ЛЬВІВСЬКИЙ НАЦІОНАЛЬНИЙ УНІВЕРСИТЕТ ІМЕНІ ІВАНА ФРАНКА
МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ

Кваліфікаційна наукова
праця на правах рукопису

КОЗАКЕВИЧ ОЛЬГА РОМАНІВНА

УДК 336.02:338,23(477)

ДИСЕРТАЦІЯ

ФІСКАЛЬНА ПОЛІТИКА У ЗАБЕЗПЕЧЕННІ СТАБІЛЬНОСТІ ВАЛЮТНОГО РИНКУ УКРАЇНИ

08.00.08 – гроші, фінанси і кредит

Подається на здобуття наукового ступеня кандидата економічних наук

Дисертація містить результати власних досліджень. Використання ідей, результатів і текстів інших авторів мають посилання на відповідне джерело
_____ О. Р. Козакевич

Науковий керівник: Крупка Ігор Михайлович,
канд. екон. наук, доцент

Львів – 2019

АНОТАЦІЯ

Козакевич О. Р. Фіскальна політика у забезпеченні стабільності валютного ринку України. – Кваліфікаційна наукова праця на правах рукопису.

Дисертація на здобуття наукового ступеня кандидата економічних наук за спеціальністю 08.00.08 – гроші, фінанси і кредит. – Львівський національний університет імені Івана Франка, Львів, 2019.

Дисертацію присвячено комплексному теоретико-аналітичному й економіко-математичному обґрунтуванню впливу фіскальної політики на стабільність валютного ринку України та розробленню практичних рекомендацій щодо заходів стабілізації вітчизняного валютного ринку з урахуванням змін у динаміці основних фіскальних важелів таких як державні доходи, державні видатки та державний борг в умовах необхідності досягнення макрофінансової стабільності національної економіки.

Автором критично опрацьовані тлумачення понять «валютний ринок», «волатильність валютного ринку», «макрофінансова стабільність». Сформульовано авторське розуміння поняття «стабілізація валютного ринку». В процесі дослідження виокремлено чотири групи факторів та визначено чинники, які впливають на кон'юнктуру валютного ринку.

У контексті поставлених завдань та тематики дослідження встановлено, що фіскальна політика є вагомою складовою комплексу стратегічних заходів фінансової політики держави у забезпеченні довгострокової валютно-курсової та макрофінансової стабільності. Визначено, що вплив фіскальної політики на кон'юнктуру валютного ринку здійснюється не безпосередньо, а опосередковано через систему чинників таких як: внутрішній валовий дохід, грошова маса, процентна ставка, рівень цін та режим курсоутворення. На основі базової теоретичної моделі фіскально-монетарної взаємодії (модель Манделла-Флемінга) обґрунтовано вплив експансійної та рестрикційної фіскальної політики на кон'юнктуру валютного ринку з урахуванням залежності сукупної пропозиції від реального обмінного курсу за плаваючого

та фіксованого валютного курсів при обмеженій мобільності капіталу в малій відкритій економіці.

Встановлено причинно-наслідкові зв'язки між важелями фіскальної політики та кон'юнктурою валютного ринку, що надало можливість визначити вплив державних доходів і видатків, дефіциту бюджету та державного боргу на попит і пропозицію іноземної валюти й валютні резерви. Встановлено, що ефективність взаємодії фіскальної та монетарної політики у забезпеченні стабільності валютного ринку має ґрунтуватись на координації фіскальної, монетарної та боргової складових й передбачати узгодженість дій між урядом та центральним банком щодо регулювання грошової маси, відсоткової й валютно-курсової політик у поєднання цілей, процедур й інструментарію координації.

Проведено аналіз тенденцій функціонування валютного ринку України та основних показників фіскальної політики, що дало змогу встановити, що вітчизняний валютний ринок є сформованим, однак, з огляду на високий рівень доларизації, неефективну бюджетно-податкову і боргову політику – забезпечення його стабільності потребує ґрунтовного і системного аналізу широкого спектру факторів, в розрізі основних показників фіскальної та монетарної політик в системі управління державними фінансами.

Виявлено проблеми стабілізації вітчизняного валютного ринку. Ключовими ризиками його функціонування визначено високий рівень невизначеності стосовно зовнішніх фінансових ринків, значне погіршення платіжного балансу, а також високий рівень зовнішнього боргу України. Акцентовано, що збереження курсової стабільності у довгостроковій перспективі ускладнюється наслідками реструктуризації державного боргу 2015 р., а у короткостроковому періоді тимчасовій стабілізації валютного ринку сприяли надходження від ОВДП. Зауважено, що значна частка боргових зобов'язань державного сектора номінована в іноземній валюті, що в свою чергу, є дестабілізуючим фактором вітчизняного валютного ринку. З'ясовано, що використання ОВДП не може виступати фундаментальним чинником

стабілізації валютного ринку України, оскільки утримання значних обсягів ОВДП у портфелі НБУ та інших державних банків здійснюється за рахунок витрат державного бюджету: погашення відбувається за рахунок коштів залучених в рамках фінансування бюджету, а обслуговування – за рахунок урядових видатків.

