

Шевчук В.О.,

доктор економічних наук,
завідувач кафедри міжнародних
економічних відносин
Львівської комерційної академії

Копич Р.І.,

кандидат економічних наук,
асистент кафедри міжнародних фінансів
Львівського національного університету
імені Івана Франка

ВПЛИВ БЮДЖЕТУ НА МАКРОЕКОНОМІЧНІ ПОКАЗНИКИ

Проаналізовано макроекономічний вплив дефіциту бюджету за умов залежності сукупної пропозиції від реальної грошової маси й реального обмінного курсу. Показано, що в Україні збільшення дефіциту бюджету супроводжується погіршенням динаміки промислового виробництва, підвищенням процентної ставки, прискоренням інфляції та зменшенням пропозиції грошової маси.

Open economy macroeconomic effects of the budget deficit are analyzed for the case of aggregate supply dependent on the money supply and real exchange rate. It is demonstrated that in Ukraine the budget deficit contributes to a slower industrial output growth, an increase in the interest rate, acceleration of inflation and decrease in the money supply.

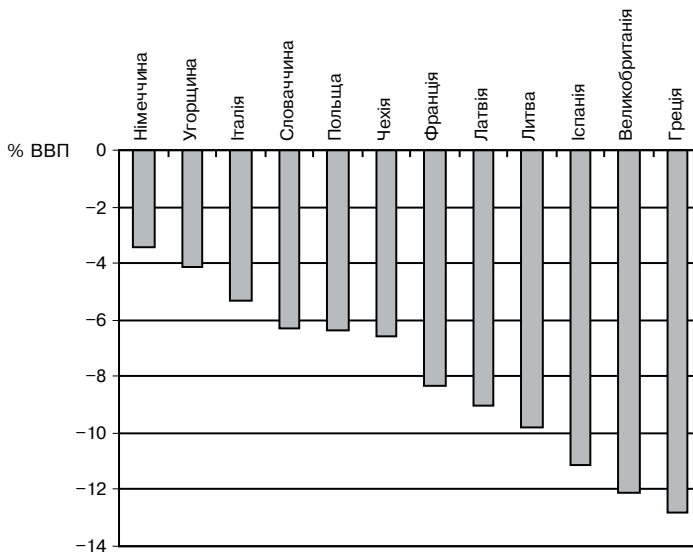
Ключові слова: дефіцит бюджету, динаміка промислового виробництва, сукупна пропозиція, реальний обмінний курс, грошова маса, інфляція.

За підсумком 2009 року значне погіршення сальдо бюджету очікується в більшості європейських країн (рис. 1), що пояснюється передусім зменшенням податкових надходжень під час циклічного спаду виробництва внаслідок дискретного збільшення дефіциту бюджету. Приміром, у Росії дефіцит бюджету збільшено на 4,1 % від ВВП, Південній Кореї — 3,6 %, Китаї — 3,1 %, Японії — 2,4 %, США — 2,0 %. Подібні пропозиції досить часто висловлюються українськими економістами разом із закликами проводити виважену фіскальну політику¹. Водночас чимало країн обережно ставляться до фіскальних стимулів. У Бразилії й Індії антикризове збільшення дефіциту бюджету у 2009 році становило лише 0,6 % від ВВП, Франції — 0,7 %, Італії — 0,1 %.

Традиційно аргументами проти збільшення дефіциту бюджету називають невисоку схильність до споживання внаслідок запровадження податкових пільг²,

¹ Вахненко Т. Політика державних запозичень та управління корпоративними боргами в умовах фінансової кризи // Економіст. — 2009. — № 3. — С. 48—51; Міщенко В. Шляхи подолання фінансово-економічної кризи в Україні // Вісник НБУ. — 2009. — № 2. — С. 3—7; Петрик О. Фінансова криза в Україні та заходи щодо її подолання // Вісник НБУ. — 2009. — № 8. — С. 4—10.

² Feldstein M. Rethinking the role of fiscal policy // NBER Working Paper. — 2009. — No. 14684; Taylor J. The lack of empirical rationale for a revival of discretionary fiscal policy / Annual Meeting of the American Economic Association (Washington, January 4, 2008). — Washington, 2008. — 13 p.



