external sustainability" is proposed. External sustainability of the economy is treated as the ability of the economic system to return to equilibrium by the action of certain market self-regulation mechanisms as a result of deviation from long-run equilibrium due to adverse external disturbances, maintaining intertemporal budget constraint and financing its debt obligations provided sustainability of the current account balance and steady external debt-GDP ratio without resorting to adjustments of domestic and foreign policy parameters. The system of determining factors that affect external sustainability of the national economy is determined. The character of this influence is outlined that is necessary for modeling of economic phenomena and processes in this area.*

**Keywords:** *economy's external sustainability, current account sustainability, external debt sustainability, sustainable debt, solvency of the country*