

**Ринок фінансово-банківських послуг**

Роман КОПИЧ

**ЕВОЛЮЦІЯ ФІСКАЛЬНОЇ ПОЛІТИКИ
У ТРАНСФОРМАЦІЙНИХ ЕКОНОМІКАХ****Резюме**

Проаналізовано актуальні питання фінансової політики країн Східної Європи за період 1990–2003 рр. Розроблено періодизацію та класифікацію характерних особливостей основних етапів фінансової політики під час переходу від фінансової стабілізації до економічного зростання, з урахуванням підготовки до вступу до Європейського Союзу. Наголошено на особливостях погіршення сальдо бюджету напередодні вступу до Європейського Союзу в Польщі, Угорщині та Чехії. Емпірично протестовано вплив низки внутрішніх і зовнішніх чинників на сальдо бюджету як найбільш інтегрований показник фінансової політики.

Ключові слова

Фінансова політика, сальдо бюджету, євроінтеграція, державний борг, оптимізація міжчасового споживання.

© Роман Копич, 2004.

Копич Роман, Львівський національний університет ім. Івана Франка, Україна.

Наближення вступу до Європейського союзу (ЄС) супроводжувало виразне погіршення сальдо бюджету (рис. 1) та збільшення державної заборгованості країн-кандидатів (рис. 2). Це викликає інтерес щодо засадничих причин такого явища, його макроекономічних наслідків і практичних висновків для фінансової політики. Поточне погіршення сальдо бюджету може бути «побічним продуктом» виконання необхідних процедурних вимог щодо євроінтеграції, так і наслідком глибших структурних проблем, які можна пояснити незавершеністю фінансових перетворень під час перехідного процесу.

Складна еволюція фінансової політики викликає суперечливі оцінки. Поліпшення сальдо бюджету на початку перехідного процесу пояснюють переважно антиінфляційними міркуваннями та зміцненням грошової одиниці [18: 957], а також сприятливими супутніми обставинами короточасного характеру [16: 18; 20: 46–47]. Надалі «постстабілізаційне» погіршення сальдо бюджету в більшості країн (окрім Естонії, Чехії, Словенії і Хорватії) пояснюють широким діапазоном причин: стрімким зменшенням податкових надходжень внаслідок спаду виробництва і поширення бартеру, а також втрати інформації про платників податків у сфері послуг та експортному секторі [21: 14–15], зниженням ставок імпортного мита і невисокими надходженнями від приватизації, збільшенням соціальних виплат з державного бюджету [9: 35–39], посиленням конкуренції та пов'язаним із цим зниженням рентабельності, практикою мінімізації податків у державному і приватному секторах, зниженням інфляції [1: 11], незмінною структурою податків і збільшенням державного боргу [16: 20]. Припускалося, що саме надмірно рестрикційна політика могла поглибити спад виробництва [13: 29–30]. Було висловлено гіпотезу про ендогенність дефіциту бюджету, що залежить не так від управління видатками і надходженнями, як від стабілізаційної політики, структурних деформацій та інституційних чинників [20: 45]. Фінансування дефіциту бюджету за допомогою емісії облігацій внутрішньої позики розглядали як чинник подолання монетарного «нависання» і зниження інфляції [18: 957–958].

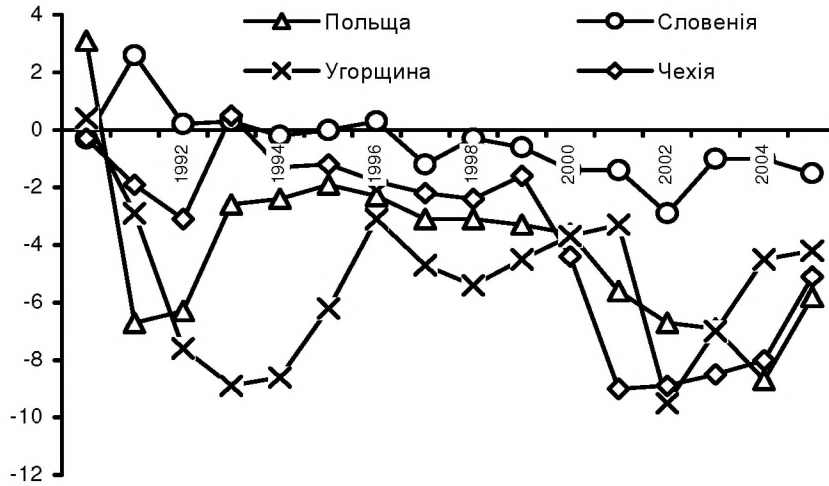
У середині 1990-х рр. на підставі значної державної заборгованості робили висновки про високі кошти фінансової дисципліни та недоцільність збалансування бюджету в найближчому майбутньому; передбачали, що зростання коштів обслуговування державного боргу призведе до збільшення зовнішніх запозичень і часткової монетизації дефіциту бюджету [16: 20]. З іншого боку, можливість збільшення дефіциту бюджету обмежувало супутні погіршення сальдо поточного рахунку [6: 62–68].

Погіршення сальдо бюджету в міру наближення вступу до ЄС пояснюють податкова гармонізація, спрощення податкового менеджменту та раціоналізація сфери державного управління, а також розрахунок на збільшення припливу капіталу і зниження відсоткової ставки [22]. Виходячи з логіки відносин федеральних одиниць з центральним урядом [19], головним тут є не зниження відсоткової ставки, а очікування масованих грантів з бюджету ЄС.

Рисунок 1.