Джерело: за даними Європейської комісії (<http://www.ec.europa.eu>).

Рис. 1. Сальдо бюджету країн ЄС у 2009 році

невизначеність щодо величини фіскальних мультиплікаторів, які перебувають у доволі широкому діапазоні (від 3,8—5 до $-1,5$)³, втрату стимулюючого впливу від збільшення урядових видатків чи зниження податків за умови підвищення реальної процентної ставки⁴, зниження довіри до фіскальної політики⁵, сповільнення технологічного прогресу внаслідок “витіснення” приватних інвестицій і обмеження міжнародного трансферу технологій, погіршення структури видатків і розподілу доходу⁶, неефективність стимулюючих заходів для країн із високою зовнішньою заборгованістю⁷. Для багатьох країн, що розвиваються, обмежуючий (або рестрикційний) вплив дефіциту бюджету може пояснюватися особливостями відкритості для потоків капіталу, обраної системи обмінного курсу, а також функціональних залежностей сукупного попиту і пропозиції. Те саме можна сказати про економіку України, яка характеризується невисокою мобільністю капіталу та підтриманням де-факто фіксованого обмінного курсу за умов декларованого де-юре “плавання” грошової одиниці.

³ Regional Economic Outlook. Europe: Addressing the crisis. May 2009. — Washington: IMF, 2009. — 61 p.

⁴ Cogan J., Cwik T., Taylor J., Wieland V. New Keynesian versus old Keynesian government spending multipliers // NBER Working Paper. — 2009. — No. 14782.

⁵ Bind games // The Economist. — 2009. — Sept. 10th.

⁶ Ball L., Mankiw G. What do budget deficits do? Proceedings. — Kansas City: Federal Reserve Bank of Kansas City, 1995. — P. 95—119.

⁷ Blanchard O. Comment on “Can severe fiscal contractions be expansionary” // NBER Macroeconomics Annual 1990 / O. Blanchard and S. Fischer (eds.). — Cambridge: MIT Press, 1990. — P. 111—116.

Метою статті є теоретичний аналіз і емпірична оцінка короткочасного впливу дефіциту бюджету на основні макроекономічні показники (промислове виробництво, інфляція, процентна ставка) України. Спочатку зроблено огляд актуальних емпіричних досліджень, далі розглянуто теоретичну модель відкритої економіки із залежністю сукупної пропозиції від реальної грошової маси й реального обмінного курсу (РОК) та на цій основі проведено емпіричний аналіз впливу дефіциту бюджету. Головний висновок полягає в тому, що для економіки України збільшення дефіциту бюджету не має навіть короткочасного стимулюючого впливу на динаміку промислового виробництва, тоді як несприятливими “побічними ефектами” стають прискорення інфляції, підвищення процентної ставки і зменшення пропозиції грошової маси. Такі результати повністю відповідають теоретичній схемі впливу дефіциту бюджету для припущення про невисоку мобільність капіталу.

Зростання дефіциту бюджету переважно збільшує обсяги виробництва і прискорює інфляцію⁸, втім, є випадки отримання від’ємних мультиплікаторів фіскальної політики⁹. У більшості нещодавніх досліджень із використанням методу структурної векторної авторегресії (SVAR) мультиплікатори фіскальної політики є невисокими, знижуються з часом та навіть стають від’ємними, перебуваючи в залежності від відкритості економіки, доступу споживачів до кредитного ринку, орієнтації монетарної політики на гальмування інфляції¹⁰. Калібрування макроекономічних моделей показує значно вищі фіскальні мультиплікатори — від 0,3 до 1,2 у короткочасному періоді, але на результат впливають припущення щодо ефекту заміщення, фінансові обмеження для споживачів і еластичність ринку праці. Автоматичні стабілізатори фіскальної політики менш дієві в економіках із невисокою часткою державного сектору у ВВП, таких як США чи Японія. Фіскальна політика діє з певним часовим лагом та залежить від супутніх макроекономічних показників — сальдо поточного рахунку й самодостатності державного боргу.

