

# ТРАНСМІСІЙНИЙ МЕХАНІЗМ ФІНАНСУВАННЯ БЮДЖЕТНОГО ДЕФІЦИТУ

Дмитро Биков,  
аспірант кафедри  
фінансів  
ДВНЗ «Київський  
національний  
економічний  
університет імені  
Вадима Гетьмана»

ФІНАНСОВІ ІНСТРУМЕНТИ

*Трансмiсiйний механiзм фiнансування дефiциту бюджету залежно вiд джерел покриття може по-рiзному впливати на монетарнi показники в цiлому та на темп iнфляцiї загалом. У статтi порушується проблематика залежностi iнфляцiї вiд джерел покриття дефiциту бюджету, встановлюються функцiональнi зв'язки мiж цими економiчними явищами.*

Пiдходи до питання фiнансування бюджетного дефiциту iнодi роздiляють фiнансову науку на прихильникiв емiсiйного та неемiсiйного джерел його покриття. Кожен iз цих пiдходiв має своє науково-економiчне обґрунтування, що спирається на свiтовий фiнансовий досвiд, макроекономiчнi й фiнансовi розрахунки та фiнансово-економiчну теорiю.

Еволюцiя пiдходiв до фiнансування дефiциту бюджету пройшла довгий шлях вiд тривiального друку грошей на покриття дефiциту до диверсифiкованих внутрiшнiх та зовнiшнiх позик iз рiзночасовим узгодженням їх погашення. Варто зазначити, що навлiть примiтивне друкування грошей на покриття дефiциту використовується i сьогодні в рядi країн свiту. Деякi, навлiть високорозвиненi країнi з ринковою економiкою у певних умовах поєднують емiсiйнi та неемiсiйнi джерела покриття дефiциту, якщо таке поєднання є економiчно обґрунтованим та не завдає руйнiвної шкоди розвитку економiки країнi.

В iсторiї державних фiнансiв є приклади не тiльки неефективного емiсiйного фiнансування бюджетного дефiциту, але й рацiональних, прорахованих рiшень застосування емiсiї з метою його покриття. Так, Японiя i такi країнi Захiдної Європи як Нiмеччина та Францiя досить часто фiнансово-економiчними заходами в регулюванні економiки досягали дефляцiї.

Прикладом довготривалої дефляцiї (з 1990-х рокiв по 2006 роки – вiд 0,1 % до 2 % вiд ВВП) є японська економiка, яка не могла уникнути цього економiчного явища навлiть систематичним зни-

женням вiдсоткових ставок свого Централного банку впродовж майже двох десятилiть. Дефiцит бюджету за таких умов був хронiчним. Прийнятним виходом для уряду Японiї було активне емiсiйне фiнансування дефiциту, яке досить ефективно сприяло стимулюванню виробництва. Такi заходи носили оздоровчий характер для японської економiки, адже у 1980-тi роки вартiсть активiв (фiнансових iнструментiв та нерухомого майна) була значно переоцiнена ринком, що призвело до завищення цiн на активи загалом. Упродовж наступного десятилiття ринок корегував цiни завдяки механiзму попиту та пропозицiї на активи – попит спадав, що призводило до зниження цiн в економiцi в цiлому [1].

Дефляцiя в Нiмеччинi в 2001 – 2003 роках також була викликана корегуванням ринком активiв, переоцiненої вартостi на них, що призвело до спаду ВВП з 3,0 % в 2000 році до 0,6 % у 2001 [2]. Це, в свою чергу, викликало збiльшення бюджетного дефiциту, адже при падаючих цiнах наповнення бюджету зменшувалося та план по доходах не виконувався. А з iншого боку, ця ситуацiя мала позитивний ефект, бо дозволяла використовувати емiсiю грошей як звичайне джерело фiнансування дефiциту бюджету.

