

## **ВЗАЄМНИЙ ВПЛИВ ФІСКАЛЬНОЇ І МОНЕТАРНОЇ ПОЛІТИКИ В УКРАЇНІ, 1998—2009 РР.**

*Взаємозв'язок фіскальної і монетарної політики виявляється у тому, що поліпшення сальдо бюджету збільшує пропозицію грошової маси і знижує процентну ставку, тоді як підвищення процентної ставки погіршує сальдо бюджету. Чергового разу підтверджено інфляційний характер збільшення пропозиції грошової маси, дефіциту бюджету та девальвації грошової одиниці.*

**Ключові слова:** *фіскальна політика, монетарна політика, інфляція, процентна ставка, обмінний курс*

*Постановка задачі.* Останнім часом в Україні виразно сформувалися два протилежні погляди на взаємний вплив фіскальної і монетарної політики. В одній з інтерпретацій ефективному використанню фіскальної політики для цілей стимулювання доходу перешкоджає надміру рестрикційна монетарна політика НБУ, що супроводжується підвищенням коштів обслуговування державного боргу та зменшенням грошової бази для фінансування дефіциту бюджету. Зрозуміло, що така позиція знаходить розуміння в урядових колах. Натомість «фани» НБУ розглядають надмірний дефіцит бюджету та пов'язані з цим оптимістичні очікування вагомим чинником зниження ефективності монетарної політики як засобу гальмування інфляції. Переважно автори обмежуються аналізом цілей обох політик – фіскальної і монетарної, не вдаючись у тонкощі інструментального зв'язку між ними [2, с. 133; 3, с. 6–32; 5, с. 93–102; 7, с. 122–127; 13, с. 39–52; 15, с. 36–37; 16, с. 438–445], хоча в декількох дослідженнях зроблено спробу оцінити емпірично відповідні функціональні залежності [8, с. 12–23; 18, с. 713–715].

*Мета дослідження.* Мета цієї статті полягає в емпіричному тестуванні безпосередньої взаємної залежності між сальдо бюджету та двома показниками монетарної політики — процентною ставкою і пропозицією грошової маси. Необхідні оцінки для квартальних даних 1999–2009 рр. зроблено за допомогою методу двокрокових найменших квадратів (2SLS).

*Аналіз останніх досліджень.* В 2006–2008 рр. прихильники традиційного або «монетарного» погляду на інфляційні процеси зазвичай наголошували на необхідності «зміни грошово-кредитної політики на більш жорстку й послідовну»

[16, с. 443—444], не відкидаючи припущення, що цьому перешкоджатиме надмірний дефіцит бюджету [18]. Приміром, Ю. Курза вважає, що інфляційний ефект від «Юлиної тисячі» було посилено відновленням рефінансування комерційних банків з лютого 2008 р., а також практикою різких коливань обмінного курсу під управлінням НБУ («дихання Литвицького»), що створило чудові умови для валютних операцій на основі інсайдерської інформації [3, с. 12—14]. Не меншу критику викликають значні обсяги рефінансування банківської системи восени-взимку 2008 р., які не могли не позначитися дисбалансом на валютному ринку, девальвацією гривні та результуючим спадом виробництва, а відповідно — зменшенням податкових надходжень [14, с. 5]. Додатковим тягарем для бюджету стало «рятування» комерційних банків, які у 2006—2007 рр. помилково повірили у те, що «будівництво — це той локомотив, який у змозі витягнути з кризи весь реальний сектор економіки» [12, с. 8].

Натомість адепти монетарної політики НБУ переконані, що за відсутності підтримки з боку з інших видів економічної політики — фіскальною, промисловою, торговельною, «будь-які заходи з боку центрального банку будуть неефективними та можуть призвести лише до зростання його витрат і нарощування інфляційних тенденцій» [9, с. 50—57]. Попри більш ніж переконливі аргументи на користь звичного прямого зв'язку між пропозицією грошової маси та інфляцією [18], чимало вчених та економістів-практиків далі перебувають у полоні тези про «немонетарну» інфляцію [17, с. 24; 1, с. 250—251; 10, с. 19—25; 11, с. 6], яка була надзвичайно популярною з початку декади [6, с. 29—32]. Як вважає С. Марцин, «боротися з такою [немонетарною] інфляцією за допомогою обмеження пропозиції грошової маси не тільки малоефективно, але й небезпечно» [5, с. 99]. Зрозуміло, що в такій інтерпретації тягар антиінфляційної політики перекладається на уряд. А. Сомик ознакою неузгодженості фіскальної і монетарної політики розглядає непередбачуване витрачання коштів з Єдиного казначейського рахунку, що посилює ризики ліквідності банківської системи [13, с. 39—52]. О. Петрик «триєдине завдання» для фіскальної політики сформулював таким чином: 1) оперативне регулювання процесів пропозиції товарів відповідно до попиту на них, 2) ефективне управління цінами, які регулюються адміністративно, 3) підтримка монетарної політики за допомогою обмеження надмірного дефіциту бюджету [11, с. 6—7].