Для європейських країн зниження податків на 1 % від ВВП спричиняє прискорення темпу зростання ВВП у межах 0,3—0,6 %, тоді як фіскальний мультиплікатор є значно вищим для державних інвестицій, а саме 0,5—1,8 %¹¹. Р. Перотті показав, що інтуїтивно очікувані додатні мультиплікатори для урядових видатків

⁸ *Agenor P.-R.* Stabilization policies in developing countries with a parallel market for foreign exchange: A formal framework // *IMF Staff Papers*. — 1990. — Vol. 37. — No. 3. — P. 560—591; *Dai Q., Philippon T.* Fiscal policy and the term structure of interest rate // *NBER Working Paper*. — 2005. — No. 11574.

⁹ *Bleaney M., Gemmill N., Kneller R.* Testing the endogenous growth model: public expenditure, taxation and growth over long run // *Canadian Journal of Economics*. — 2001. — Vol. 34. — No. 1 (February). — P. 26—57; *Easterly W., Rebelo S.* Fiscal policy and economic growth: An empirical investigation // *Journal of Monetary Economics*. — 1993. — Vol. 32. — Issue 3 (December). — P. 417—458; *Heller P.* Considering the IMF’s perspective on a “Sound Fiscal Policy” // *Finanz-Archive*. — 2002/2003. — Vol. 59. — No. 1. — P. 141—161; *World Economic Outlook. The information technology revolution*. — Washington: IMF, 2001.

¹⁰ *World Economic Outlook. Housing and the business cycle*. April 2008. — Washington: IMF, 2008. — P. 72.

¹¹ *Regional Economic Outlook. Europe: Addressing the crisis*. May 2009. — Washington: IMF, 2009. — 61 p.

і від'ємні для податків змінюють знак для вибірок із включенням даних після 1980-х років¹². Збільшення урядових видатків супроводжується зростанням приватного споживання, а сила цього зв'язку є оберненою до розміру державного сектору¹³. Дослідження, які свідчать про позитивний зв'язок між скороченням дефіциту бюджету й економічним зростанням, можна узагальнити таким чином: а) збільшення доходу найчастіше зумовлене зростанням як приватного споживання, так і інвестицій; б) імовірність експансійного ефекту від скорочення дефіциту бюджету підвищується зі збільшенням відкритості економіки; в) експансійний ефект досягається за сприятливих зовнішніх умов; г) експансійний ефект виникає швидше внаслідок скорочення видатків, ніж підвищення податків; д) успішне скорочення дефіциту бюджету передбачає скорочення заробітної плати в державному секторі й соціальних виплат¹⁴.

Дослідження для трансформаційних економік за 1992—1996 роки зазвичай показували, що дефіцит бюджету прискорює інфляцію й погіршує динаміку виробництва¹⁵, передусім у державному секторі¹⁶. Пізніше К. Пурфілд дійшла висновку, що скорочення дефіциту бюджету не поліпшує динаміку доходу та не справляє значного негативного впливу¹⁷. Проте Й. Сивіньська й П. Буяк встановили, що в разі значного державного боргу при скороченні дефіциту бюджету можна розраховувати на збільшення приватного споживання і ВВП (в цьому аспекті перехідні економіки не відрізняються від промислових країн)¹⁸. Нещодавно А. Сегура-Убієрго, А. Сімон та С. Гупта підтвердили несприятливий вплив дефіциту бюджету на економічне зростання 26-ти перехідних економік, подібно до промислових країн, ринків, що формуються (*emerging markets*), та країн із низьким рівнем доходу¹⁹. Позитивний вплив фіскальної дисципліни проявляється головним чином у зменшенні запозичень державного сектору, що обмежує потребу в монетизації дефіциту бюджету, та підвищенні довіри до економіки в міру поліпшення довгострокової стійкості фіскальної позиції. Як зазначають А. Ржонца й

¹² Perotti R. Estimating the effects of fiscal policy in OECD countries // ECB Working Paper. — 2002. — No. 168.

¹³ Karras G. Government spending and private consumption: Some international evidence // Journal of Banking, Credit and Money. — 1994. — Vol. 26. — No. 1. — P. 9—22.