Емiсiйнi джерела фiнансування – це такi фiнансовi ресурси, якi були шляхом емiсiї (випуск нових грошових знакiв) випущенi в грошовий обiг на покриття дефiциту бюджету, що безпосередньо впливає на монетарнi показники країнi (маса грошей в обiгу), збiльшуючи їх. Кiлькiсть додатково випущених грошей прямо впливає на

інфляцію. Інфляція є наслідком зростання цін через надлишок грошей у вільному обороті в економіці країни. За таких умов можна стверджувати про прямий вплив фінансування дефіциту бюджету на інфляцію країни. При використанні неемісійних джерел фінансування дефіциту пряма залежність між дефіцитом та інфляцією не є такою помітною.

Емісія грошей здійснюється Центральним банком, а в поодиноких випадках – урядом країни. При емісії грошей урядом контроль за збільшенням грошової маси покладається безпосередньо на нього, що зменшує ефективність управління монетарними показниками та може сприяти збільшенню темпів інфляції. Якщо емісію грошей здійснює Центральний банк, то управління грошовою масою покладається на нього. Центральний банк при цьому є незалежним від уряду органом, що здійснює професійне управління грошовими агрегатами, і необхідність емісії на покриття дефіциту визначається не загальними потребами уряду, а на основі виправданості макроекономічних та фінансових показників.

Емісійна діяльність, що пов'язана з потребами фінансування бюджетного дефіциту, має здійснюватися тільки після узгодження її впливу на макропоказники та економіку країни в цілому, тобто завжди потрібно прораховувати її наслідки. Емісія грошей на покриття дефіциту може бути як стимулюючим фактором розвитку економіки, так і стримуючим. Усе залежить від певних технологій, форм і методів вилучення надлишкової грошової маси, яка потрапила в економіку через фінансування дефіциту, швидкості обороту грошових агрегатів, загальної соціально-економічної та політичної ситуації в країні.

Емісія грошей як джерело фінансування бюджетного дефіциту може і повинна використовуватися лише як тимчасовий захід і у короткостроковому періоді, адже тільки так можна розрахувати вплив додаткової грошової маси на економіку. Коли емісія використовується як постійне джерело фінансування дефіциту, це призводить, як правило, до:

- ✓ зростання цін в економіці;
- ✓ знецінення національної валюти;
- ✓ вичерпування золотовалютного резерву держави;
- ✓ падіння реальних доходів населення.

Зростання цін відбувається при виникненні надлишкового попиту у зв'язку з додатковою емісією грошей, що провокує інфляцію попиту. Знецінення національної валюти може виникнути в результаті надлишкового попиту на іноземну валюту як на інструмент інвестування в умовах інфляційних очікувань. Вичерпування золотовалютного резерву держави є наслідком регулятивних дій Центрального банку з метою зміцнення позицій національної валюти (ревальвація національної валюти). Інфляція попиту, що виникла в результаті емісійного фінансування дефіциту бюджету, зменшує реальні доходи населення. Дане явище може спостерігатися, звичайно, й без емісійного фінансування дефіциту, але при такому фінансуванні воно обов'язково матиме місце.

Перевагою емісійного фінансування бюджетного дефіциту є відносна швидкість застосування цього джерела фінансування, адже підготовка до друкування грошей є коротшою за часом, аніж підготовка та здійснення запозичень. Також перевагою цього джерела фінансування є відносно невелика його вартість, адже вартість залучення фінансових ресурсів та вартість користування ними є набагато вищими, ніж емісійного джерела. У цієї, на перший погляд, важливої переваги є суттєвий недолік: розглядаючи емісію як дешеве джерело фінансування, як правило, не помічають великого негативного впливу додаткової емісії грошей на грошово-кредитну систему і державні фінанси країни.