Проведено аналіз динаміки видатків державного бюджету на основі якого з'ясовано, що збільшення обсягів державних видатків зумовлене зростанням величини державних запозичень, а розмір державного боргу спричинений не дефіцитом бюджету, а зростанням обсягів виплат за борговими зобов'язаннями, що у свою чергу дестабілізує ситуацію на валютному ринку. З'ясовано, що надмірна, дохідність гривневих ОВДП посилює борговий тиск на державний бюджет і значною мірою є наслідком підвищення відсоткових ставок за депозитними сертифікатами НБУ, перетворюючи банківський сектор на пасивного інвестора національної економіки. Акцентовано, що значний обсяг видатків бюджету на обслуговування боргу зменшує можливості фінансування соціально-економічних потреб країни, що в багатьох випадках призводить до зниження якості соціального капіталу та зменшення доступності суспільних послуг для широких верств населення.

На основі емпіричних оцінок проаналізовано вплив надходжень до бюджету на валютний ринок, який реалізується кількома шляхами: виконанням податкових зобов'язань; підвищенням попиту на гроші та обмеженням можливостей для придбання іноземної валюти. З'ясовано, що державні видатки впливають як на попит, так і пропозицію іноземної валюти за допомогою: змін у пропозиції грошової маси; очікувань інфляції і обмінного курсу (зазвичай у міжчасовому контексті) а також змін платіжного балансу та особливостей траєкторії державного боргу. Зауважено, що у вітчизняній доларизованій економіці купівля-продаж іноземної валюти населенням може вважатися досить точним індикатором механізмів впливу фіскальної політики на валютний ринок, набагато кращим, ніж безготівкові операції на міжбанківському ринку з декількох міркувань: відсутність адміністративних

обмежень, що можуть спотворювати вплив фіскальної політики; немає спотворень у вигляді валютних інтервенцій центрального банку, які зазвичай не мають стосунку до фіскальної політики; в економіці сировинного типу на купівлю-продаж іноземної валюти населенням значно менше впливають такі чинники, як умови торгівлі чи нецінова кон'юнктура зовнішніх ринків, ніж це у випадку операцій на міжбанківському ринку.

За допомогою економіко-математичного моделювання доведено, що вищі урядові видатки підвищують довгостроковий попит на іноземну валюту і водночас обмежують її продаж населенням. Натомість збільшення надходжень до бюджету стимулює продаж іноземної валюти, що можна пояснити як потребою виконання податкових зобов'язань, так і підвищенням довіри до економіки. Проведене дослідження підтверджує, що економічно необґрунтоване зростання видатків бюджету, в тому числі через неефективну боргову політику, не може виступати чинником макрофінансової стабілізації та стабілізації валютного ринку зокрема, оскільки не лише стимулює попит на іноземну валюту, але й зменшує валютні резерви, що послаблює гарантії фінансової стабільності держави. З-поміж інших емпіричних результатів вартує уваги, що придбання іноземної валюти істотно залежить від обсягів її продажу в обох аспектах – коротко- і довгостроковому, а зменшення попиту на іноземну валюту внаслідок девальвації гривні або надходжень від працюючих за кордоном має виразний довгостроковий характер.

У процесі дослідження з'ясовано, що акумуляція державного боргу в Україні виступає важливим чинником валютного ризику, що провокує кризові явища і створює перешкоди для економічного зростання. Зокрема, на найближчі роки перешкоджатимуть виплати за ВВП-варантами (після реструктуризації зовнішнього державного боргу в 2015 р.), які передбачають прогресію виплат при зростанні річного приросту ВВП. Для підвищення ефективності державної боргової політики рекомендовано передбачити поступове скорочення обсягу державного й гарантованого державою боргу до 60% ВВП, збалансування його структури за видами валют, зниження вартості

зовнішніх запозичень та покращення умов співробітництва з міжнародними фінансовими організаціями, а також зростання частки гривневих зобов'язань у структурі державного боргу до рівня 50% та активізації внутрішнього ринку державних цінних паперів; поліпшення координації цілей та інструментарію боргової, монетарної й фіскальної політики, взаємодії між Держказначейством, Міністерством фінансів й Національного банку.

Встановлено, що збільшення надходжень до бюджету здатне полегшити обслуговування державного боргу не лише безпосередньо – через акумуляцію відповідних коштів, але й опосередковано – за допомогою зміцнення грошової одиниці. Задля підвищення ефективності податкової політики як чинника забезпечення валютно-курсової стабільності України запропоновано: знизити ставки податків на прибуток підприємств та відповідної бази оподаткування (з одночасним проведенням якісних антикорупційних заходів); знизити рівень податкового навантаження до 29% від ВВП; відмовитися від квазі податків та податків, що неефективні з погляду адміністрування, а також від пільг для вітчизняних корпоративних структур інкорпорованих за кордоном. Важливими повинні стати реалізація плану BEPS та підвищення ефективності боротьби з контрабандою.

Отримані результати засвідчили, що для реалізації цілей фіскальної політики необхідно продовжити заходи фіскальної консолідації, передусім за рахунок: забезпечення програмної класифікації видатків на основі сформованих місій міністерств, переліку цілей та завдань (зі запровадженням строгої звітності; впровадження середньострокового бюджетного планування на засадах ПЦМ, що передбачало б затвердження стратегічних планів діяльності міністерств; надання бюджетній політиці стратегічного характеру на основі посилення фіскальної дисципліни на всіх рівнях бюджетної системи; нівелювання залежності від політичної кон'юнктури та «ручного» управління державними видатками; створення програми бюджетної стратегії на основі Закону України «Про стратегічне планування», що мала б чітко визначити макропараметри фіскальних агрегатів і граничних обсягів дефіциту (профіциту)

державного бюджету, обсягів державного боргу і надання державних гарантій, державних капітальних вкладень; перетворення видатків на оборону на стимулятор розвитку національної економіки на засадах впровадження ринкових принципів розподілу оборонних видатків в межах внутрішнього ринку.