¹⁴ Rzońca A., Ciżowicz P. Non-Keynesian effects of fiscal contraction in new member states // ECB Working Paper. — 2005. — No. 519.

¹⁵ Fischer S., Sahay R., Vegh C. From transition to market: Evidence and growth prospects // IMF Working Paper. — 1998. — No. 52; Calvo G., Corricelli F. Stabilizing a previously centrally planned economy: Poland 1990 // Economic Policy. — 1992. — No. 4. — P. 176—226.

¹⁶ Berg A., Borensztein E., Sahay R., Zettelmeyer J. The evolution of output in transition economies: Explaining the differences // IMF Working Paper. — 1999. — No. 73.

¹⁷ Purfield C. Fiscal adjustment in transition countries: Evidence from the 1990s // IMF Working Paper. — 2003. — No. 03/36.

¹⁸ Siwińska J., Bujak P. Short-run macroeconomic effects of discretionary fiscal policy changes // CASE Studia i Analizy. — 2003. — No. 261.

¹⁹ Segura-Ubierno A., Simone A., Gupta S. New evidence on fiscal adjustment and growth in transition economies // IMF Working Paper. — 2006. — No. 06/244.

А. Вародакіс, рестрикційний вплив дефіциту бюджету в постсоціалістичних країнах значно перевищує показники інших країн, що може бути наслідком надмірно великих дефіцитів²⁰. Ф. Карміньяні підтвердив те, що для промислових країн мультиплікатор фіскальної політики є від'ємним, водночас для перехідних економік країн ЦСЄ й колишнього Радянського Союзу, де збільшення дефіциту бюджету, передусім за рахунок збільшення урядових видатків, не обмежує приватного споживання, виявлено протилежне²¹.

Емпіричні оцінки щодо України не менш суперечливі. За даними 1992—2003 років дефіцит бюджету зменшує ВВП і прискорює інфляцію, а 1995—2003-го — знижує інфляцію та прискорює динаміку ВВП²². Слабкі ознаки стимулювання дефіцитом бюджету розвитку промислового виробництва простежуються за даними другої половини 1990-х²³, проте новіші дослідження засвідчують протилежний рестрикційний вплив, який поєднується з погіршенням сальдо торговельного балансу і прискоренням інфляції²⁴.

Теоретична модель. Різноманітні ефекти фіскальної політики добре ілюструє стандартна модель IS—LM—BP із урахуванням функціональних залежностей сукупної пропозиції (в лог-лінійному вигляді):

$$y_t = a_1(m_t - p_t) - a_2(e_t + p_t^* - p_t) + u_t; \quad (1)$$

$$y_t = b_1(m_t - p_t) + b_2(e_t + p_t^* - p_t) - b_3r_t + b_4g_t - b_5y_t + \varepsilon_t; \quad (2)$$

$$m_t - p_t = c_1y_t - c_2r_t; \quad (3)$$

$$b_2(e_t + p_t^* - p_t) - b_5y_t + k(r_t - r_t^*) = 0, \quad (4)$$

де y_t — дохід,

m_t — пропозиція грошової маси,

r_t і r_t^* , p_t і p_t^* — відповідно процентна ставка й рівень цін у даній країні та за кордоном,

e_t — номінальний обмінний курс,

g_t — дефіцит бюджету,

u_t і ε_t — макроекономічні шоки сукупної пропозиції й сукупного попиту.

У рівнянні (1) сукупна пропозиція залежить від реальної вартості грошових активів (фінансовий ефект a_1) і РОК (ціновий ефект a_2). У рівнянні (2) сукупний

²⁰ Rzońca A., Varoudakis A. The quality of fiscal adjustments in transition economies // Bank i Kredyt. — 2007. — No. 7. — P. 7—28.

²¹ Carmignani F. The impact of fiscal policy on private consumption and social outcomes in Europe and the US // Journal of Macroeconomics. — 2008. — Vol. 30. — P. 575—598.