**Сальдо бюджету в трансформаційних економіках
(% від ВВП), 1990–2005 рр.**

а) країни «люксембурзької» групи



б) країни «хельсінкської» групи

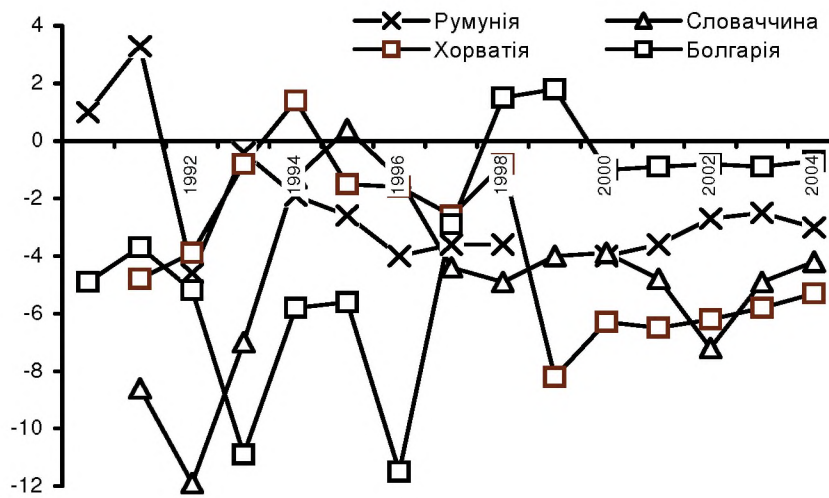
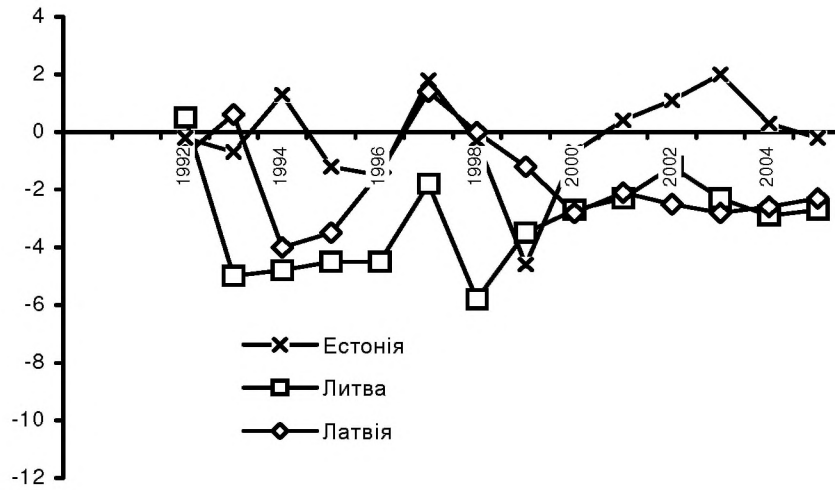
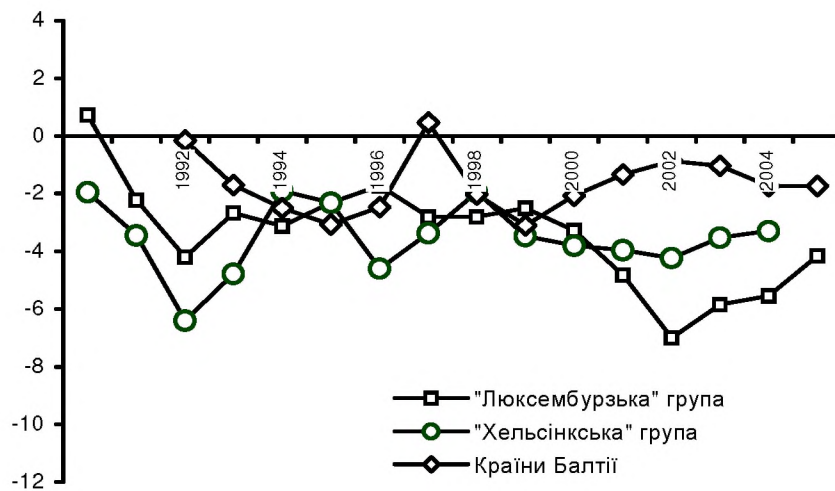


Рисунок 1 (продовження).

в) країни Балтії



г) середні значення



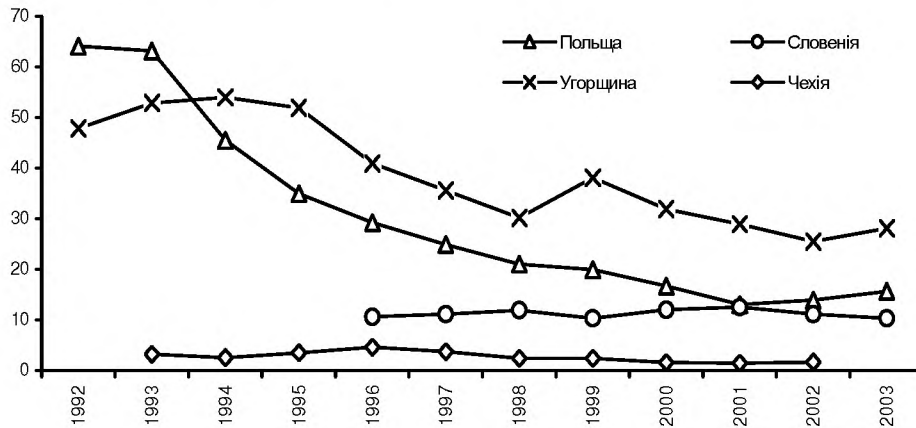
Примітка. Для 2004–2005 рр. подано прогнозні значення.

Джерело. International Financial Statistics, Dresdner Bank, Bank Austria Creditanstalt, [21: 24]

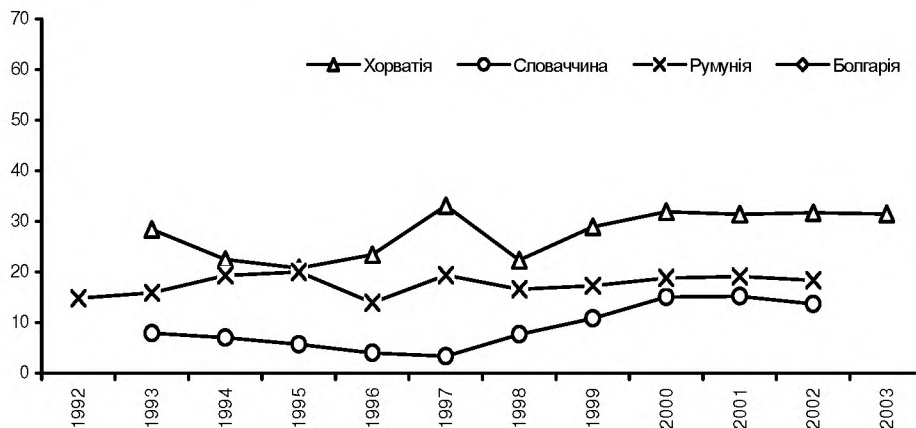
Рисунок 2.

**Зовнішній державний борг окремих трансформаційних економік
(% до ВВП), 1996–2003 рр.**

а) країни «люксембурзької» групи



б) країни «хельсінкської» групи



Джерело. www.worldbank.org, Bank Austria Creditanstalt

Так само високий дефіцит бюджету може бути наслідком фіскальної «самовпевненості», передусім у найбільших країнах з найвищою політичною вагою [7], або незавершеності структурних перетворень [3: 49]. Зважаючи на порівняно невисоку зовнішню заборгованість більшості трансформаційних економік, поліпшення сальдо бюджету вартувало б відкласти на деякий час [14]. Специфічні проблеми для визначення сальдо бюджету створює врахування зовнішніх шоків [17: 11] і короточасних ризиків [15], зокрема внаслідок нестабільності обмінного курсу євро/долар [2: 54–57]. Після вступу до ЄС визначальними будуть макроекономічні шоки з боку сукупної пропозиції [11: 31–32].

Окремі методологічні труднощі створює невизначеність «надмірного» дефіциту бюджету [9: 5; 10: 3], з урахуванням ендогенного характеру ВВП, відсоткової ставки, поточного рахунку [14: 4]¹. Загалом виникає потреба докладного аналізу еволюції фіскальної політики залежно від тривалості перехідного процесу, динаміки макроекономічних показників, ступеня економічних перетворень і успіхів на шляху європейської інтеграції. Такий аналіз дасть змогу: а) виявити панівні тенденції, б) простежити можливий зв'язок поточних проблем з ретроспективними чинниками, в) обґрунтувати вибір належного теоретичного інструментарію для вивчення фіскальної політики.

Етапи фіскальної політики. З метою чіткішої періодизації основних тенденцій у фіскальній політиці країн «люксембурзької» і «хельсінкської» груп та Балтії використано аналіз рівноважних (або трендових) значень сальдо бюджету за допомогою фільтра Ходріка–Прескотта². Розбіжності між країнами «люксембурзької» і «хельсінкської» груп щодо ступеня готовності до вступу до ЄС приймаються *a priori* свідченням вагомої диференціації стосовно темпу економічної трансформації загалом і умов проведення фіскальної політики зокрема. Використання сальдо бюджету як найбільш інтегрованого показника фіскальної політики пояснюють макроекономічний характер цього показника та підвищена значущість проблеми обслуговування державного боргу. Показники видатків державного сектора та податкових надходжень використовують в обмеженому контексті пояснення змін у сальдо бюджету і не більше.