Емпіричні оцінки дали змогу отримати такі результати: урядові видатки потужно залежать від надходжень до бюджету, попит і пропозиція іноземної валюти визначають 12% змін урядових видатків. У циклічному контексті продаж іноземної валюти перестає залежати від надходжень до бюджету. Так само немає залежності від урядових видатків та купівлі іноземної валюти населенням. Доведено, що збільшення надходжень до бюджету обмежує попит на іноземну валюту (ефект триває близько року). Величину грошового «навісу» обмежують надходження до бюджету, тоді як залежності від урядових видатків практично немає.

Задля стабілізації національної грошової одиниці України запропоновано: враховувати динаміку обмінного курсу при визначенні облікової ставки НБУ; подолати надмірне заниження обмінного курсу гривні, відмовитися від практики визначення щорічного орієнтира обмінного курсу при прийнятті державного бюджету. Враховуючи вагомий вплив фіскальної політики на стабільність валютного ринку, ефективна монетарна політика НБУ неможлива без досягнення збалансованого бюджету, що повинно стати кінцевою метою фіскальної консолідації.

Отримані наукові результати, рекомендації та пропозиції щодо підвищення ефективності державної фіскальної політики сприятимуть стабілізації валютного ринку України.

Ключові слова: фіскальна політика, фіскальні важелі, стабільність валютного ринку, монетарна політика, фіскально-монетарний менеджмент, детінізація, деофшоризація, фіскальна консолідація, макрофінансова стабільність.

ANNOTATION

Kozakevych O. R. Fiscal policy in ensuring stability of the currency market of Ukraine. - Qualifying scientific work on the rights of the manuscript.

Thesis for a Candidate Degree in Economics specialty 08.00.08 - money, finance and credit. – Ivan Franko National Universityof Lviv, Lviv, 2019.

The thesis is devoted to a comprehensive theoretical-analytical and economicmathematical study of the impact of fiscal policy on the stability of the exchange market of Ukraine and development of practical recommendations on measures to stabilize the domestic foreign exchange market, taking into account changes in the dynamics of the major fiscal levers, such as government revenues, government spending and the national debt in terms of the need to achieve macrofinancial stability of the national economy.

The author critically worked out the interpretation of the concepts "currency market", "currency market volatility", "macrofinancial stability". The author's understanding of the concept of "stabilization of the currency market" is formulated. In the process of scientific research, it was found that the economic content of the foreign exchange market is the sector of the money market, where demand and supply for such a specific commodity as currency is balanced. Object of purchase and sale are currency values, and subjects of the market – any economic agents and intermediaries. Although the stability of the foreign exchange market is determined by the relationship between supply and demand, the study identified other influential factors that increase the level of volatility of exchange rate fluctuations. In the thesis, four groups of factors are allocated and the factors influencing a conjuncture of the currency market are defined.

In the context of the set tasks and the subject of the study, it is established that fiscal policy is a significant component of the complex of strategic measures of the financial policy of the state in ensuring long-term exchange rate and macrofinancial stability. It is determined that the fiscal policy on the foreign exchange market influences not directly, but indirectly through a system of factors such as: gross domestic income, money supply, interest rate, price level and exchange rate regime.

On the ground of the basic theoretical model of fiscal and monetary policy (Mundell–Fleming model), the influence of expansionary and restrictive fiscal policy on the foreign exchange market situation is substantiated, taking into account the dependence of aggregate supply on the real exchange rate for floating and fixed exchange rates with limited capital mobility in a small open economy.

The author substantiates the causal relationship between the levers of fiscal policy and the foreign exchange market, which made it possible to determine the impact of government revenues and expenditures, budget deficit and public debt on the supply and demand of foreign currency and foreign exchange reserves. The efficiency of the interaction between fiscal and monetary policy in ensuring stability of the currency market should be based on the coordination of fiscal, monetary and debt components and to provide consistency of action between the government and the central bank to regulate money supply, interest and exchange rate policies in combination of the objectives, procedures and tools coordination.

The analysis of trends in the functioning of the currency market of Ukraine and the main indicators of fiscal policy, which allowed us to establish that the domestic currency market is formed, however, given the high level of dollarization, inefficient fiscal and debt policy-ensuring its stability requires a thorough and systematic analysis of a wide range of factors in the context of the main indicators of fiscal and monetary policies in the public finance management system.

The problems of stabilization of the domestic currency market are revealed. The key risks of its operation are a high level of uncertainty in relation to external financial markets, a significant deterioration in the balance of payments, as well as a high level of external debt of Ukraine. It was emphasized that maintaining exchange rate stability in the long term is complicated by the impacts of restructuring of government debt in 2015 and in the short term, temporary stabilization of the foreign exchange market contributed income from domestic government bonds. It is noted that a significant share of public sector debt is denominated in foreign currency, which in turn is a destabilizing factor of the domestic currency market. It was found that the use of domestic government bonds can not act as a fundamental factor in

stabilizing the currency market of Ukraine, since the maintenance of significant amounts of domestic government bonds in the portfolio of the National Bank of Ukraine and other state banks is carried out at the expense of the state budget: repayment occurs at the expense of funds raised in the framework of budget financing, and maintenance - at the expense of government spending.

The analysis of the dynamics of state budget expenditures on the basis of which it was found that the increase in public spending due to the growing size of government borrowing and public debt is caused not by the budget deficit and growth of debt service, which in turn destabilize the situation on the currency market. It was found that the excess yield of hryvnia domestic government bonds increases the debt pressure on the state budget and is largely a consequence of the increase in interest rates on deposit certificates of the National Bank of Ukraine, turning the banking sector into a passive investor in the national economy. It is emphasized that a significant amount of budget expenditures on debt service reduces the possibility of financing the socio-economic needs of the country, which in many cases leads to a decrease in the quality of social capital and a decrease in the availability of public services for the general population.