²² Вдосконалення координації грошово-кредитної та фіскальної політики: Інф.-аналіт. мат.-ли. Вип. 5 / В. Міщенко, О. Кіреєв, М. Шаповалова (ред.). — К.: Центр наук. досліджень НБУ, 2005. — 96 с.

²³ Шевчук В. Платіжний баланс і макроекономічна рівновага в трансформаційних економіках: досвід України. — Л.: Каменяр, 2001. — 495 с.

²⁴ Шевчук В. Платіжний баланс, економічне зростання і стабілізаційна політика. — Л.: Кальварія, 2008. — 734 с.

попит визначають реальна вартість грошових активів (ефект добробуту b_1), РОК (ціновий ефект b_2), дефіцит бюджету g_r . Коефіцієнт b_3 характеризує обернену залежність сальдо поточного рахунку від доходу. Рівняння (3) враховує рівновагу грошового ринку, коли пропозиція грошової маси в реальному вимірі врівноважується попитом на гроші, який прямо залежить від доходу й обернено — від процентної ставки. Рівновагу платіжного балансу визначено рівновагою його обох рахунків — поточного й фінансового (4). Приплив капіталу залежить від різниці процентних ставок. Для плаваючого обмінного курсу залежними змінними є y_r , r_r , p_r і e_r , а для фіксованого обмінного курсу — y_r , r_r , p_r і m_r .

За фіксованого обмінного курсу фіскальні мультиплікатори становлять:

$$\frac{dy_r}{dg_r} = \frac{b_4(ka_2 - a_1b_2c_2)}{\Delta}, \quad (5)$$

$$\frac{dp_r}{dg_r} = \frac{b_4[k(1 - c_1a_1) + a_1b_3c_2]}{\Delta}, \quad (6)$$

$$\frac{dr_r}{dg_r} = \frac{b_4[(1 - a_1c_1)b_2 + a_2b_3]}{\Delta}, \quad (7)$$

$$\frac{dm_r}{dg_r} = \frac{b_4[k(1 - (a_1 - a_2)c_1) + c_2((a_1 - a_2)b_3 - b_2)]}{\Delta}, \quad (8)$$

де $\Delta = b_3[a_2b_3 + (1 - a_1c_1)b_2] + c_2[(b_1 - a_1)b_2 + a_2b_1b_3] + k[(1 - a_1c_1)b_2 + (1 + b_3 - b_1c_1)a_2]$ — визначник матриці коефіцієнтів. Якщо $b_1 > a_1$, визначник Δ стає додатним, що спрощує інтерпретацію результатів.

Дефіцит бюджету g_r недвозначно стимулює дохід у економіці з доволі високою мобільністю капіталу ($ka_2 > a_1b_2c_2$), що повністю відповідає канонічній моделі Манделла — Флемінга²⁵. Одночас для високих значень k відбувається підвищення рівня цін і процентної ставки, а також збільшення пропозиції грошової маси, оскільки підвищення процентної ставки понад рівноважне значення зумовлює приплив капіталу та його монетизацію. Відповідно збільшення пропозиції грошової маси посилює тенденцію до зростання сукупного попиту, яке частково нівелюється підвищенням цін p_r і зниженням реальної вартості грошової маси $m_r - p_r$. Разом із тим підвищення РОК створює ще один механізм обмеження сукупного попиту — через погіршення сальдо поточного рахунку. Вплив на сукупну пропозицію залежить від порівняльної сили фінансового (a_1) і цінового ефектів (a_2), які можуть бути різноспрямованими. В даній ситуації підвищення РОК посилює стимули для виробництва, створені сприятливим фінансовим ефектом, адже пропозиція грошової маси в реальному вимірі зростає. А в разі низької мобільності капіталу ($k \approx 0$), коли зменшення пропозиції грошової маси й відчутніше підвищення цін зумовлюють зниження доходу, сумарна дія негативного ефекту добробуту, несприятливого фінансового ефекту й підвищення цін спричиняють часткове падіння попиту на ринку товарів і послуг та зменшення сукупної пропозиції, що в підсумку знижує дохід.

²⁵ Шевчук В. Міжнародна економіка: теорія і практика. — К.: Знання, 2008. — С. 323—384.