¹ Спрощено самодостатньою є ситуація, коли зростання зовнішнього боргу не перевищує відсоткову ставку або темп зростання ВВП. Практично експерти МВФ оцінюють самодостатність сальдо бюджету за допомогою розрахунку прогнозу цього показника з 5-річним горизонтом для незмінних макроекономічних умов (динаміка ВВП, інвестиції, інфляція, обсяги експорту-імпорту, поточний рахунок, валютні резерви, зростання грошової маси й обсягів кредитування, структура видатків і надходжень у бюджет). На підставі отриманого базового прогнозу визначають потребу у фінансуванні дефіциту бюджету і траєкторію державного боргу. Якщо зовнішній борг зростає, розробляють коригуючий сценарій скорочення дефіциту бюджету [10: 11].

² Початок процедури приєднання до ЄС Естонії, Польщі, Словенії, Чехії та Угорщини було ініційовано на березневому (1998 р.) саміті ЄС в Люксембургу. Відповідне рішення щодо Болгарії, Румунії, Словаччини, Латвії та Литви було прийнято на грудневому (1999 р.) саміті ЄС у Хельсінки. Для зручності викладу матеріалу до «хельсінкської» групи приєднано Хорватію.

Візуальне порівняння трендових значень сальдо бюджету (рис. 3г) дає змогу виділити три етапи: 1) фінансова стабілізація (1989–1995 рр.); 2) перехід до стійкого економічного зростання (1995–1999 рр.); 3) підготовка до вступу до ЄС (2000–2004 рр.). Порівняння трендових і поточних значень сальдо бюджету підтверджує неформальне припущення М. Домбровського про поділ етапу фінансової стабілізації на три ділянки: а) первинної стабілізації; б) вторинної фіскальної кризи; в) фіскальної консолідації [1: 15]. Певні відмінності стосуються лише досягнутих рівноважних значень та амплітуди відхилень від них. Поступове погіршення рівноважного сальдо бюджету є виразним у країнах «люксембурзької» групи і Балтії. Обидві групи країн починали з приблизно однакового незначного дефіциту бюджету, однак надалі цей показник дещо стрімкіше знизився у країнах «люксембурзької» групи. В обох групах виразно простежується «пікове» погіршення сальдо бюджету в 1992 р., коли поточні значення виявилися значно гіршими від рівноважних значень. Порівнюючи з успішними країнами «люксембурзької» групи, країни «хельсінкської» групи характеризував високий початковий дефіцит, що надалі погіршувався. У країнах Балтії нижньої точки було досягнуто дещо пізніше (1993–1995 рр.), але не заперечується значне погіршення сальдо бюджету нижче рівноважного значення під час завершення фінансової стабілізації.

Другий етап (1995–1999 рр.) умовно характеризують як перехід до стійкого економічного зростання. Рівноважний дефіцит бюджету стабілізувався на рівні від 1,9% (країни Балтії) до 2,8% («люксембурзька» група) і 3,2% від ВВП («хельсінкська» група). У країнах «люксембурзької» групи сальдо бюджету переважно було кращим від рівноважного значення, однак вже з 1998 р. виникла тенденція до зниження рівноважного значення дефіциту бюджету. У країнах «хельсінкської» групи відносно погіршення сальдо бюджету в 1996 р. змінилося суттєвим поліпшенням цього показника у 1998 р., що можна пояснити втратою можливостей фінансування дефіциту бюджету впливом капіталу або намаганнями підвищення довіри до національної економіки. Досягнення значного профіциту в країнах Балтії у 1997 р. спеціалісти НБУ вважають одним із наслідків економічного зростання [4: 38], однак імовірнішим видається інше пояснення – намагання попередити вплив капіталу після появи низки тривожних «сигналів» на світовому ринку. Вже у наступному 1998 р. дефіцит бюджету повернувся до рівноважного значення, а у 1999 р. навіть незначно перевищив його (рис. 3в). З початком підготовки вступу до ЄС (2000–2004 рр.) виразно розійшлися траєкторії сальдо бюджету великих країн «люксембурзької» групи та невеликих країн Балтії. Якщо у першій групі країн рівноважне сальдо бюджету стрімко погіршилося, то в другій – неістотно поліпшилося. У 2002 р. середній дефіцит бюджету країн «люксембурзької» групи досяг 7% від ВВП (головним чином за рахунок Чехії та Угорщини), а рівноважне значення – 5,3% від ВВП. У 2003 р. сальдо бюджету дещо поліпшилося; подібну тенденцію прогнозують на 2004–2005 рр., однак рівноважне значення дефіциту бюджету однаково залишатиметься майже вдвічі нижчим від Маастрихтських вимог.

Привертає увагу асиметрія середніх і рівноважних значень у країнах Балтії порівняно з країнами «люксембурзької» групи. Середнє сальдо бюджету країн Балтії поліпшилося у 2002 р., однак деяке погіршення цього показника прогнозують на 2004–2005 рр. Водночас не викликає сумніву здатність країн Балтії втриматися у межах дефіциту бюджету на рівні 3% від ВВП. Рівноважне значення у країнах «хельсінкської» групи практично не змінилося, однак з'явилася щільніша відповідність середніх і рівноважних значень. Якщо упродовж 1990–1999 рр. відхилення середнього значення від рівноважного тренду становили 29,8%, то в 2000–2003 рр. – 8,6%.

Особливості кожного з етапів фіскальної політики узагальнено у табл. 1. Часові межі розробленої класифікації екстрапольовано на період після 2004 р., що має на меті врахування реалій європейської інтеграції – виконання Маастрихтських вимог і приєднання до Європейського валютного союзу (ЄВС). З початком перехідного процесу стратегічною метою фіскальної політики став перегляд ролі держави в економіці. Вже до кінця 1990-х рр. частка приватного сектора у ВВП перевищила 70% в Албанії, Чехії, Естонії, Угорщині, Литві і Словаччині [21: 6]. Безпосередньою короткочасною метою фіскальних заходів періоду 1989–1994 рр. було гальмування інфляції та зміцнення грошової одиниці. Спочатку поліпшенню сальдо бюджету (фіскальні профіцити було досягнуто у Польщі, Словенії, Румунії) сприяло зменшення видатків на оборону й адміністративний апарат, стрімке скорочення державних інвестицій та субсидій державним підприємствам і приватним споживачам³, а також оподаткування значних прибутків підприємств і банків відразу ж після лібералізації цін [16: 18]. Прибутковість промислових підприємств зростала внаслідок підвищення цін, зниження реальної заробітної плати, переоцінки запасів та подорожчання валютних депозитів після девальвації національної грошової одиниці⁴, тоді як комерційні банки отримували значний вигравш від високої маржі між кредитною і депозитною ставками⁵. Додатково поліпшенню сальдо бюджету сприяло списання зовнішнього боргу, передусім у Польщі та Болгарії, а також надходження від приватизації. Країни «паризького клубу» навесні 1991 р. списали 50% польського зовнішнього боргу, а у вересні 1993 р. було списано 45% заборгованості комерційним банкам «лондонського клубу» [12: 27]. Раніше, у листопаді 1993 р. іноземні банки списали близько половини болгарського боргу. Від приватизації державного майна у 1990–1994 рр. Угорщина отримала 4 млрд. дол., Польща – 2, Чехія – 1 млрд. дол.; протягом одного лише 1995 р. ці три країни отримали від приватизації відповідно 3,8, 1,5 і 1,2 млрд. дол. [8: 5].