Бюджетний дефіцит при покритті емісією грошей має чіткий трансмісійний механізм впливу на грошово-кредитну систему країни. При вливанні додаткової грошової маси в економіку, що не відображає новостворену додану вартість у вигляді додаткових товарів, робіт та послуг, посилюється попит на існуючу кількість цих товарів, робіт та послуг. За законом попиту та пропозиції, збільшення сукупного попиту в економіці

сприяє підвищенню існуючих цін. Це явище називають інфляцією попиту, що в високих темпах загрожує фінансовій стабільності та економічному зростанню. В даному разі спостерігається прямий трансмісійний вплив дефіциту бюджету, що покривається емісією грошей, на інфляцію в країні (взаємозв'язок емісійного фінансування дефіциту та інфляції показаний на рис.1). Тому випуск грошей є ризикованим джерелом покриття дефіциту бюджету, що може мати непрогнозовану, різко деструктивну дію на економічну стабільність та зростання. Багато країн з ринковою економікою намагаються уникати прямого друкування грошей на покриття дефіциту, використовуючи інструменти державних внутрішніх та зовнішніх запозичень.

Аналізуючи фактичні показники дефіциту бюджету та інфляції в Україні

з 2000 по 2009 рік (табл.1), бачимо динамічну тенденцію зростання як дефіциту, так і темпу інфляції. Ці аналітичні дані, звісно, не показують чіткого функціонального зв'язку між темпом інфляції та дефіцитом, а отже й про чітку залежність емісійного покриття дефіциту та збільшення грошової маси в країні не йдеться. При цьому також відсутня чітка офіційна інформація про джерела фінансування дефіциту, що може свідчити про періодичне використання емісії грошей на покриття дефіциту.

Однак чіткої підстави стверджувати про постійне емісійне фінансування бюджетного дефіциту немає. Адже повне фінансування дефіциту (від 0,2 % до 3,2 % ВВП) емісією грошей призвело б до того, що монетарні показники важко було б втримати у визначених Урядом та Національним банком межах.

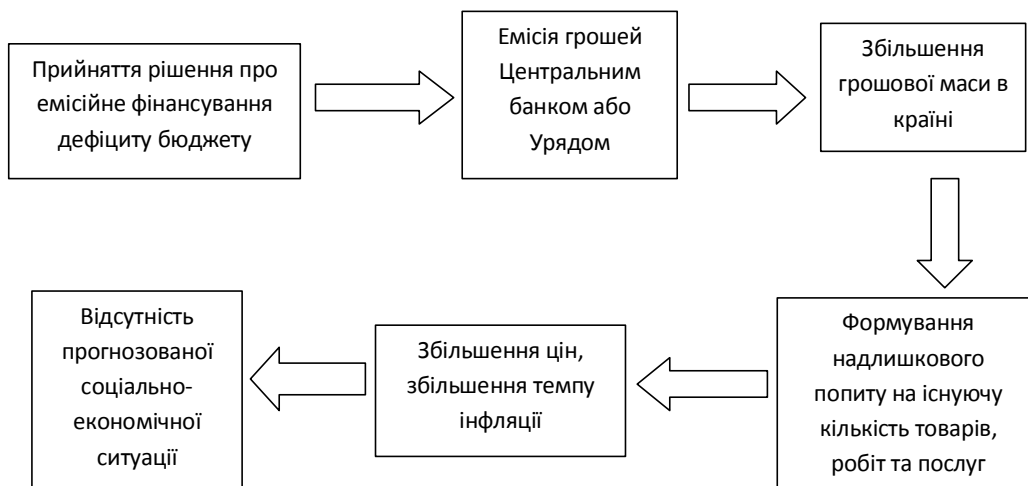


Рис.1. Трансмісійний механізм фінансування бюджетного дефіциту при використанні емісійного джерела покриття

Таблиця 1

**Бюджетний дефіцит та інфляція в Україні за період з 2000 по 2009 роки\***

Роки	Бюджетний дефіцит, % до ВВП (-)	Бюджетний дефіцит, млрд. грн.(-)	Індекс інфляції, %
2000	0,6	1	25,8
2001	-0,3	-0,6	6,1
2002	0,7	1,6	-0,6
2003	-0,2	-0,5	8,2
2004	-3,2	-11	12,3
2005	-1,8	-7,8	10,3
2006	-0,7	-3,7	11,6
2007	-1,1	-7,7	16,6
2008	-1,3	-12,5	22,3
2009	-2,97	-21,6	12,3

\*за даними Держкомстату [3]

На відміну від емісійних неемісійні джерела покриття бюджетного дефіциту вважаються ринковими. Так, емісію грошей вважають адміністративним інструментом уряду, що не вимагає формування попиту та пропозиції на дане джерело покриття. Формування попиту та пропозиції на неемісійні джерела покриття є обов'язковою умовою проведення фінансування дефіциту, адже за відсутності попиту на запропоновані державні боргові інструменти уряд не зможе залучити фінансові ресурси.