Неважко переконатися, що в підсумку підвищення цін і процентної ставки помітніше, ніж за високої мобільності капіталу.

При цьому незначний ціновий ефект (a_2) може посилити рестрикційний вплив збільшення дефіциту бюджету на дохід навіть за високої мобільності капіталу ($k = \infty$). Водночас така структурна характеристика не змінює характеру впливу g , на решту показників: рівень цін, процентну ставку і грошову масу. Зменшення доходу слід очікувати в разі сильної залежності сальдо поточного рахунку від реального обмінного курсу (b_2) та попиту на гроші від процентної ставки (c_2), що зазвичай характеризує економіки з розвиненим фінансовим ринком.

За умов плаваючого обмінного курсу фіскальні мультиплікатори для доходу (5) і процентної ставки (7) залишаються без змін²⁶, тоді як вплив на рівень цін і обмінний курс становить:

$$\frac{dp_t}{dg_t} = \frac{b_4 [c_2(b_2 + a_2 b_5) - kc_1 a_2]}{\Delta}, \quad (9)$$

$$\frac{de_t}{dg_t} = - \frac{b_4 [k(1 - c_1(a_1 - a_2)) + c_2(b_5(a_1 - a_2) - b_2)]}{\Delta}. \quad (10)$$

Цікаво, що за високої мобільності капіталу експансійний ефект може поєднуватися зі зниженням рівня цін. Так, у разі ідеальної мобільності капіталу ($k = \infty$) можна очікувати на зменшення цін, що дає змогу поліпшити сальдо платіжного балансу, зміцнити грошову одиницю та збільшити реальну пропозицію грошової маси. І навпаки, в разі невисокої мобільності капіталу знецінення грошової одиниці стає ендеогенним чинником підвищення рівня цін і зниження доходу. Якщо в канонічній моделі Манделла — Флемінга девальвація грошової одиниці поліпшує сальдо поточного рахунку, то з урахуванням негативного цінового ефекту (a_2) цей вплив може з надлишком нівелюватися зменшенням сукупної пропозиції. Отже, підвищення цін посилює рестрикційний вплив дефіциту бюджету з допомогою фінансового ефекту (a_1).

За умови $k = 0$ і $b_2 > b_3(a_1 - a_2)$ слід очікувати знецінення грошової одиниці, тоді як у разі $k = \infty$ недвозначно відбуватиметься її зміцнення. Неважко помітити, що архітектура впливу дефіциту бюджету на обмінний курс (10) повторює структурні особливості впливу на пропозицію грошової маси (8). Структурні риси, що зумовлюють зміцнення грошової одиниці за умов плаваючого обмінного курсу, спричиняють збільшення пропозиції грошової маси за фіксованого обмінного курсу.

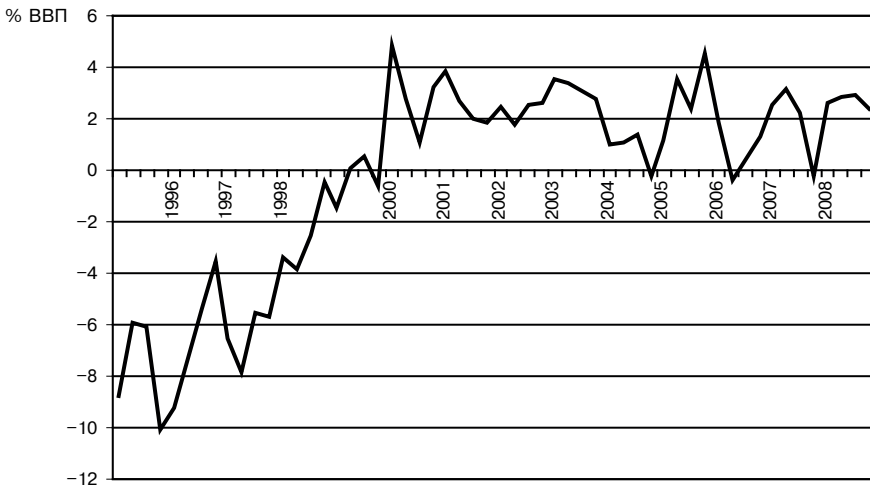
Емпіричні оцінки. Для емпіричного оцінювання використано квартальні дані за 1998—2008 роки. За показник доходу y_t обрано індекс промислового виробництва в Україні, а доходу за кордоном y_t^* — розрахований індекс промислового виробництва найважливіших країн — торговельних партнерів (як базовий узятو 2005 рік)²⁷.