³ Протягом 1989–1993 рр. державні субсидії зменшилися у Польщі на 10,7%, а Угорщині – на 7,3% від ВВП [1: 27]. Для Чехословаччини зменшення субсидій становило 20% від ВВП (1989–1992 рр.). У Болгарії державні субсидії спочатку було зменшено на 13,7% від ВВП (1989–1992 рр.), однак у 1993 р. знову збільшено на 3% від ВВП.

⁴ В 1991–1994 рр. середній темп знецінення грошової одиниці становив у Польщі – 25%, Угорщині – 14%, Чехії – 15%, Болгарії – 214%, Румунії – 202%, Хорватії – 214%, Словаччині – 6,5%, Словенії – 98%, Литві – 68%.

⁵ Банківська маржа у період 1991–1994 рр. становила у Болгарії – 14%, Хорватії – 527%, Чехії – 7%, Естонії – 13%, Угорщині – 7%, Польщі – 1%, Словаччині – 6%, Словенії – 52%, Латвії – 38%, Литві – 9%.

Таблиця 1.

**Класифікація етапів фіскальної політики
у трансформаційних економіках**

| Цілі | Сприятливі обставини | Ризики |
|---|---|---|
| I. Фінансова стабілізація (1989–1994 рр.) | | |
| <ul style="list-style-type: none"> • Обмеження частки державного сектора в економіці • Реструктуризація підприємств • Гальмування інфляції • Зміцнення грошової одиниці | <ul style="list-style-type: none"> • Зменшення субсидій • Лібералізація цін • Приватизація • Підвищення прибутковості • Списання зовнішнього боргу | <ul style="list-style-type: none"> • Соціальні виплати • безробітним • Конкуренція • Слабка податкова система • Монетарне «нависання» • Високі кошти гальмування інфляції • Доларизація • Спад виробництва • Вищі кошти обслуговування зовнішнього боргу |
| II. Перехід до стійкого економічного зростання (1995–1999 рр.) | | |
| <ul style="list-style-type: none"> • Поліпшення поточного рахунку • Підвищення довіри до економіки • Оптимізація зовнішніх запозичень | <ul style="list-style-type: none"> • Приватизація • «Акумуляція» економічних реформ • Пожвavlення виробництва | <ul style="list-style-type: none"> • Передчасна імплементація євростандартів • Підвищена вразливість до макроекономічних шоків |
| III. Підготовка до вступу до ЄС (2000–2004 рр.) | | |
| <ul style="list-style-type: none"> • Стимулювання ВВП • Виконання вимог <i>Acquis Communautaire</i> | <ul style="list-style-type: none"> • Гранти і субсидії з бюджету ЄС • Порівняно невисокий зовнішній борг • Довіра інвесторів • Зниження коштів зовнішніх запозичень | <ul style="list-style-type: none"> • Нестабільні потоки капіталу • Зростли соціальні вимоги |
| IV. Виконання Маастрихтських вимог (2005–2008 рр.) | | |
| <ul style="list-style-type: none"> • Обмеження сальдо бюджету на рівні 3% від ВВП • Антициклічне регулювання | <ul style="list-style-type: none"> • Зниження відсоткової ставки • Гранти і субсидії з бюджету ЄС | <ul style="list-style-type: none"> • Фінансування вимог євроінтеграції • Погіршення поточного рахунку • «Перегрів» економіки |
| V. Приєднання до EMU (орієнтовно з 2009 р.) | | |
| <ul style="list-style-type: none"> • Поліпшення координації з монетарною політикою • Антициклічне регулювання | <ul style="list-style-type: none"> • Зниження валютного ризику | <ul style="list-style-type: none"> • Погіршення поточного рахунку • Недостатня гнучкість цін і заробітної плати |

Сприятливі чинники вичерпалися достатньо швидко, і продовження фінансової стабілізації відбувалося вже за умов погіршення сальдо бюджету. На думку Д. Росаті, перехід до вищого дефіциту бюджету мав стихійний характер і пояснювався головним чином зменшенням надходжень у бюджет внаслідок спаду виробництва та недоліків законодавства [20: 49]. Проте М. Домбровські зауважує «вибухове» зростання соціальних видатків [1: 10]. Важко заперечити істотне збільшення виплат по безробіттю, на охорону здоров'я і пенсійне забезпечення [16: 18–19]. Наприклад, у Польщі додаткові видатки з бюджету стосувалися 4 млн. «дострокових» пенсіонерів та безробітних.

Доволі суперечливим є пояснення вищого дефіциту бюджету гальмуванням інфляції. Теоретично погіршення сальдо бюджету відбувається за умови, що збільшення реальної вартості урядових видатків (ефект Патінкіна) перевищує протилежне за наслідками збільшення надходжень у бюджет (ефект Олівери–Танці). Можна припустити, що комбінація видатків, що зросли, і недостатніх надходжень у бюджет зумовила вищий дефіцит бюджету. Однак у такому випадку на дефіцит бюджету вплинуло не так гальмування інфляції, як неефективний менеджмент і передчасна «соціалізація» фіскальної політики. Не виключено, що гальмування інфляції сприяло збільшенню виробництва і, таким чином, поліпшувало фіскальні показники.

Аргумент про підвищення коштів обслуговування державного боргу як чинника погіршення сальдо бюджету з погляду високої відсоткової ставки видається переконливим, але не таким, що виправдовує відкладення у часі фіскальної дисципліни. Якраз навпаки – скорочення дефіциту бюджету не лише обмежує потребу в запозиченнях державного сектора, а й створює тиск у бік зниження відсоткової ставки. Зі свого боку, достатньо контрастне зниження відсоткової ставки на перспективу дає змогу збільшити обсяг державного боргу.

Динаміка відсоткової ставки і обмінного курсу набула підвищеної ваги на етапі переходу до стійкого економічного зростання. Міркування рівноваги платіжного балансу схилили до політики поступового знецінення грошової одиниці у більшості країн. Супутнє підвищення відсоткової ставки не суперечило логіці вирівнювання платіжного балансу, оскільки, по-перше, обмежувало внутрішній попит, по-друге, полегшувало залучення іноземного капіталу через сприятливий диференціал відсоткових ставок. У принципі, скорочення дефіциту бюджету лише посилювало тенденцію до поліпшення сальдо поточного рахунку, але масштабному використанню рестрикційної фіскальної політики перешкоджала потреба у стимулюванні сукупного попиту.

Стабільність порівняно невисокого дефіциту бюджету під час переходу до стійкого економічного зростання, який умовно тривав упродовж другої половини 1990-х рр., можна пояснити балансуванням між підтриманням рівноваги платіжного балансу та наданням експансійних стимулів для реального сектора. Надмірний дефіцит бюджету може підірвати довіру і створити раптовий «реверс» потоків капіталу, як це трапилось у Чехії в 1997 р. З по-

дібних міркувань обмеження дефіциту бюджету є необхідним для поліпшення сальдо поточного рахунку. Не виключено, що скорочення дефіциту бюджету заохочуватиме приплив приватного капіталу, який, зі свого боку, з надлишком компенсуватиме зменшення сукупного попиту. Загалом експансійним може бути і профіцит бюджету, якщо сальдо поточного рахунку визначають попит і пропозиція товарів експорту-імпорту [5: 244–245].