On the basis of empirical estimates, the impact of budget revenues on the foreign exchange market is analysed, which is realized in several ways: the fulfilment of tax obligations; increasing demand for money and limiting opportunities for the purchase of foreign currency. It is found that government spending affects both the demand and supply of foreign currency by: changes in the supply of money supply; expectations of inflation and exchange rate (usually in an intertemporal context), as well as changes in the balance of payments and features of the trajectory of public debt. Noticed that in the country's dollarized economy, the purchase and sale of foreign currency by the population can be considered a fairly accurate indicator of mechanisms of influence of fiscal policy on the currency market, much better than the non-cash transactions in the interbank market for several reasons: the lack of administrative restrictions, which can distort the impact of fiscal policy; there is no distortion in the form of currency interventions of the central bank, which are usually

unrelated to fiscal policy; in the economy, a resource based on the purchase and sale of foreign currency by the population is much less influenced by such factors as terms of trade or non-price conditions on external markets, than that in the case of transactions on the interbank market.

With the help of economic and mathematical modelling, it is proved that higher government spending increases the long-term demand for foreign currency and at the same time limits its sale to the population. Instead of increasing budget revenues, it stimulates the sale of foreign currency, which can be explained both by the need to fulfill tax obligations and by increasing confidence in the economy. The study confirms that economically unjustified growth of budget expenditures, including for inefficient debt policy, can not act as a factor of macro-financial stabilization and stabilization of the foreign exchange market in particular, since it not only stimulates demand for foreign currency, but also reduces foreign exchange reserves, which weakens the guarantees of financial stability of the state. Among other empirical results, it is worth noting that the acquisition of foreign currency significantly depends on the volume of its sale in both aspects – short- and long-term, and the decrease in demand for foreign currency due to the devaluation of the hryvnia or income from working abroad has a distinct long-term character.

In order to neutralize the impact of risks of destabilization of the foreign exchange market in Ukraine, it is proposed: to provide an appropriate degree of liquidity of the national currency; to optimize the mechanism of effective regulation of the balance of payments and the formation of equilibrium in the foreign exchange market; to establish and maintain the optimal rate of the national currency and to form a stable monetary system.

The study found that the accumulation of public debt in Ukraine is an important factor of currency risk, which provokes crisis phenomena and creates obstacles to economic growth. In particular, in the coming years, payments on GDP will be hampered by warrants (after the restructuring of external public debt in 2015), which assume the progression of payments with the increasing of annual GDP growth. To improve the efficiency of the state debt policy recommended to provide a

gradual reduction of public and publicly guaranteed debt to 60% of GDP, to balance its structure by types of currencies, reducing the cost of external borrowing and improving cooperation with international financial organizations, and increasing of the share of hryvnia liabilities in the structure of public debt to the level of 50% and the revitalization of the domestic government securities market; improving the coordination of objectives and instruments of debt, monetary and fiscal policy interaction between the Treasury, the Ministry of Finance and the National Bank.

It is established that the increase in budget revenues can facilitate the servicing of public debt not only directly - through the accumulation of appropriate funds, but also indirectly – by strengthening the monetary unit. To improve the efficiency of tax policy as a factor of ensuring exchange rate stability of Ukraine proposed to reduce tax rates on profits of enterprises and the corresponding tax base (with the simultaneous implementation of high-quality anti-corruption measures); reduce the tax burden to 29% of GDP; to refuse taxes and quasi taxes, which are inefficient from the point of view of administration, and benefits for domestic corporate structures are incorporated abroad. It should be important to implement the BEPS-plan and improve the effectiveness of the fight against smuggling.

The results showed that in order to achieve the objectives of fiscal policy, it is necessary to continue fiscal consolidation measures, primarily through:

software cost classification on the basis of the generated missions ministries, list of goals and objectives (with the introduction of the strict reporting; implementation of a medium term budget planning on the basis of program performance budgeting, which would involve the approval of strategic plans of ministries; providing budgetary policies of a strategic nature through greater fiscal discipline at all levels of the budget system; the leveling of the dependence from a political conjuncture and hand control of public expenditure; establishment of program budget strategy on the basis of the Law of Ukraine On strategic planning, which would clearly define the macro parameters fiscal aggregates and limits of deficit (surplus) of state budget government debt and providing state guarantees, state capital investments; the conversion of defense expenditures for the stimulant of development of the national economy

through the introduction of market principles allocation of defence spending within the domestic market.

Empirical estimates have yielded the following results: government spending is highly dependent on budget revenues; foreign exchange supply and demand account for 12% of changes in government spending.In a cyclical context, the sale of foreign currency ceases to depend on budget revenues. There is also no dependence on government spending and the purchase of foreign currency by the population. It is proved that the increase in budget revenues limits the demand for foreign currency (the effect lasts about a year). The amount of money "shed" limit the flow to the budget, while the dependence on government spending is virtually non-existent.

To stabilize the national monetary unit of Ukraine, it is proposed to take into account the dynamics of the exchange rate when determining the National Bank of Ukraine discount rate; to overcome excessive understatement of the hryvnia exchange rate; to abandon the practice of determining the annual exchange rate benchmark when adopting the state budget. Given the significant impact of fiscal policy on the stability of the currency market, effective monetary policy of the National Bank of Ukraine is impossible without achieving a balanced budget, which should be the ultimate goal of fiscal consolidation.