²⁶ Таким чином, у моделі (1)–(4) вплив дефіциту бюджету на дохід і процентну ставку не залежить від вибору системи обмінного курсу.

²⁷ Враховано показники промислового виробництва Великої Британії, Італії, Іспанії, Німеччини, Нідерландів, Польщі, Росії, Словаччини, США, Румунії, Туреччини, Чехії та країн Балтії.

Змінна p_t — індекс споживчих цін, процентна ставка r_t — ставка за кредитами комерційних банків, пропозиція грошової маси m_t — агрегат М2. Номінальний обмінний курс e_t становить середнє значення обмінного курсу гривня/долар.

Дефіцит бюджету g_t (% від ВВП) враховує баланс видатків і надходжень зведеного бюджету (не включаючи кошти обслуговування державного боргу), як це подається Міністерством фінансів України (рис. 2). Виразно простежується поступовий перехід від значного дефіциту бюджету (1995—1997 роки) до операційного профіциту бюджету (2000—2003 роки). Надалі зміни сальдо бюджету повторюють логіку політичного циклу: кожні вибори супроводжуються погіршенням сальдо, тоді як після завершення виборчої кампанії відбувається поліпшення цього показника²⁸.



Джерело: за даними Національного банку України (<http://www.bank.gov.ua>). Дані очищено від сезонності з допомогою методу Census X-11.

Рис. 2. Сальдо бюджету України в 1995—2008 роках

Окрім g_t усі змінні використано у вигляді перших різниць відповідних логарифмів. Показники y_t і m_t промислового виробництва очищено від сезонності з допомогою методу Census X-11. Результати виявилися такими:

$$\begin{aligned}
 y_t = & -0,151r_{t-1} & -0,005g_t & -0,174e_t \\
 & (-2,887^*) & (-1,708^{***}) & (-2,852^*) \\
 & +0,502y_t^* & +0,164metal_t, & \\
 & (2,439^{**}) & (3,315^*) & \\
 R^2 = & 0,43 & ADF = -6,62^* &
 \end{aligned}
 \tag{11}$$

Відповідні вагові коефіцієнти розраховано на основі частки окремих країн у обсягах українського експорту/імпорту.

²⁸ Якщо контрастне поліпшення сальдо бюджету з початку 2005 року відбувалося за умов локального спаду виробництва, то із середини 2006-го та початку 2008-го — на тлі циклічного піднесення економіки.

$$\begin{aligned}
 p_t = & 0,466p_{t-1} & +0,003g_t & +0,150m_t & +0,211e_t, \\
 & (4,481^*) & (1,689^{***}) & (2,846^*) & (5,346^*) \\
 R^2 = & 0,45 & ADF = -6,14^* & &
 \end{aligned} \tag{12}$$

$$\begin{aligned}
 r_t = & -1,542y_t & +0,017g_t, \\
 & (-4,382^*) & (2,563^{**}) \\
 R^2 = & 0,18 & ADF = -5,80^* & &
 \end{aligned} \tag{13}$$

$$\begin{aligned}
 m_t = & 0,066 & +0,217m_{t-2} & -0,009g_t & -0,078e_t, \\
 & (5,891^*) & (1,858^{***}) & (-2,991^*) & (-1,247) \\
 R^2 = & 0,11 & ADF = -7,41^* & &
 \end{aligned} \tag{14}$$

В усіх рівняннях тест ADF виявляє стаціонарність залишків, що свідчить про адекватність зроблених оцінок. Включені змінні пояснюють понад 40 % динаміки промислового виробництва та інфляції споживчих цін, що цілком задовільно для динамічних регресійних моделей із використанням перших різниць. Оскільки для оцінок динаміки процентної ставки і пропозиції грошової маси не виявлено впливу на статистично значущому рівні значної кількості незалежних змінних (номінальний і реальний обмінні курси, світові ціни на метал і сиру нафту, умови торгівлі, індекс країн — торговельних партнерів, інфляція споживчих цін, сальдо поточного й фінансового рахунків платіжного балансу), невисокий коефіцієнт детермінації R^2 може означати, що динаміка обох показників, r_t і m_t , великою мірою залежить від неформальних суб'єктивних чинників.