В одному з небагатьох емпіричних досліджень отримано, що підвищення процентної ставки за кредитами зменшує податкові надходження, тоді як протилежний вплив має збільшення грошової бази (тобто монетарна політика ви-

значає один з елементів фіскальної політики), проте на підставі цього автори чомусь стверджують про «суттєвість впливу обсягів податкових надходжень на ліквідність банківської системи» [8, с. 15]<sup>1</sup>. В іншому дослідженні збільшення пропозиції грошової маси позначається очікуваним зниженням процентної ставки, проте це має лише короткочасний «сюрпризний» вплив на доход, оскільки надалі переважають інфляційні очікування, що зумовлюють зменшення доходу на віддаленішу перспективу [4, с. 252–254]. Наше раніше дослідження виявило взаємну залежність між фіскальною і монетарною політикою, коли дефіцит бюджету стає чинником збільшення пропозиції грошової маси, а послаблення монетарної політики створює передумови для погіршення сальдо бюджету [18, с. 524–525, 713–715). Інфляція однаковою мірою залежить від збільшення пропозиції грошової маси та дефіциту бюджету: для квартальних даних грошовий агрегат M2 визначає до 50%, а сальдо бюджету — понад 40% цінової динаміки.

*Теоретичні аргументи.* Існують три гіпотези щодо зв'язку між фіскальною і монетарною політикою: 1) монетарна — на підставі кількісної теорії цін (центральный банк незалежно визначає пропозицію грошової маси, тоді як уряд пасивно узгоджує сальдо бюджету), 2) фіскальна теорія інфляції (уряд проводить незалежну фіскальну політику, а центральный банк відповідно коригує пропозицію грошової маси), 3) фіскальна теорія рівня цін (центральный банк та уряд незалежно визначають власні цілі, а рівень цін слугує чинником, що гарантує обслуговування державного боргу) [24, р. 3]. Прихильники монетаризму вважають, що за умови збільшення пропозиції грошової маси наслідком стає прискорення інфляції — незалежно від сальдо бюджету (дефіцит, збалансоване сальдо чи профіцит) [26, р. 263–275]. Якщо відбувається зменшення пропозиції грошової маси, то навіть за умови значного дефіциту бюджету буде спостерігатися дефляція — саме стверджується досвідом Японії 1990-х років.

Опоненти монетаризму припускають, що можливості монетарної політики обмежує надмірний дефіцит бюджету, який вимагає монетизації державного боргу [27, р. 1463–1482]. Завдання монетарної політики полягає у тому, щоб керувати портфелем урядових облігацій, але цього не можна досягти без можливостей контролю за *розміром* державного боргу. За умови невисокого державного боргу легше проводити антиінфляційну монетарну політику, тоді як

---

<sup>1</sup> Замість опосередкованої аргументації щодо доцільності зниження податкового тиску як засобу нейтралізації наслідків подорожчання кредитних ресурсів внаслідок підвищення облікової ставки НБУ, як це зроблено В. Міщенком і Р. Лисенком [8, с. 15], було б доречніше навести імпульсну функцію впливу податкових надходжень на процентну ставку.

значний дефіцит бюджету, що супроводжується прискореною акумуляцією державного боргу, практично унеможлиблює проведення антиінфляційної політики. Емісія державних облігацій має відмінний макроекономічний зміст залежно від історичного контексту та супутніх макроекономічних умов. У багатьох випадках вирішальне значення має ступінь довіри до економічної політики — як фіскальної, так і монетарної [25, р. 277—283].

Обмеження пропозиції грошової маси може бути інфляційним внаслідок підвищення реальної процентної ставки та наступного збільшення коштів обслуговування державного боргу, яке створює загрозу дефолту, а відтак — супроводжується впливом капіталу [21]. Наступним кроком стає стрімка девальвація грошової одиниці та прискорення інфляції, адже відповідний механізм (*англ.* pass-through) зазвичай присутній у більшості країн, що розвиваються. З-поміж країн, що розвиваються, перешкоди для монетарної політики у вигляді значного дефіциту бюджету ідентифіковано емпірично для Бразилії [23] і Туреччини [20].