The obtained scientific results, recommendations and proposals to improve the efficiency of the state fiscal policy will contribute to the stabilization of the currency market of Ukraine.

Keywords: fiscal policy, fiscal levers, currency market stability, monetary policy, fiscal and monetary management, deshadowing, deoffshorization, fiscal consolidation, macrofinancial stability.

СПИСОК ПУБЛІКАЦІЙ ЗДОБУВАЧА

Наукові праці, в яких опубліковані основні наукові результати дисертації:

1. Козакевич О. Р. Валютний ринок України: аналіз поточних тенденцій та особливостей розвитку. Наукові записки. Серія «Економіка» : зб.

наук. праць. Острог : Видавництво Національного університету «Острозька академія», 2013. Вип. 23. С. 295-300. – 0,48 д.а.

2. Козакевич О. Р. Взаємодія валютно-курсової та фіскальної політики в умовах переходу до гнучкого режиму курсоутворення. Збірник наукових праць "Економічний простір". Дніпропетровськ: ПДАБА, 2015. 101. С. 25-38. – 0,69 д.а.

3. Козакевич О. Р. Вплив податків на рівновагу валютного ринку: емпірична оцінка. Вісник Львівського університету. Серія економічна, зб. наук. праць. 2016. Випуск 53. С. 196-203. – 0,48 д.а.

4. Козакевич О. Р. Видатки Державного бюджету та рівновага валютного ринку України. Український журнал прикладної економіки. 2018. № 1. Том 3. С. 53-62. – 0,54 д.а.

5. Козакевич О. Р. Теоретичні моделі взаємодії між фіскальною та монетарною політикою в умовах макроекономічної дестабілізації. Формування ринкової економіки в Україні. 2018. Вип. 40. Ч. 1. С. 228-234. – 0,44 д.а.

6. Козакевич О. Р. Фіскальна політика як інструмент регулювання валютного ринку України. Наукові записки Львівського університету бізнесу і права. Серія економічна. 2018. № 20. С.48-59. – 0,31 д.а.

7. Козакевич О. Р. Вплив фіскальної політики на забезпечення стабільності валютного ринку України. Ефективна економіка. № 12. 2018 р. Режим доступу: https://doi.org/10.32702/2307-2105-2018.12.206. – 0,52 д.а.

8. Olha Kozakevych: Features of Fiscal Policy in the System of Levers of Stimulation of the National Economy of Ukraine . Traektoria nauki. Path of Science. Slovak Republic. 2018. № 7. С.1001-1006. – 0,53 д.а.

Наукові праці, які засвідчують апробацію матеріалів дисертації:

9. Козакевич О. Р. Механізми впливу фіскальних важелів на рівновагу валютного ринку. Шляхи стабілізації економічного стану в країнах СНД: збірник тез наукових робіт учасників міжнародної практичної конференції (6-7

вересня 2013, м. Одеса). ГО «Центр економічних досліджень та розвитку»: ЦЕДР, С. 110-113. – 0,2 д.а.

10. Козакевич О. Р. Особливості валютного регулювання в Україні. Інноваційні механізми для розвитку підприємств, регіонів, країн»: матеріали міжнар. наук.-практ. конф., (13-14 вересня, 2013, м. Дніпропетровськ) Національний гірничий університет. : Видавничий дім «Гельветика», С.152-155. – 0,3 д.а.

11. Козакевич О. Р. Еластичність попиту та пропозиції іноземної валюти. Економіка, фінанси, управління та право: теоретичні підходи та практичні аспекти розвитку: збірник тез доповідей Міжнародної науково-практичної конференції (23 липня 2018, м. Полтава): у 2 ч., Полтава: ЦФЕНД, 2018. Ч. 2., С.15-16. – 0,07 д.а.

12. Козакевич О. Р. Міжнародна валютна ліквідність: сутність, структура та показники. XXXII Міжнародна науково-практична конференція «Актуальні проблеми сучасної науки» : збірник тез наукових робіт (31 липня 2018, м. Санкт-Петербург – Астана – Київ – Відень). Міжнародний науковий центр, 2018. С.42-43. – 0,08 д.а.

13. Козакевич О. Р. Модель валютного курсу. XIV Міжнародна науково-практична конференція «Актуальні проблеми економіки та фінансів» : збірник тез наукових робіт (31 липня 2018, м. Київ – Санкт-Петербург – Відень). Фінансово-економічна наукова рада, 2018. С. 41-42. – 0,1 д.а.

14. Козакевич О. Р. Валютний ринок та основні види валютних операцій. XXXIII Міжнародна науково-практична конференція «Актуальні проблеми сучасної науки» : збірник тез наукових робіт (30 серпня 2018, м. Астана – Харків – Відень). Міжнародний науковий центр, 2018. С. 66-67. – 0,07 д.а.

15. Козакевич О. Р. Валютний курс: сутність та методи регулювання. Матеріали V Міжнародно-практичної конференції «Актуальні питання економічних наук» (28-29 вересня 2018, м. Київ). Херсон : Видавництво «Молодий вчений», 2018. С.76-77. – 0,11 д.а.

16. Козакевич О. Р. Сутність податкової політики та її роль у державному регулюванні економіки. Міжнародна науково-практична конференція «Економіка, облік, фінанси та право: сучасні тенденції та перспективи розвитку в Україні та світі» (29 вересня 2018, м. Полтава). Полтава: ЦФЕНД, 2018. Ч. 2., С.43-44. – 0,1 д.а.