Пожавлення виробництва і «кумулятивний» ефект від економічних реформ мали поліпшити фіскальну дисципліну. Таке припущення виглядає доволі переконливим для Словенії та Естонії, меншою мірою для Латвії та Чехії і малоімовірним для Угорщини та Польщі. Антиприклад створено у Болгарії, де значний дефіцит бюджету виник на тлі стрімкого спаду виробництва.

У Польщі та Угорщині погіршення сальдо бюджету зумовили намагання прискорити запровадження євростандартів, що вимагало збільшення урядових видатків. У Чехії своєчасну пересторогу створила фінансова криза 1997 р., яка мала фіскальне походження і завершилася девальвацією грошової одиниці – крони. Азіатська і російська фінансові кризи (1997–1998 рр.) не мали вагомego впливу на країни Східної Європи, що могло розглядатися свідченням підвищеної надійності, передусім найуспішніших країн «люксембурзької» групи. Відповідно, на етапі підготовки до вступу до ЄС виникли очікування вирішення двох головних завдань – стимулювання ВВП і виконання вимог *Acquis Communitarie* – за допомогою зовнішнього фінансування дефіциту бюджету. Країнами Балтії було обрано консервативнішу стратегію підтримання дефіциту бюджету в межах 3% від ВВП, що можна пояснити (серед інших причин) стрімкішим, ніж у решті країн-кандидатів, погіршенням від'ємного сальдо поточного рахунку, що становило у 2003 р. в Естонії і Латвії, відповідно, 13,7% і 9,0% від ВВП.

Станом на 1999 р. розрахунки для Естонії показували, що під час приєднання до ЄС урядові видатки зростуть на 2% від ВВП, а відсоткова ставка знизиться на 1% [22: 25–26]. З іншого боку, це можна розглядати як специфічний різновид «м'яких» бюджетних обмежень, коли надмірні видатки зумовлені отриманням фінансових ресурсів або присутністю додаткових гарантій на випадок перевищення урядових зобов'язань над активами.

Фінансування дефіциту бюджету позначилося збільшенням державного боргу – внутрішнього і зовнішнього. Зовнішній державний борг найвідчутніше зріс у Словаччині (рис. 2). З кінця 2001 р. поновилося збільшення державного зовнішнього боргу Польщі та Хорватії. Практично відносно зменшення зовнішнього боргу відбувається лише в Словенії. Поведінка країн «люксембурзької» групи загалом відповідає логіці міжчасової моделі оптимізації приватного і державного споживання: поточне погіршення сальдо бюджету з метою збільшення сукупного попиту може бути чинником майбутнього поліпшення фіскальної дисципліни за умов динамічного зростання ВВП і сприятливого зниження відсоткової ставки. Оптимальна політика країни з підвищеною відсотковою ставкою полягає у тому, щоби стратегічно

акумулювати зовнішній борг до деякої критичної межі і лише тоді перейти до радикального поліпшення сальдо бюджету з метою підвищення кредитного рейтингу та здешевлення державних запозичень. Інакше навіть дуже вагоме скорочення сальдо бюджету не матиме очікуваного впливу на вартість боргових зобов'язань, як це відбувалося в Італії на початку 1990-х рр. [14]. Поліпшення сальдо бюджету стає переконливим для інвесторів лише у випадках значної державної заборгованості. У такому контексті динамічне збільшення державного боргу напередодні вступу до ЄС не містить вагомих загроз, однак оптимістичні оцінки для окремих країн послаблює доволі високе значення відсоткової ставки. У країнах «люксембурзької» групи цей показник перебуває у межах від 5% до 11% (найвища відсоткова ставка в Словенії, а найдешевші кредитні ресурси – у країнах Балтії).

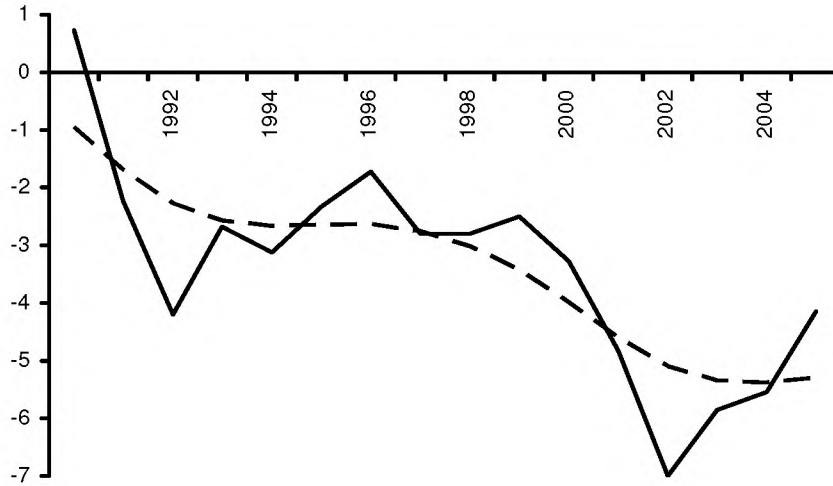
Характер змін поточного сальдо бюджету країн «люксембурзької» групи не заперечує логіки міжчасової оптимізації (рис. 3а), однак не обходиться без ризиків. По-перше, це може бути нестабільність потоків капіталу, які реагуватимуть на різницю відсоткових ставок упродовж доволі тривалого часу, навіть після вступу до ЄС. Ставка LIBOR позитивно корелює з показниками сальдо бюджету країн «люксембурзької» і «хельсінкської» груп: відповідно, – 0,62 і 0,67, тоді як для країн Балтії отримано від'ємний коефіцієнт кореляції (–0,72). Позитивна кореляція може означати, що приплив капіталу внаслідок його «витіснення» низькою ставкою LIBOR з європейських ринків поліпшує можливості фінансування дефіциту бюджету і таким чином погіршує фіскальну дисципліну. У такій інтерпретації низькі значення LIBOR сприяли не лише залученню іноземного капіталу, а й збільшенню дефіциту бюджету. Для випадку від'ємної кореляції логічно припустити, що підвищення ставки LIBOR зумовлює вищі кошти обслуговування зовнішнього боргу і, таким чином, тягне за собою збільшення дефіциту бюджету. По-друге, негативні наслідки від підвищення ставки LIBOR може посилювати «сильне» євро. Як показано О. Калабанею, підвищення обмінного курсу євро щодо американського долара веде до зниження темпу економічного зростання і підвищення відсоткової ставки [2: 54–57]. По-третє, перспектива майбутнього підвищення ВВП може виявитися перебільшеною внаслідок невисокої ефективності зроблених інвестицій.

Формально після вступу до ЄС наступна підготовка до запровадження євро вимагає дотримання обмежень на дефіцит бюджету (3% від ВВП) і державний борг (60% від ВВП). Виконання обох вимог передбачає достатньо високий темп економічного зростання. Окремі розрахунки показують, що дотримання Маастрихтських критеріїв вимагає щорічного зростання ВВП на 5% [9: 15]. Завдання виглядає доволі напруженим з огляду на одночасне виконання вимог *Acquis Communitarie*, і його може ускладнювати брак продуктивного зв'язку між економічним зростанням та надходженнями у бюджет.

Рисунок 3.