При неемісійному фінансуванні дефіциту його трансмісійний механізм має відмінності порівняно з емісійним покриттям. Уряд, здійснюючи державні запозичення, не впливає на збільшення монетарних показників всередині країни. При прийнятті рішення про фінансування дефіциту шляхом продажу на зовнішньому фінансовому ринку державних цінних паперів у іноземній валюті уряд здійснює конвертацію іноземної валюти в національну за курсом Центрального банку в межах існуючої кількості грошової маси. При цьому на конвертацію іноземної валюти в національну не випускається додаткова кількість грошей, що не збільшує загальну грошову масу в країні. Центральний банк від імені уряду здійснює конвертацію в межах своїх запасів національної валюти, що вже були враховані при розрахунку основних макроекономічних показників при формуванні Державного бюджету. Також Центральний банк може здійснити конвертацію на міжбанківському валютному ринку, де комерційні банки створюють попит на іноземну валюту. Таким чином конвертація відбувається також у межах існуючої кількості грошової маси в країні.

При здійсненні внутрішніх державних запозичень уряд залучає приватні інвестиції юридичних та фізичних осіб. Фінансові ресурси цих суб'єктів економічної діяльності є частиною сукупної грошової маси

країни. Процес залучення та покриття дефіциту в даному разі не супроводжується емісією грошей чи навіть збільшенням грошової маси всередині країни.

Тому при неемісійних джерелах покриття дефіциту бюджету не відбувається збільшення грошової маси в країні, отже дефіцит не може прямо впливати на динаміку зростання цін та на темп інфляції. Факт існування дефіциту може справляти непрямий вплив на зростання цін через інфляційні очікування, які втім надзвичайно важко економічно прорахувати та дати однозначну оцінку їх впливу на зростання темпу інфляції. Інфляційні очікування діють як захист виробників від можливого зростання цін у результаті фінансування дефіциту. Це свідчить про неможливість впливу дефіциту, що покривається державними запозиченнями на інфляцію в країні. Такі інфляційні очікування виникають від поганої поінформованості виробників та бізнесу загалом про трансмісійний механізм бюджетного дефіциту.

Інфляційні очікування можуть і не виникати, якщо бюджетний дефіцит не перевищує «рекомендований» тривідсотковий рівень. Адже за такої ситуації громадськість та уряд не будуть наголошувати на негативних бюджетних тенденціях зростання дефіциту та його «загрозливому» обсязі.

Таким чином, між дефіцитом, що покривається державними запозиченнями, і інфляцією не прослідковується чітка пряма залежність, хоча сам факт дефіциту може впливати на зростання інфляційних очікувань у суспільстві. У разі зростання інфляційних очікувань уряд повинен професійно пояснити суспільству трансмісійний механізм дії бюджетного дефіциту. Просте спростування твердження про вплив дефіциту бюджету на інфляцію в країні дозволить зменшити рівень інфляційних очікувань суспільства та зменшити динаміку зростання цін.

Оскільки найкращим ринковим індикатором є ціна та динаміка її зростання, тому доцільно розглянути вплив на неї інфляційних очікувань. Формула ринкової ціни, в яку були закладені інфляційні очікування, має наступний вигляд:

Ціна = (Собівартість + Прибуток) \* Темп очікуваної виробником інфляції

При цьому темп очікуваної інфляції, як правило, є вищим за офіційний прогнозований темп інфляції і відрізняється від нього на 5–15 %. Якщо виробники не включають в ціну свої інфляційні очікування, тоді це може означати, що темп офіційної інфляції збігається з їхнім прогнозованим темпом інфляції. Важливим моментом є те, що виробники можуть включати в ціну інфляційні очікування, не зважаючи на рівень бюджетного дефіциту. Така закономірність свідчить перш за все про загальний високий рівень ризикованості економіки, де підстраховуючим механізмом для виробників є включення до складу ціни інфляційних очікувань у вигляді додаткової надбавки.