17. Козакевич О. Р. Роль фіскальної політики в антициклічному регулюванні економіки. Актуальні проблеми економіки та фінансів: збірник тез наукових праць XV Міжнародної науково-практичної конференції (31 жовтня 2018, м. Київ–Санкт-Петербург–Відень). ГО «Фінансово-економічна наукова рада», 2018. С. 64-66. – 0,14 д.а.

18. Козакевич О. Р. Проблеми тінізації валютного ринку України. Актуальні проблеми сучасної науки: збірник тез наукових праць XXXVII Міжнародна науково-практична конференції (28 грудня 2018, м. Астана – Харків – Відень). Міжнародний науковий центр, 2018. С. 47-48. – 0,08 д.а.

ЗМІСТ

ВСТУП……..18

РОЗДІЛ 1. ТЕОРЕТИЧНІ ОСНОВИ ДОСЛІДЖЕННЯ ВПЛИВУ ФІСКАЛЬНОЇ ПОЛІТИКИ НА СТАБІЛЬНІСТЬ ВАЛЮТНОГО РИНКУ.....25

1.1.Валютний ринок й інструменти забезпечення його стабільності…… 25

1.2.Фіскальна політика та її вплив на стабільність валютного ринку……48

1.3.Особливості взаємодії фіскальної і монетарної політики в контексті впливу на стабільність валютного ринку.....……....67

Висновки до розділу 1 81

РОЗДІЛ 2. ОЦІНКА ВПЛИВУ ФІСКАЛЬНОЇ ПОЛІТИКИ НА СТАБІЛЬНІСТЬ ВАЛЮТНОГО РИНКУ УКРАЇНИ.....85

2.1.Сучасні тенденції формування та функціонування валютного ринку в Україні ……....85

2.2.Аналіз фіскальних важелів впливу на стабільність валютного ринку……100

2.3.Роль державних видатків у забезпеченні стабільності валютного ринку України …….……117

Висновки до розділу 2 ……..……141

РОЗДІЛ 3. НАПРЯМИ ФІСКАЛЬНОЇ ПОЛІТИКИ У ЗАБЕЗПЕЧЕННІ СТАБІЛЬНОСТІ ВАЛЮТНОГО РИНКУ УКРАЇНИ.....……145

3.1.Оптимізація державних видатків як умова стабільності вітчизняного валютного ринку ……..…….....145

3.2.Детінізація та деофшоризація національної економіки як напрями стабілізації валютного ринку України.....168

3.3.Пріоритетні напрями удосконалення координації фіскальної та монетарної політики в контексті стабілізації вітчизняного валютного ринку.....181

Висновки до розділу 3 199

ВИСНОВКИ 204

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ 209

ДОДАТКИ……..……..…....229

ВСТУП

Актуальність теми дослідження. У сучасних умовах структурних дисбалансів, що спостерігаються в світі, вагомого значення набувають питання, пов'язані з необхідністю забезпечення стабільного функціонування бюджетно-податкової та валютної систем України, на які сьогодні суттєвий вплив здійснює приплив іноземного капіталу у вигляді портфельних інвестицій. Від того, наскільки ефективно відбуватиметься процес координації дій фіскальних та монетарних органів влади, значною мірою залежить дієвість фіскальної політики та стабільність вітчизняного валютного ринку. Тому одним з пріоритетних завдань такої координації є пошук та визначення причинно-наслідкових зв'язків між фіскальною політикою та кон'юнктурою вітчизняного валютного ринку, що є необхідною умовою для обґрунтування найбільш ефективних напрямів підвищення дієвості фіскальної політики у забезпеченні стабільності валютного ринку.

Проблематиці підвищення ефективної взаємодії фіскальної та монетарної політик, а також впливу фіскальної політики на кон'юнктуру валютного ринку приділяти значну увагу у своїх дослідженнях як зарубіжні, так і вітчизняні науковці, серед яких: Т. Андерсен, А. Бліндер, С. Брю, М. Вудфорд, Н. Воллес, А. Діксіт, М. Карлберг, Р. Кірхер, Л. Ламбертіні, К. Макконелл, Р. Манделл, Л. Мелосі, Дж. Сарджент, Дж. Стігліц, М. Флемінг, В. Башко, Я. Белінська, О. Береславська, Т. Богдан, О. Ватаманюк, А. Вдовиченко, В. Геєць, П. Дадашова, О. Дзюблюк, А. Капелюш, В. Кудряшов, І. Крупка, А. Луцик, В. Мельник, Т. Паєнтко, Б. Пшик, М. Савлук, Д. Серебрянський, Т. Унковська, В. Філіпенко, В. Шевчук та інші.

Науковці зробили вагомий внесок у процес координації дій при реалізації фіскальної та монетарної політик, про що свідчить вирішення низки питань організаційного та методичного характеру. Разом з тим, недостатньо дослідженими залишаються питання пошуку та визначення причинно-наслідкових зв'язків між фіскальною політикою та її важелями і кон'юнктурою валютного ринку в умовах посилення глобалізаційних структурних

дисбалансів і загроз в національній економіці. Це зумовило вибір напряму і теми дослідження, а також його мети і завдань.