Як бачимо, збільшення дефіциту бюджету має такі наслідки: а) погіршення динаміки промислового виробництва; б) прискорення інфляції; в) підвищення процентної ставки; г) зменшення пропозиції грошової маси. Відповідно до проведеного теоретичного аналізу саме такі результати слід очікувати для економіки з невисокою мобільністю капіталу, коли приплив/відплив іноземних інвестицій не залежить від різниці процентних ставок в Україні й на світових фінансових ринках. Дане припущення щодо однієї із системних структурних рис вітчизняної економіки безпосередньо підтверджується слабкою залежністю динаміки вітчизняної процентної ставки від ставки LIBOR. Отримані результати застерігають від використання дефіциту бюджету як ефективного інструменту антикризової політики в Україні. Все якраз навпаки: для несуперечливого (без прискорення інфляції й підвищення процентної ставки) стимулювання динаміки промислового виробництва треба поліпшити сальдо бюджету.

Інші результати засвідчують виразний рестрикційний вплив девальвації грошової одиниці на динаміку промислового виробництва, який супроводжується прискоренням інфляції. За невисокого значення k нейтральність обмінного курсу щодо пропозиції грошової маси (відповідний регресійний коефіцієнт виявився від'ємним, але йому бракує статистичної значущості) означає, що сумарний

вплив фінансового й цінового ефектів у сукупній пропозиції врівноважується залежністю сукупного попиту від РОК (8). Теоретично девальвація гривні має спричинити підвищення процентної ставки (7), однак емпіричного підтвердження такої залежності не знайдено.

Збільшення грошової маси не впливає на динаміку промислового виробництва і процентної ставки, маючи виразний інфляційний вплив. Отримані результати заперечують поширене припущення про переважно немонетарне походження української інфляції. Більше того, не виявлено залежності процентної ставки від пропозиції грошової маси. Водночас підвищення процентної ставки погіршує динаміку промислового виробництва, що заперечує інший стереотип — відсутність відчутного впливу вартості кредитних ресурсів на реальний сектор.

В Україні простежується відчутна інфляційна інерція (поточна інфляція залежить від її значення в попередньому кварталі з коефіцієнтом 0,47), тому залежності від лагових значень не виявлено для промислового виробництва і процентної ставки. З лагом у два квартали відбувається “інерційне” підвищення пропозиції грошової маси. Деяко незвичне зниження процентної ставки внаслідок збільшення обсягів виробництва може бути наслідком залежності вартості кредитних ресурсів від депозитів фізичних і юридичних осіб.

Підсумовуючи викладене, слід зазначити таке. За умови визначення сукупної пропозиції чинниками реальної грошової маси й РОК вплив дефіциту бюджету на дохід залежить головним чином від мобільності капіталу та цінової еластичності обсягів виробництва. Вплив сальдо бюджету на показники доходу і процентної ставки не залежить від системи обмінного курсу. За умов плаваючого обмінного курсу збільшення дефіциту бюджету може супроводжуватися зниженням цін у економіці з високою мобільністю капіталу. Водночас така структурна риса сприяє зміцненню грошової одиниці, а для фіксованого обмінного курсу — збільшенню пропозиції грошової маси. Емпіричні оцінки для України підтверджують можливість рестрикційного впливу дефіциту бюджету на динаміку доходу, який супроводжується прискоренням інфляції і зменшенням пропозиції грошової маси. Додатково від збільшення дефіциту бюджету слід очікувати підвищення процентної ставки. Отримані результати не дають підстави вважати збільшення дефіциту бюджету ефективним інструментом антикризової політики.