Дефіцит може справляти швидше психологічний вплив на виробника, якщо він фінансується за допомогою державних запозичень, аніж економічний. Економічний ефект при цьому може бути відсутній, адже може не відбуватися кількісного збільшення грошової маси в країні. Такий психологічний вплив на виробника майже неможливо виміряти ані математичними, ані економетричними методами. Відсутня вагома аргументація пояснення впливу дефіциту бюджету на інфляційні очікування.

Більшість економістів дотримуються думки, що бюджетний дефіцит, який покривається неемісійними джерелами, з погляду економіки є більш виправданим явищем, вважаючи, що єдиним його наслідком є збільшення державного боргу. Державний борг є механізмом, яким можна і потрібно ефективно управляти, здійснюючи при цьому державну боргову політику. Дефіцит бюджету належить саме до бюджетних

параметрів, а не до боргових, тому чіткість його планування та оперативного управління протягом фінансового року відіграють ключову економічну роль.

У трансмісійному механізмі бюджетного дефіциту важливим аспектом є прозорість фінансування дефіциту. Цей принцип відіграє важливу роль: суспільство та виробники можуть перекопуватися у прозорості трансмісійного механізму, в основу якого буде покладено неемісійне джерело фінансування дефіциту. Це дозволить уникнути надмірних інфляційних очікувань, які могли б формуватися за умови відсутності поінформованості про застосування того чи іншого джерела фінансування дефіциту.

Як правило, урядова інформація стосовно бюджетного дефіциту носить обмежений характер, особливо щодо застосування емісійного джерела фінансування дефіциту. Це й зрозуміло, уряд намагається зберегти власний рейтинг. За такої умови інфляційні очікування, як правило, відкладаються, але спрацьовує ефект «мільної бульбашки», коли рівень інфляційних очікувань різко зростає з проникненням інформації про застосування емісії. Ситуація, схожа до описаної вище, відбувається в українській економіці та загострюється постійним знеціненням національної валюти. Відсутність прозорості щодо висвітлення джерел фінансування дефіциту зумовлює ситуацію, коли інфляційні очікування відіграють одну з основних ролей пришвидшення темпів інфляції. За таких умов трансмісійний механізм фінансування дефіциту бюджету діє за схемою, при якій дефіцит може впливати на формування інфляційних очікувань, а вони у свою чергу на інфляцію в цілому.

Одним із виходів із ситуації, що склалася, є дотримання принципів транспарентності і гласності, повне і постійне висвітлення урядом джерел фінансування дефіциту та планомірне зменшення його рівня хоча б в

умовах світової фінансової кризи. Подальше нарощення дефіциту можливе лише за умови відновлення динаміки росту ВВП, промислового виробництва, стабілізації цін споживчої корзини, зменшення державних запозичень та проведення структурних реформ в економіці країни. Емісійне покриття дефіциту бюджету може призвести до необоротних економічних наслідків: гіперінфляції, поглиблення спаду ВВП, збільшення безробіття, різкого падіння купівельної спроможності громадян. Застосування емісії є надризиковим рішенням в умовах погіршення фінансово-економічної ситуації. В умовах економічних криз дефіцит бюджету має покри-

ватися лише державними запозиченнями при максимальній бюджетній економії.

#### ЛІТЕРАТУРА

1. International Monetary Fund, World Economic Outlook 2006 - Globalization and Inflation, Washington D. C., April 2006, P. 35.
2. *Georg Erber*, The Risk of Deflation in Germany and the Monetary Policy of the ECB. In: *Cesifo Forum* 4 (2003), 3, pp 24-29.
3. <http://www.ukrstat.gov.ua/>