

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

Віктор Шевчук

Львівська комерційна  
академія



# Структура

- Погляди на взаємний вплив фіскальної і монетарної політики
- Огляд емпіричних досліджень
- Теоретичні аргументи
- Емпіричні результати

# 1 Погляди на взаємний вплив фінансової і монетарної політики

- **Урядові кола:** використанню фінансової політики для цілей стимулювання доходу перешкоджає надміру рестрикційна монетарна політика НБУ
  - підвищення коштів обслуговування державного боргу
  - зменшення грошової бази для фінансування дефіциту бюджету

- **«Фани» НБУ:** надмірний дефіцит бюджету та пов'язані з цим оптимістичні очікування слугують вагомим чинником зниження ефективності монетарної політики як засобу гальмування інфляції.

- **О. Соскін (2009, с. 5):** Значні обсяги рефінансування банківської системи восени-взимку 2008 р. не могли не позначитися дисбалансом на валютному ринку, девальвацією гривні та результиуючим спадом виробництва, а відповідно — зменшенням податкових надходжень
- **Д. Полозенко і К. Раєвський (2009, с. 8):** 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»

- **Ю. Курза (2009, с. 12–14):** 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

- **В. Міщенко і Р. Лисенко (2009, с. 50—57):** 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»
- **В. Марцин (2010, с. 99):** «боротися з такою [немонетарною] інфляцією за допомогою обмеження пропозиції грошової маси не тільки малоефективно, але й небезпечно»
- **В. Лагутін (2007, с. 115):** головний тягар антиінфляційної політики припадає на уряд

- **А. Сомик (2009, с. 39—52):** непередбачуване витрачання коштів з Єдиного казначейського рахунку посилює ризики ліквідності банківської системи.
- **О. Петрик (2007, с. 6—7)** про “триєдине завдання” для фіскальної політики:
  - оперативне регулювання процесів пропозиції товарів відповідно до попиту
  - ефективне управління цінами, які регулюються адміністративно,
  - підтримка монетарної політики за допомогою обмеження надмірного дефіциту бюджету



## 2 Огляд емпіричних досліджень

- **В. Міщенко і Р. Лисенко (2007, с. 15):**  
підвищення процентної ставки за кредитами зменшує податкові надходження, тоді як протилежний вплив має збільшення грошової бази
- **В. Шевчук (2008, с. 524—525, 713—715):**  
дефіцит бюджету стає чинником збільшення пропозиції грошової маси, а послаблення монетарної політики створює передумови для погіршення сальдо бюджету
  - для квартальних даних грошовий агрегат M2 визначає до 50%, а сальдо бюджету — понад 40% інфляції споживчих цін

## 3 Теоретичні аргументи

Три гіпотези щодо зв'язку між фіскальною і монетарною політикою (Iwamoto 2005, р. 3):

- 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)

- **Т. Сарджент (1999, р. 1463—1482):** можливість монетарної політики обмежує надмірний дефіцит бюджету, який вимагає монетизації державного боргу
- **О. Бланчар (2004):** 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