З іншого боку, не менш різноманітними є механізми погіршення сальдо бюджету, які можна створити інструментами монетарної політики. Відповідні механізми розглянуто М. Даханом [22] на підставі виразу для консолідованого дефіциту державного сектора:

$$D = G - T(Y) + \left(\frac{1}{P}\right) \sum_{m=1}^M r_m B_m^P + \sum_{x=1}^X \left(r_x + \frac{\Delta E}{E}\right) B_x^P q - \left(r_x + \frac{\Delta E}{E}\right) A_x q, \quad (1)$$

де  $G$  — урядові видатки,  $T$  — податки,  $Y$  — доход,  $P$  — рівень цін,  $E$  — обмінний курс,  $r_m$  і  $r_x$  — відповідно доходність облігацій внутрішньої і зовнішньої позики,  $B_m^P$  і  $B_x^P$ ,  $q$  — реальний обмінний курс,  $A_x$  — валютні резерви. Сальдо бюджету враховує не лише видатки і податкові надходження, але й кошти обслуговування зовнішнього боргу. Платежі за державними зобов'язаннями складаються з облігацій у володінні приватного сектора  $B_m^P$  з доходністю  $r_m$  та облігацій зовнішньої позики  $B_x^P$  з доходністю  $r_x$ . Центральний банк володіє лише облігаціями внутрішньої позики  $B_m^P$ .

За умови відсутності доступу до світового фінансового ринку (таке припущення видається актуальним для вітчизняної економіки) підвищення процентної ставки ймовірно збільшить дефіцит бюджету внаслідок анти-циклічного збільшення урядових видатків, зменшення податкових надходжень, зростання коштів обслуговування державного боргу (передусім у випадку очікувань відновлення експансійної монетарної політики), зменшення сеньйоражу, а також ймовірного підвищення реального обмінного курсу, яке зумовлює вищу реаль-

ну вартість боргових зобов'язань державного боргу. Для даних країн ОЕСР за 1980—2005 рр. емпірично доведено, що скорочення дефіциту має більше шансів на успіх, якщо на початковій стадії його підкріплено збільшенням пропозиції грошової маси [19].

*Отримані результати.* Взаємний вплив сальдо бюджету та показників монетарної політики оцінювався в ширшому макроекономічному контексті — з врахуванням впливу на інфляцію споживчих цін. Використовувалися квартальні дані за 1999—2009 рр. для:  $m_t$  — грошовий агрегат М2 (млрд. грн.),  $cpi_t$  — інфляція споживчих цін (індекс, 1994=100),  $bd_t$  — сальдо бюджету (% від ВВП),  $fa_t$  — сальдо фінансового рахунку (% від ВВП),  $rl_t$  — ставка за позиками комерційних банків (%),  $e_t$  — номінальний обмінний курс (грн за долар). Показники грошової маси, інфляції, процентної ставки, обмінного курсу та сальдо фінансового рахунку отримано з довідкового видання МВФ *International Financial Statistics*, а сальдо бюджету — з оперативних даних Міністерства фінансів. Окрім  $bd_t$  і  $fa_t$ , решту показників використано у вигляді перших різниць відповідних логарифмів. Оцінку функціональних залежностей зроблено за допомогою методу 2SLS, що дозволяє врахувати взаємну залежність між залежними змінними.

Отримані результати виявилися такими:

$$m_t = 0,050 + 0,349m_{t-1} + 0,002fa_t + 0,007bd_t, \quad (2)$$

(4,264\*)      (2,602\*\*)      (4,561\*)      (2,614\*)

$R^2 = 0,23$      $DW = 2,12$      $ADF = -5,790^*$

$$rl_t = -0,289rl_{t-1} - 0,008bd_{t-1} + 0,218e_t, \quad (3)$$

(-2,060\*\*)      (-1,667\*\*\*)      (5,94\*)

$R^2 = 0,43$      $DW = 1,84$      $ADF = -6,148^*$

$$bd_t = -4,830rl_{t-2} + 0,051fa_t - 0,323bd_{t-1}, \quad (4)$$

(-1,808\*\*\*)      (2,197\*\*)      (-2,596\*\*)

$R^2 = 0,21$      $DW = 1,97$      $ADF = -6,833^*$

$$cpi_t = 0,418cpi_{t-1} + 0,172m_t + 0,032e_t - 0,004bd_t. \quad (5)$$

(4,138\*)      (3,422\*)      (3,444\*)      (-1,895\*\*\*)

$R^2 = 0,06$      $DW = 1,78$      $ADF = -5,790^*$

Не викликає сумніву, що поліпшення сальдо бюджету дозволяє збільшити пропозицію грошової маси та знизити вартість кредитних ресурсів (рівняння (2) і (3)), проте не бракує зворотної залежності сальдо бюджету від процентної

ставки (рівняння (4)). Не виявлено безпосереднього впливу пропозиції грошової маси на сальдо бюджету, але можна припустити, що цей вплив здійснюється опосередковано — через процентну ставку. Цілком передбачувано підвищення процентної ставки супроводжується погіршенням сальдо бюджету, що може пояснюватися як збільшенням коштів обслуговування державного боргу, так і несприятливим ціновим ефектом.