**Середні та рівноважні значення сальдо бюджету
в трансформаційних економіках (% від ВВП), 1990–2004 рр.**

а) країни «люксембурзької» групи



б) країни «хельсінкської» групи

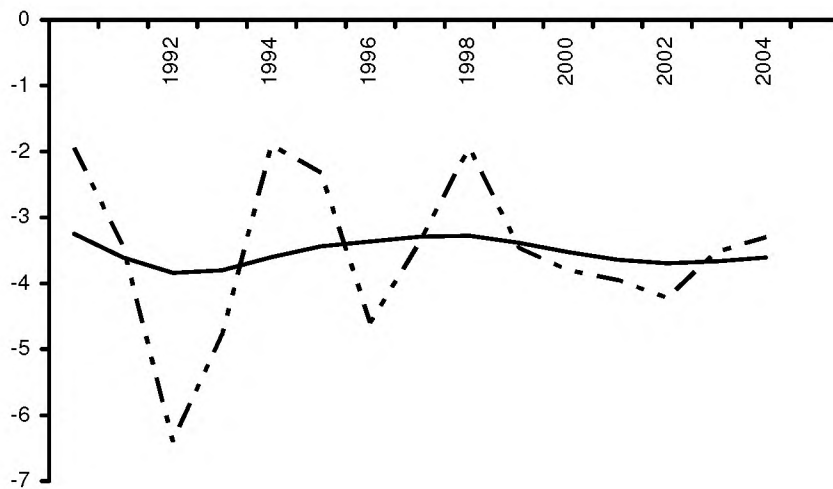
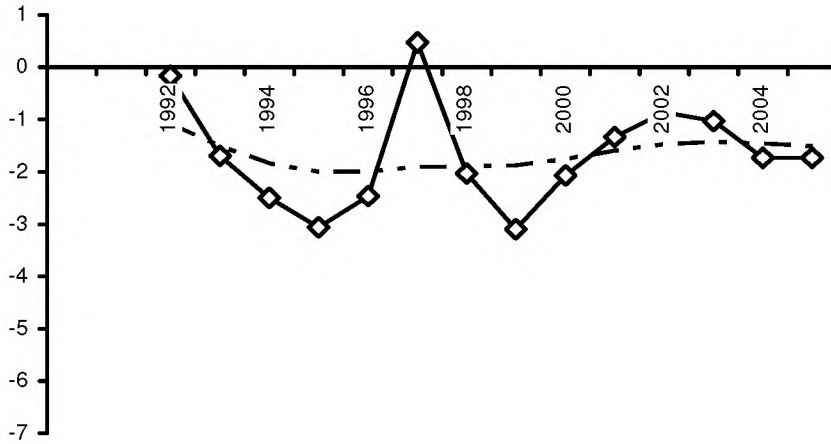
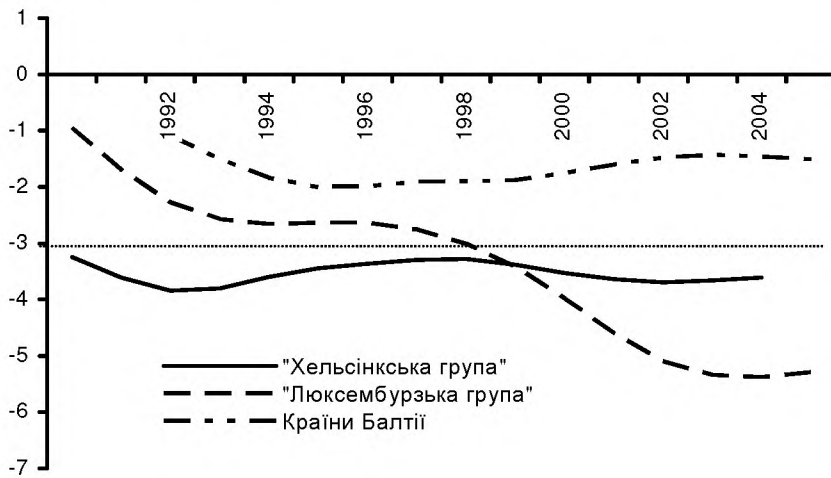


Рисунок 3 (продовження).

в) країни Балтії



г) рівноважні значення



Джерело: International Financial Statistics, Dresdner Bank, Bank Austria Creditanstalt, [21: 24].

Сприятливі наслідки від зниження відсоткової ставки може нівелювати погіршення сальдо поточного рахунку. Загалом здатність підтримувати достатньо високий дефіцит бюджету вирішальною мірою залежить від дотримання зовнішньої рівноваги. Потенційно ще однією загрозою може стати «перегрів» економіки та прискорення інфляції. Це вимагатиме обмеження сукупного попиту, що, зі свого боку, перешкоджатиме використанню сальдо бюджету для антициклічного регулювання економіки. Можливе стрімке зниження темпу зростання ВВП (на економічному жаргоні – «тверде приземлення») здійснюватиме небажаний зворотний вплив на сальдо бюджету.

На віддаленішу перспективу приєднання до ЄВС вимагатиме поліпшення координації фіскальної і монетарної політики з метою антициклічного регулювання економіки, що, зі свого боку, створює ризик погіршення поточного рахунку на випадок сповільнення темпу економічного зростання і використання експансійної політики для пожвавлення динаміки ВВП. Важливу проблему становить суперечливий характер більшості макроекономічних механізмів впливу фіскальної політики. Дієвість координації економічної політики загалом і умов проведення фіскальної політики зокрема визначатиме дієвість декількох найголовніших залежностей сальдо бюджету від: а) динаміки ВВП; б) відсоткової ставки; в) обмінного курсу; г) поточного рахунку. В принципі, підвищений (порівняно із «старими» країнами ЄС) темп економічного зростання як один з головних «продуктів» європейської інтеграції має забезпечити поліпшення фіскальної дисципліни, але за умови, що економічне зростання генерує належні надходження у бюджет. Розрахунок на зниження відсоткової ставки як чинника зменшення коштів обслуговування внутрішнього і зовнішнього державного боргу теж залежить від чутливості сальдо бюджету до цього показника. Додаткові труднощі створює залежність сальдо бюджету від потоків капіталу.

Емпіричні оцінки чинників сальдо бюджету. Для отримання емпіричних результатів використано річні дані 11 трансформаційних економік (Болгарія, Естонія, Латвія, Литва, Польща, Румунія, Словаччина, Словенія, Угорщина, Хорватія, Чехія) за період 1990–2003 рр. з довідкового видання МВФ «*International Financial Statistics*» та інформаційного бюлетеня банку «*CEE Report*», який розповсюджує аналітичний підрозділ банку «*Austria Creditanstalt*». Було вивчено вплив на сальдо бюджету BD_t (% від ВВП) низки внутрішніх і зовнішніх чинників: CA_t – поточний рахунок (% від ВВП), Y_t – темп зростання ВВП, $LIBOR_t$ – ставка Лондонського ринку міжбанківських кредитів, r_t – відсоткова ставка (всі показники у %), E_t – номінальний обмінний, $EURO_t$ – обмінний курс євро до американського долара. Для емпіричного оцінювання просторово-часової (панельної) вибірки даних застосовано метод найменших квадратів (OLS). З метою перевірки стійкості отриманих результатів використано декілька альтернативних специфікацій статистичної моделі сальдо бюджету.