## Механізми погіршення сальдо бюджету засобами монетарної політики (Dahan 1998)

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

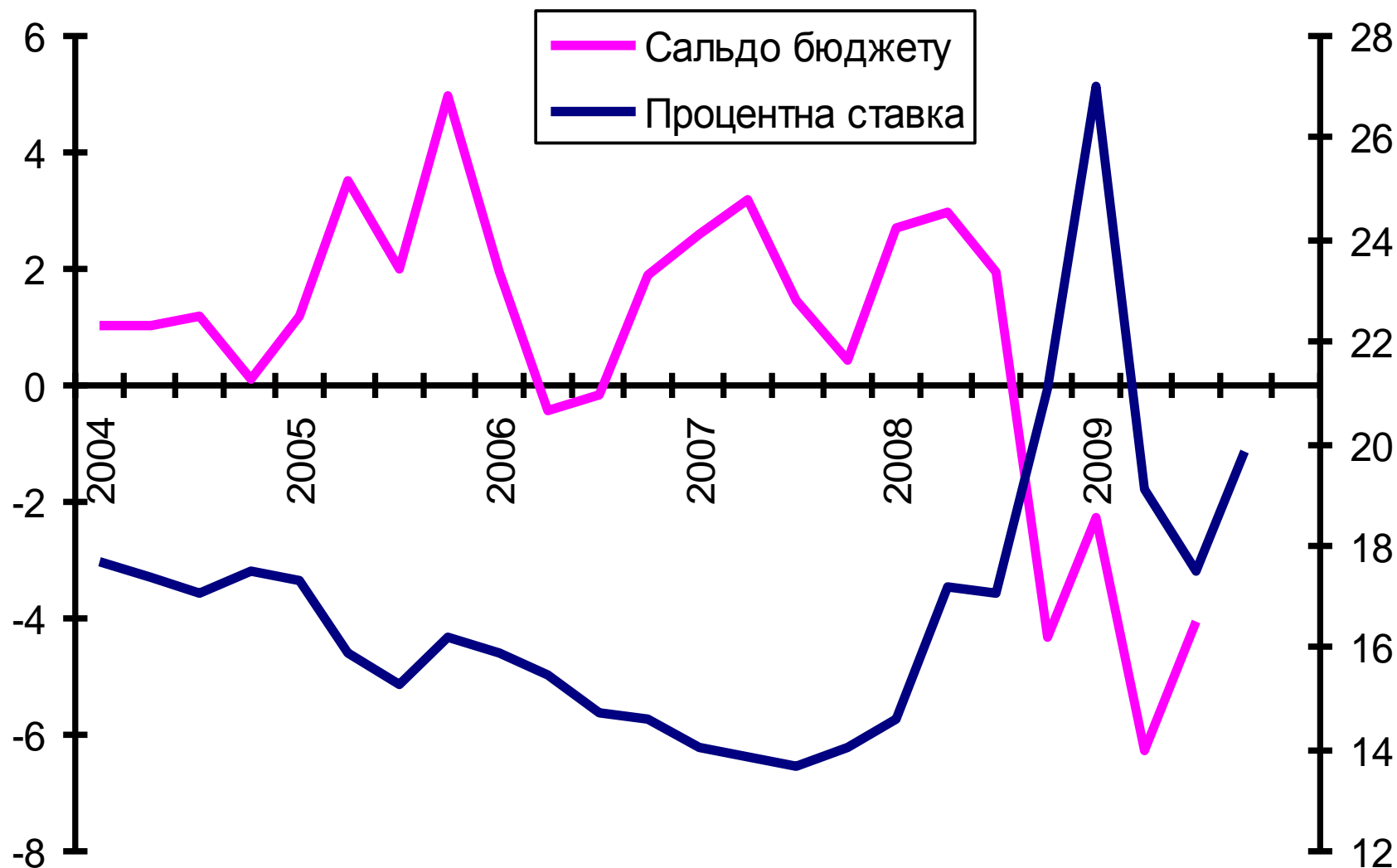
де  $G$  — урядові видатки,  $T$  — податки,  $Y$  — доход,  $P$  — рівень цін,  $E$  — обмінний курс,  $r_m$  і  $r_x$  — відповідно доходність облігацій внутрішньої і зовнішньої позики,  $q$  — реальний обмінний курс,  $A_x$  — валютні резерви.



Підвищення процентної ставки ймовірно збільшить дефіцит бюджету внаслідок:

- антициклічного збільшення урядових видатків,
- зменшення податкових надходжень,
- зростання коштів обслуговування зовнішнього боргу (передусім у випадку очікувань відновлення експансійної монетарної політики),
- зменшення сеньйоражу,
- підвищення реальної вартості зовнішнього боргу

# Україна: сальдо бюджету (% від ВВП) і процентна ставка (%), 2004–2010 рр.



## 4 Емпіричні результати

$$m_t = 0,050 + 0,349m_{t-1} + 0,002fa_t + 0,007bd_t,$$

(4,264<sup>\*</sup>)      (2,602<sup>\*\*</sup>)      (4,561<sup>\*</sup>)      (2,614<sup>\*</sup>)

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

$$rl_t = -0,289rl_{t-1} - 0,008bd_{t-1} + 0,218e_t,$$

(-2,060<sup>\*\*</sup>)      (-1,667<sup>\*\*\*</sup>)      (5,94<sup>\*</sup>)

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

де  $m_t$  — грошовий агрегат М2 (млрд. грн.),  $spi_t$  — 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).