Порівнюючи з дослідженням В. Міщенка і Р. Лисенка [8, с. 21–22], справджується обернена залежність між дефіцитом бюджету і грошовою масою, але виразно бракує нейтральності грошової маси щодо інфляції. Отримані результати показують, що збільшення грошового агрегата M2 на 10% призводить до прискорення інфляції споживчих цін на 1,8%. Також не заперечується, що інфляційний вплив має девальвація грошової одиниці. На відміну від раніших досліджень, девальвація гривні не має безпосереднього впливу на сальдо бюджету, але цей вплив може здійснюватися опосередковано — через підвищення процентної ставки. У такому разі девальвація гривні підвищує вартість кредитних ресурсів, а це призводить до погіршення сальдо бюджету.

Поліпшення сальдо фінансового рахунку позначається прискоренням динаміки грошової маси, але водночас поліпшує сальдо бюджету. Якщо перший результат неважко пояснити недостатньою стерилізацією монетарних ефектів платіжного балансу за умов обмеженої гнучкості обмінного курсу, то результуюче поліпшення сальдо бюджету може бути ознакою анти-циклічного характеру фіскальної політики. В такому разі на збільшення сукупного попиту, яке зумовлено припливом іноземного капіталу та супутнім збільшенням пропозиції грошової маси, уряд реагує скороченням сальдо бюджету.

*Висновки.* В Україні простежується виразний взаємний зв'язок між пропозицією грошової маси і сальдо бюджету. Поліпшення сальдо бюджету дозволяє збільшити пропозицію грошової маси, що може реалізуватися через зниження процентної ставки. З іншого боку, підвищення процентної ставки погіршує сальдо бюджету. Чергового разу підтверджено інфляційний характер збільшення пропозиції грошової маси та девальвації грошової одиниці, тоді як поліпшення сальдо бюджету має антиінфляційний вплив.

#### Література

1. Белінська Я. Особливості монетарної політики та напрями трансформації монетарного режиму // *Україна: Стратегічні пріоритети. Аналітичні оцінки — 2006* / О. С. Власюк (ред.). — К.: НІСД, 2006. — С. 244–254.

2. Гриценко А. **Особливості сучасного етапу соціально-економічного розвитку та монетарна стратегія** / Матеріали наук.-практ. конф. “Стратегія соціально-економічного розвитку України та пріоритети грошово-кредитної політики”, (м. Київ, 7 грудня 2006 р.). — К.: НБУ; ІЕП НАН України, 2007. — С. 40—51.
3. Курза Ю. Україна в світовій економічній кризі // Економіст. — 2009. — № 12. — С. 6—32.
4. Лук’яненко І. Теоретичні та практичні аспекти координації монетарної і фіскальної політики в Україні / Матеріали наук.-практ. конф. “Стратегія монетарної політики: проблеми вибору та застосування” (м. Київ, 25—16 квітня 2002 р.). — К.: НБУ, 2002. — С. 252—254.
5. Марцин В.С. Міркування щодо особливості антиінфляційної політики в Україні // Актуальні проблеми економіки. — 2010. — № 1. — С. 93—102.
6. Матвієнко П. Монетизація економіки України: реальний рівень та проблеми його визначення // Вісник НБУ. — 2003. — № 1. — С. 29—32.
7. Міщенко В. Проблеми координації грошово-кредитної та фіскальної політики / Матеріали наук.-практ. конф. “Стратегія соціально-економічного розвитку України та пріоритети грошово-кредитної політики”, (м. Київ, 7 грудня 2006 р.). — К.: НБУ; ІЕП НАН України, 2007. — С. 122—127.
8. Міщенко В., Лисенко Р. Вплив чинників бюджетно-боргової політики на дію трансмісійного механізму в Україні // Фінанси України. — 2007. — № 5. — С. 12—23.
9. Міщенко В., Лисенко Р. Взаємодія органів державного управління як фактор подолання фінансової кризи // Вісник НБУ. — 2009. — № 1. — С. 50—57.
10. Науменкова С. Основні тенденції розміщення грошової маси та їх вплив на формування грошово-кредитної політики Європи // Вісник НБУ. — 2006. — № 1. — С. 19—25.
11. Петрик О. Інфляція в Україні: проблеми, ризики, перспективи // Вісник НБУ. — 2007. — № 3. — С. 2—8.
12. Полозенко Д., Раєвський К. Бюджетна і кредитна політика України на сучасному етапі // Вісник НБУ. — 2009. — № 10. — С. 7—11.
13. Сомик А. Умови середовища реалізації грошово-кредитної політики в Україні // Фінанси України. — 2009. — № 6. — С. 39—52.
14. Соскін О. Україна занурюється у кризу. Чи врятують нас міжнародні запозичення? // Економічний часопис-XXI. — 2009. — № 3—4. — С. 3—6.
15. Сто днів українського уряду: успіхи, проблеми, перспективи / За ред. В.Є. Воротіна. — К.: НІСД, 2008. — 92 с.
16. Череп А., Косенко Д. Грошово-кредитна політика України в умовах фінансової кризи // Журнал Європейської економіки. — 2008. — Том 7. — № 4. — С. 438—445.
17. **Шаповалов А. Поточна ситуація, проблеми і завдання грошово-кредитної політики: погляд НБУ** / Матеріали наук.-практ. конф. “Стратегія соціально-