Отримані оцінки чинників сальдо бюджету для вибірки всіх 11 трансформаційних економік представлено у табл. 2. Для врахування специфіки окремих країн використано відповідні фіктивні змінні. Згідно з тестом Фіше-

ра, усі специфікації виявилися статистично значущими на рівні 1%. Коефіцієнт детермінації R^2 показує, що включені змінні пояснюють близько 30% змін сальдо бюджету. Критерій Дарбіна–Уотсона DW не виявляє помітної автокореляції залишків, що дає змогу здійснювати коректну інтерпретацію отриманих результатів. Оцінки чинників сальдо бюджету для сукупної вибірки не виявляють залежності сальдо бюджету від жодного з включених макроекономічних чинників (табл. 2). Незалежно від обраної специфікації, сальдо бюджету виявляє помірковану інерційність (статистично значущий на рівні 1% коефіцієнт при BD_{t-1} перебуває у межах від 0,27 до 0,43). Це означає, що сподівання на раптове поліпшення фіскальної дисципліни потрібно оцінювати доволі обережно. Відсутність залежності від окремих макроекономічних чинників може означати, що зазначені чинники мають специфічний вплив залежно від індивідуальних особливостей окремих країн або виявляють певну універсальність лише в межах певної групи країн, об'єднаних спільними характеристиками. Звичайно, особливості інтеграційного процесу заслуговують на першочергову увагу в такому контексті.

Таблиця 2.

Чинники сальдо бюджету в трансформаційних економіках, 1990–2003 рр.

| Незалежні змінні | Залежна змінна – BD_t | | | | |
|------------------|-------------------------|-------------------|-------------------|--------------------|-------------------|
| | I | II | III | IV | V |
| BD_{t-1} | 0,360 (4,321*) | 0,334 (3,959*) | 0,432 (4,566*) | 0,340 (4,018*) | 0,345 (4,188*) |
| Y_{t-1} | 0,047 (0,589) | – | 0,128 (0,035) | – | – |
| CA_t | 0,140 (1,580) | – | – | – | – |
| $LIBOR_t$ | – | 0,063 (0,855) | – | – | – |
| E_t | – | – | 0,128 (1,564) | – | – |
| r_t | – | – | – | –0,031 (–0,377) | – |
| $EURO_t$ | – | – | – | – | 0,052 (0,713) |
| R^2 | 0,29 | 0,28 | 0,28 | 0,28 | 0,27 |
| F-тест | 4,50* | 4,78* | 4,54* | 4,54* | 4,38* |
| DW | 1,88 | 1,82 | 1,87 | 1,77 | 1,81 |

Примітка: * означає статистичну значущість на рівні 1% (** – 5%, *** – 10%).

Таблиця 3.

**Чинники сальдо бюджету в країнах «люксембурзької» групи,
1990–2003 рр.**

| Незалежні змінні | Залежна змінна – BD_t | | | | |
|---------------------|-------------------------|--------------------|---------------------|--------------------|--------------------|
| | VI | VII | VIII | IX | X |
| BD_{t-1} | 0,357 (2,718*) | 0,196 (1,419) | 0,397 (3,057*) | 0,328 (2,521**) | 0,207 (1,511) |
| Y_{t-1} | 0,289 (2,443**) | – | 0,263 (2,188**) | 0,361 (2,930**) | 0,243 (2,153**) |
| CA_t | 0,314 (2,261**) | – | – | – | 0,407 (2,993*) |
| $LIBOR_t$ | – | 0,319 (2,734**) | – | – | – |
| E_t | – | – | 0,205 (1,643***) | – | 1 |
| r_t | – | 1 | 1 | 0,385 (2,557**) | – |
| $EURO_t$ | – | – | – | – | 0,283 (2,495**) |
| R^2 | 0,43 | 0,44 | 0,40 | 0,47 | 0,50 |
| F-тест | 6,06* | 7,38* | 5,72* | 6,76* | 6,77* |
| DW | 1,96 | 1,85 | 1,74 | 1,81 | 1,83 |

Примітка: * означає статистичну значущість на рівні 1% (** – 5%, *** – 10%).

Якісно відмінними виявилися результати для країн «люксембурзької» групи (табл. 3). Включені незалежні змінні пояснюють 40–50% змін сальдо бюджету, а більшість отриманих регресійних коефіцієнтів відрізняються високою статистичною значущістю. Проведене дослідження не заперечує сприятливої залежності сальдо бюджету найбільш просунутих на шляху європейської інтеграції країн від зростання ВВП, адже отриманий коефіцієнт виявився порівняно високим і статистично значущим на рівні 5%. У дослідженні Х. Бергера, Г. Копітца та І. Шекелі відповідний коефіцієнт становить 0,32 [7: 9], що приблизно відповідає нашим результатам. Щорічне зростання ВВП на 4%, як це прогнозують для країн «люксембурзької» групи на 2004–2005 рр. експерти банку «Austria Creditanstalt», поліпшить сальдо бюджету приблизно на 1,2% від ВВП. Прискорення темпу зростання ВВП до 6% річних збільшує цей показник до 1,7% від ВВП, однак цього теж недостатньо для повернення сальдо бюджету в межі Маастрихтського критерію для більшості новоприйнятих країн ЄС. Напрошується висновок, що для поліпшення фіскальної дисципліни не уникнути адміністративних заходів із

збільшення податкових надходжень та обмеження урядових видатків. Насторожує, що для коротшої вибірки 1995–2003 рр. коефіцієнт при Y_{t-1} втрачає статистичну значущість. Такий результат може означати послаблення стимулів для збору податків під час припливу капіталу.

Прямий зв'язок між підвищенням ставки LIBOR і поліпшенням сальдо бюджету відповідає наведеним вище коефіцієнтам кореляції та посилює аргументацію про приплив капіталу як можливий чинник послаблення фінансової дисципліни. Безпосередній вплив $LIBOR_t$ на фінансову дисципліну простежується дуже виразно: підвищення цього показника на 5% поліпшує сальдо бюджету на 1% від ВВП (специфікація VI). Отриманий результат підтверджує гіпотезу, що погіршення сальдо бюджету в 2000–2003 рр. спровоковано сприятливими зовнішніми умовами.

Пов'язане з припливом капіталу або самостійне погіршення сальдо поточного рахунку може стати серйозною проблемою для фінансової політики (специфікації VI і X), адже кожен відсоток від'ємного сальдо поточного рахунку позначає збільшення дефіциту бюджету на 0,3% від ВВП. Орієнтація на «інвестиційне» від'ємне сальдо поточного рахунку виразно суперечить підтриманню фінансової дисципліни. Новоприйнятим східноєвропейським країнам-членам ЄС потрібно знаходити шляхи поліпшення сальдо експорту-імпорту, що виглядає дуже ризикованим у випадку поспішного приєднання до ЄВС. Опосередковано поліпшення поточного рахунку треба очікувати від підвищення ставки LIBOR, оскільки це обмежує приплив капіталу, передусім у вигляді портфельних інвестицій.

Зниження обмінного курсу є вагомим чинником поліпшення сальдо бюджету (специфікація VIII). Використання можливостей знецінення грошової одиниці на 15% від рівноважного значення, як це визначено одним з Маастрихтських критеріїв, поліпшує сальдо бюджету на 3%. Примітно, що обмінний курс євро/долар впливає на сальдо бюджету подібно до девальвації грошової одиниці (специфікація X). Отриманий результат може відображати такий причинно-наслідковий зв'язок: знецінення євро створює стимули для збільшення експорту, що веде до збільшення обсягів виробництва, яке, зі свого боку, сприяє збільшенню податкових надходжень. Інша аргументація може стосуватися впливу капіталу у зв'язку з антиінфляційним підвищенням відсоткової ставки у країнах єврозони, що уподібнюється впливу ставки LIBOR.