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

$$(-1,808^{***}) \quad (2,197^{**}) \quad (-2,596^{**})$$

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

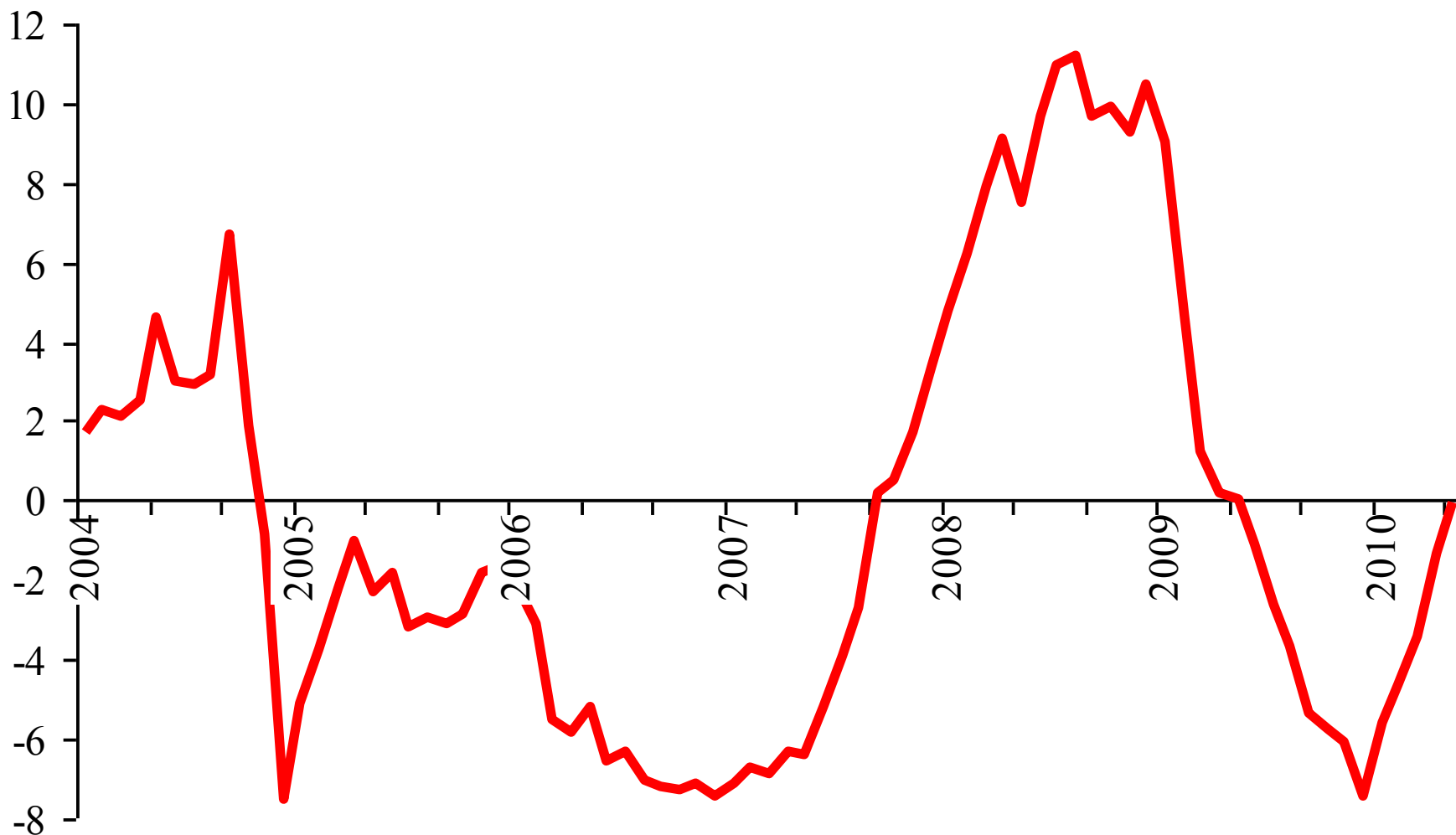
$$cpi_t = 0,418cpi_{t-1} + 0,172m_t + 0,032e_t - 0,004bd_t.$$

$$(4,138^*) \quad (3,422^*) \quad (3,444^*) \quad (-1,895^{***})$$

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



# Україна: відхилення грошової маси від рівноважного значення (%), 2004–2010 рр.



## Уряд Тимошенко захлинеться гривнями

На фінансовому ринку держави “гуляє” 43 мільярди “зайвих” гривень. А це означає, що під коаліційний уряд Юлії Тимошенко закладено бомбу сповільненої дії. Уже сьогодні нас обурює нестримне зростання цін. А завтра, схоже, нас мають намір штовхнути у провалля фінансової кризи.



<b>Фіскальні показники</b>	<b>2009</b>	<b>2011</b>
Державний зовнішній борг (млрд. грн)	227	540
(% від ВВП)	24	40
Сальдо бюджету (% від ВВП)	-9,0	-5,3
ВВП (%)	-15,0	4
Структурний дефіцит бюджету (% від ВВП)	6,0	-9,3

# Гальмування інфляції може бути тимчасовим



## 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, тоді як 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.