економічного розвитку України та пріоритети грошово-кредитної політики”, (м. Київ, 7 грудня 2006 р.). — К.: НБУ; ІЕП НАН України, 2007. — С. 23—28.

18. Шевчук В. Платіжний баланс, економічне зростання і стабілізаційна політика — Львів: Кальварія, 2008. — 734 с.

19. Ahrend R., Cattle R. Price Interactions Between Monetary and Fiscal Policy: How Monetary Conditions Affect Fiscal Consolidation // OECD Economics Department Working Paper No. 521. — Paris: OECD, 2006. — 42 p.

20. Aktas Z., Kaya N., Özlale Ü. Coordination between monetary policy and fiscal policy for inflation targeting emerging markets // Journal of International Money and Finance. — 2010. — Vol. 29. — Issue 1 (February). — 123—138.

21. Blanchard O. Fiscal Dominance and Inflation Targeting: Lessons from Brazil // NBER Working Paper No. 10389. — Cambridge, Mass.: NBER, 2004. — 35 p.

22. Dahan M. The Fiscal Effects of Monetary Monetary // IMF Working Paper No. 98/66. — Washington: IMF, 1998. — 19 p.

23. Favero C., Giavazzi, F. Inflation Targeting and Debt: Lessons from Brazil // NBER Working Paper No. 10390. — Cambridge, Mass.: NBER, 2004. — 21 p.

24. Iwamoto Y. Interaction Between Monetary and Fiscal Policy and the Policy Mix: Theoretical Considerations and Japanese Experience. — CIRJE, 2005. — 28 p.

25. Levy M. Don't Mix Monetary and Fiscal Policy: Why Return to an Old, Flawed Framework // CATO Journal. — 2001. — Vol. 21. — No. 2 (Fall). — P. 277—283.

26. Reynolds A. The Fiscal-Monetary Policy Mix // CATO Journal. — Vol. 21. — No. 2 (Fall). — P. 263—275.

27. Sargent T. A primer on monetary and fiscal policy // Journal of Banking and Finance. — 1999. — Vol. 23. — Issue 10 (October). — P. 1463—1482.

*В.О. Шевчук*

***Взаимное влияние фискальной и монетарной политики в Украине, 1998—2009 гг.***

*Взаимосвязь фискальной и монетарной политики проявляется в том, что улучшение сальдо бюджета позволяет увеличить предложение денежной массы и снизить процентную ставку. В то же время повышение процентной ставки сопровождается ухудшением сальдо бюджета. В очередной раз подтверждено инфляционный характер увеличения предложения денежной массы, дефицита бюджета и девальвации денежной единицы.*

**Ключевые слова:** *фискальная политика, монетарная политика, инфляция, процентная ставка, обменный курс*

*Shevchuk Victor*

***The fiscal-monetary mix in Ukraine, 1998—2009***



*The relationship between fiscal and monetary policy* Взаимосвязь фискальной и монетарной политики проявляется в том, что улучшение сальдо бюджета позволяет увеличить предложение денежной массы и снизить процентную ставку. В то же время повышение процентной ставки сопровождается ухудшением сальдо бюджета. В очередной раз подтверждено инфляционный характер увеличения предложения денежной массы, дефицита бюджета и девальвации денежной единицы.

**Key words:** *fiscal policy, monetary policy, inflation, interest rate, exchange rate*

*Шевчук Віктор Олексійович* — доктор економічних наук, професор, проректор з наукової роботи Львівської комерційної академії