Доволі несподіване підвищення відсоткової ставки погіршує сальдо бюджету (специфікація IX), що найлегше пояснити щільним зв'язком між національною і «світовою» відсотковими ставками в економіках з високою мобільністю капіталу. Принагідно зауважити, що, з точки зору коштів обслуговування зовнішнього боргу, органічніше виглядав би обернений зв'язок між відсотковою ставкою і сальдо бюджету.

Висновки. Проведений аналіз виявив виразну подібність фінансової політики досліджуваних країн Східної Європи на етапах фінансової стабілізації і переходу до стійкого економічного зростання (до середини 1990-

х рр.), а саме: початкове поліпшення сальдо бюджету надалі змінилося поступовим погіршенням фіскальної дисципліни. Водночас напередодні вступу до ЄС значно збільшився дефіцит бюджету в найбільших і найуспішніших східноєвропейських країнах «люксембурзької» групи, що схиляє до висновку про обумовленість відмінностей у фіскальній політиці ступенем готовності до євроінтеграції. Окрім виконання вимог *Acquis Communautaire*, засадничими підставами відчутного погіршення сальдо бюджету могла стати залежність цього показника від кон'юнктури зовнішніх фінансових ринків, як це уособлює ставка LIBOR, та намагання реалізувати переваги міжчасової оптимізації приватного і державного споживання у розрахунку на майбутнє збільшення доходу та зниження відсоткової ставки. Емпіричний зв'язок між ставкою LIBOR і сальдо бюджету простежується дуже виразно. Відчутне збільшення дефіциту бюджету в країнах «люксембурзької» групи в 2000–2003 рр. виглядає наслідком стрімкого зниження ставки LIBOR, яке здешевило зовнішні запозичення і створило стимули для припливу приватного капіталу на місцеві фінансові ринки. Емпіричне дослідження також виявило прямий зв'язок між зростанням ВВП і сальдо бюджету в країнах «люксембурзької» групи, якого бракує у розширеній вибірці 11 країн. Можна передбачити, що в міру наближення «хельсінкської» групи до вступу до ЄС відбудуватиметься подібне погіршення сальдо бюджету, оскільки можливості залучення капіталу виглядають проблематичнішими, а слабкість зв'язку між зростанням ВВП та сальдо бюджету викликає певне занепокоєння. Подальше розв'язання проблем фіскальної політики в групі новоприйнятих країн-членів ЄС залежить від ефективності механізмів міжчасової оптимізації приватного і державного споживання. Проте поширені в літературі сподівання щодо еволюційного вирішення питань фіскальної дисципліни виглядають значно перебільшеними. Для зниження сальдо бюджету до прийнятого рівня, визначеного відповідним Маастрихтським критерієм — 3% від ВВП, потрібні рішучі адміністративні заходи. У ширшому контексті міжчасової оптимізації приватного і державного споживання може перешкодити нестабільність потоків капіталу та зміцнення обмінного курсу євро/долар. Можливості девальвації грошової одиниці варто зберігати для поліпшення сальдо бюджету.

Література

1. Домбровски М. Фискальные проблемы в период трансформации // Исследование и анализ. — 1999. — № 122. — Варшава: CASE. — 35 р.
2. Калабаня О. Вплив динаміки євро на макроекономічні показники країн Східної Європи / Вісник НБУ. — 2003. — № 12. — С. 54–57.
3. Податкова реформа в Україні на фоні польського досвіду // Економічні есе. — Вип. 3 (14). — К.: Інститут реформ, 2002. — 81 с.
4. Річний звіт Національного банку України за 2000 рік. — Київ, 2000. — 38 с.

5. Шевчук В. Платіжний баланс і макроекономічна рівновага в трансформаційних економіках: досвід України. – Львів: Каменяр, 2001. – 495 с.
6. Шевчук В., Гуменна Л., Чупик І. Проблема «подвійного дефіциту» – бюджету і платіжного балансу – в перехідних економіках / Вісник ЛКА. – Вип. 7. – Львів: Коопосвіта, 2000. – С. 62–68.
7. Berger, H., G. Kopits, and I. Székely. Fiscal Indulgence in Central Europe: Loss of the External Anchor? *Working Paper* No. 62. – Washington: IMF, 2004. – 22 p.
8. Billoft K. Privatisation: Recent Trends // *Financial Market Trends*. – 1997. – March. – No. 66. – 21 p.
9. Buitter W. Aspects of Fiscal Performance in Some Transition Economies Under Fund-Supported Programs. *Working Paper* No. 31. – Washington: IMF, 1997. – 57 p.
10. Chalk N., Hemming R. Assessing Fiscal Sustainability in Theory and Practice. *Working Paper* No. 81. – Washington: IMF, 2000. – 27 p.
11. Ca'Zorzi M., and R. De Santis. The Admission of Accession Countries to an Enlarged Monetary Union: A Tentative Assessment. *Working Paper* No. 216. – Frankfurt: ECB, 2003. – 42 p.
12. Cline W. International Debt Reexamined. – Washington: Institute of International Economics, 1995. – 535 p.
13. De Melo, M., C. Denizer, and A. Gelb. From Plan to Market: Patterns of Transition // *Macroeconomic Stabilization in Transition Economies*. – Cambridge: The Cambridge University Press, 1997. – P. 17–71.
14. Drudi F., and A. Prati. Signalling Fiscal Regime Sustainability. *Working Paper* No. 86. – Washington: IMF, 1999. – 38 p.
15. Hemming R., Petrie M. A Framework for Assessing Fiscal Vulnerability. *Working Paper* No. 52. – Washington: IMF, 2000. – 21 p.
16. Herr H., Tober S., Westphal A. Output Collapse and Economic Recovery in Central and Eastern Europe // *Macroeconomic Problems of Transformation: Stabilization Policies and Economic Restructuring* / Herr H., Tober S., Westphal A. (eds.). – London; N.Y.: Edward Elgar, 1994. – P. 1–44.
17. Kopits G. Implications of EMU for Exchange Rate Policy in Central and Eastern Europe. *Working Paper* No. 9. – Washington: IMF, 1999. – 41 p.
18. Marangos J. Was Shock Therapy Really a Shock? // *Journal of Economic Issues*. – 2003. – Vol. XXXVII. – No. 4. – P. 943–966.
19. Pisauo G. Intergovernmental Relations and Fiscal Discipline: Between Commons and Soft Budget Constraints. *Working Paper* No. 65. – Washington: IMF, 2001. – 30 p.

20. Rosati D. Endogenous Budget Deficits During Transition: The Mechanism and Policy Response // *Macroeconomic Problems of Transformation: Stabilization Policies and Economic Restructuring* / Herr H., Tober S., Westphal A. (eds.). – London; N. Y.: Edward Elgar, 1994. – P. 45–76.
21. Tanzi V., Tsibouris G. Fiscal Reform Over Ten Years of Transition. *Working Paper* No. 113. – Washington: IMF, 2000. – 31 p.
22. Weber R., Taube G. On the Fast Track to EU Accession: Macroeconomic Effects and Policy Challenges for Estonia. *Working Paper* No. 156. – Washington: IMF, 1999. – P. 1–41.

Стаття надійшла до редакції 9 вересня 2004 р.