Зв'язок роботи з науковими програмами, планами, темами. Дисертаційна робота виконана відповідно до плану науково-дослідних робіт кафедри фінансів, грошового обігу і кредиту та кафедри економіки підприємства економічного факультету Львівського національного університету імені Івана Франка і є складовою їх наукових тем: «Фінансові стратегії розвитку економіки України (державний реєстраційний номер 0112U004029) та «Формування фінансового потенціалу національної економіки» (державний реєстраційний номер 0116U001677), особистий внесок автора полягає в обґрунтуванні стратегічних напрямів взаємодії фіскальної та монетарної політики з метою забезпечення валютно-курсової й макрофінансової стабільності; «Регулювання підприємницької діяльності в Україні в умовах посилення євроінтеграційних процесів» (державний реєстраційний номер 0114U005090), особистий внесок автора полягає у визначенні та обґрунтуванні особливостей формування й функціонування вітчизняного валютного ринку з урахуванням параметрів фіскальної вразливості державних фінансів.

Мета і завдання дослідження. Метою дисертаційної роботи є поглиблення теоретичних засад та розробка практичних рекомендацій, спрямованих на підвищення дієвості фіскальної політики у забезпеченні стабільності валютного ринку.

Досягнення поставленої мети передбачає вирішення таких завдань:

– уточнити сутність поняття «стабілізація валютного ринку»;

– поглибити теоретичні засади дослідження ролі фіскальної політики у забезпеченні стабільності валютного ринку;

– ідентифікувати наслідки впливу експансійної та рестрикційної фіскальної політики на кон’юнктуру валютного ринку за різних режимів валютних курсів;

– визначити чинники опосередкованого впливу фіскальних важелів на валютний ринок та встановити причинно-наслідкові зв'язки між ними;

– проаналізувати тенденції формування та функціонування вітчизняного валютного ринку в умовах фінансово-економічних дисбалансів;

– оцінити вплив фіскальної політики на стабілізацію валютного ринку;

– обґрунтувати доцільність оптимізації державних видатків та з'ясувати їх вплив на попит і пропозицію іноземної валюти та обсяги валютних резервів;

– розробити пропозиції щодо детінізації та деофшоризації національної економіки як заходів транспарентності державної фінансової політики у забезпеченні стабільності вітчизняного валютного ринку;

– обґрунтувати рекомендації щодо удосконалення процесу координації фіскальної, монетарної і боргової політик на основі фіскальної консолідації.

Об'єктом дослідження є процес впливу фіскальної політики на стабільність валютного ринку України.

Предметом дослідження є фінансові відносини, що виникають в процесі застосування важелів фіскальної політики для забезпечення стабільності валютного ринку.

Методи дослідження. У процесі дослідження для досягнення поставленої мети використано загальнонаукові та спеціальні методи і прийоми дослідження, а саме: діалектичний підхід та системний аналіз – у рамках систематизації наукового доробку для визначення змісту понять «валютний ринок», «фіскальна політика», «фіскальні важелі»; «фіскальна консолідація», «стабілізація валютного ринку»; аналізу та синтезу – під час дослідження структури системи фіскальної політики та фіскального регулювання; статистичні методи – у рамках аналізу тенденцій формування і функціонування валютного ринку та динаміки показників, що характеризують важелі фіскальної політики; економетричного аналізу й економіко-математичного моделювання –

в процесі визначення причино-наслідкових зв'язків впливу важелів фіскальної політики на кон'юнктуру валютного ринку.

Інформаційну базу дослідження становлять статистичні дані Національного банку України, Державної служби статистики України, Державної фіскальної служби України, Міністерства фінансів України, оперативні дані Міжнародного валютного фонду, нормативно-методичні документи інших органів виконавчої влади, статистичні матеріали й публікації міжнародних організацій, а також наукові праці вітчизняних і зарубіжних учених.

Наукова новизна одержаних результатів полягає у встановленні причинно-наслідкового взаємозв'язку між фіскальною політикою й стабільністю валютного ринку. Найбільш суттєві результати дослідження, які містять наукову новизну полягають у наступному:

удосконалено:

– методику оцінки взаємовпливу фіскальної та монетарної політик за умов домінування пропозиції іноземної валюти на основі економіко-математичного моделювання та результатів оцінювання VAR-моделі для даних у відхиленнях від рівноважного тренду. Це дозволило встановити, що у короткостроковому періоді збільшення обсягу надлишкової пропозиції грошової маси (грошового «навісу») обмежують надходження до бюджету, а обернена залежність між урядовими видатками та погіршенням балансу купівлі-продажу іноземної валюти реалізується через зменшення продажу іноземної валюти на вітчизняному валютному ринку;

– наукові підходи до визначення чинників опосередкованого впливу фіскальної політики на стабільність валютного ринку, які на відміну від існуючих, ураховують залежність сукупної пропозиції від реального обмінного курсу при обмеженій мобільності капіталу у малій відкритій економіці. Це дало змогу ідентифікувати наслідки впливу експансійної та рестрикційної фіскальної політики на кон'юнктуру валютного ринку за різних режимів валютних курсів;

– методику оцінки причино-наслідкового зв’язку між показниками фіскальної політики та станом валютного ринку за допомогою моделей двокрокових найменших квадратів з коригуванням помилки та векторної авторегресії, що дало можливість виявити: 1) пряму залежність обсягів продажу іноземної валюти від збільшення надходжень до бюджету, яка характеризується оберненою залежністю від державних видатків (що стимулює попит на іноземну валюту); 2) високу залежність обсягів купівлі іноземної валюти населенням від обсягів її продажу на вітчизняному валютному ринку;

– теоретичне обґрунтування удосконалення процесу координації фіскальної, монетарної та боргової політик на основі фіскальної консолідації. Це дозволило виявити ризики впливу неефективного управління державним боргом та державними видатками на стабільність валютного курсу;

набули подальшого розвитку:

– наукові підходи до визначення поняття «стабілізація валютного ринку» шляхом трактування його сутності як комплексу заходів збереження стійкого стану (стійкої позиції) та сталого розвитку його основних елементів з метою запобігання надмірній волатильності та одночасною мінімізацією впливу дестабілізуючих факторів й забезпечення високого рівня ефективності функціонування. Це дозволило обґрунтувати напрями впливу фіскальних важелів на кон’юнктуру валютного ринку;

– теоретичний підхід до обґрунтування впливу важелів фіскальної політики (державні доходи та видатки, дефіцит бюджету, державний борг) на кон’юнктуру валютного ринку, на основі якого встановлено їх опосередкований зв'язок через систему показників: 1) ВВП; 2) індекс споживчих цін; 3) грошова маса; 4) процентна ставка; 5) курсовий режим;

– інструментарій підвищення ефективності управління державними видатками, що дало можливість запропонувати комплекс заходів щодо обмеження обсягів державних видатків, які у підсумку сприятимуть: прогнозованості фінансових, в тому числі і валютних потоків; підвищить ефективність використання обмежених державних ресурсів; посилить

стимулюючу функцію видатків; створить умови для досягнення довгострокової валютно-курсової та макрофінансової стабілізації вітчизняної економіки;

– заходи щодо зниження рівня тінізації та офшоризації економіки України, які дозволять підвищити транспарентність фіскальної політики та матимуть наступні наслідки: спрацює як важіль стимулювання економіки та позитивних структурних зрушень; покращить конкурентоспроможність суб'єктів господарювання; збільшить надходження до бюджету; покращить бізнес клімат; обмежить фіктивний експорт, що у свою чергу стабілізуватиме вітчизняний валютний ринок.

Практичне значення одержаних результатів полягає в тому, що отримані здобувачем результати і запропоновані рекомендації щодо дослідження впливу фіскальної політики на стабільність валютного ринку України були враховані і впроваджені в практичне використання при формуванні перспективних і поточних планів ГУ ДФС у Львівській області (довідка № 3399/10/01.03 від 24.01.2019 р.).

Окремі пропозиції, висновки та рекомендації, розроблені автором дисертаційної роботи, використовуються у поточній діяльності АБ «УКРГАЗБАНК» (довідка № 125/12 від 28.12.2018 р.).

Теоретичні та науково-методичні положення дисертації знайшли застосування у навчальному процесі на економічному факультеті Львівського національного університету імені Івана Франка під час викладання дисциплін «Гроші і кредит», «Фінанси», «Податкова система», «Фінансовий ринок», «Міжнародні валютно-кредитні відносини і розрахунки» (довідка №5075-Н від 03.12.2018 р.).

Особистий внесок автора. Всі наукові результати, які викладені в дисертаційному дослідженні та виносяться на захист, одержані автором особисто і знайшли відображення в опублікованих працях. У дисертації використано наукові положення, які є результатом особистих досліджень здобувача.

Апробація результатів дослідження. Основні положення та наукові результати дисертаційної роботи доповідались й обговорювались на щорічних міжнародних та всеукраїнських науково-практичних конференціях, зокрема: Міжнародній науково-практичній конференції «Шляхи стабілізації економічного стану в країнах СНД» (м. Одеса, 6-7 вересня 2013 р.); Міжнародній науково-практичній конференції «Інноваційні економічні механізми для розвитку підприємств, регіонів, країн» (м. Дніпропетровськ,13-14 вересня 2013 р.); Міжнародній науково-практичній конференції «Економіка, фінанси, управління та право: теоретичні підходи та практичні аспекти розвитку» (м. Полтава, 23 липня 2018 р.); XIV Міжнародній науково-практичній конференції «Актуальні проблеми економіки та фінансів» (м. Київ – Санкт-Петербург – Відень, 31 липня 2018 р.); XXXII Міжнародній науково-практичній конференції «Актуальні проблеми сучасної науки» (м. Санкт-Петербург – Астана – Київ – Відень, 31 липня 2018 р.); XXXIII Міжнародній науково-практичній конференції «Актуальні проблеми сучасної науки» (м. Астана – Харків – Відень, 30 серпня 2018 р.); V Міжнародно-практичній конференції «Актуальні питання економічних наук» (м. Київ, 28-29 вересня 2018 р.); Міжнародній науково-практичній конференції «Економіка, облік, фінанси та право: сучасні тенденції та перспективи розвитку в Україні та світі» (м. Полтава, 29 вересня 2018 р.); XV Міжнародній науково-практичній конференції «Актуальні проблеми економіки та фінансів» (м. Київ – Санкт-Петербург – Відень, 31 жовтня 2018 р.); XXXVII Міжнародній науково-практичній конференції «Актуальні проблеми сучасної науки» (м. Астана – Харків – Відень, 28 грудня 2018р.).

Публікації. За темою дисертації опубліковано 18 наукових праць загальним обсягом 5,24 друк. арк., у тому числі: 8 статей – у наукових фахових виданнях, із них 1 стаття – у зарубіжному науковому періодичному виданні; 10 публікацій за матеріалами конференцій.

Структура та обсяг дисертації. Дисертаційна робота викладена на 248 сторінках друкованого тексту, у тому числі основний текст – 208 сторінок. Робота складається зі вступу, трьох розділів, висновків, списку використаних джерел із 206 позицій та 8 додатків; містить 23 таблиці і 41 рисунок.

РОЗДІЛ 1
ТЕОРЕТИЧНІ ОСНОВИ ДОСЛІДЖЕННЯ ВПЛИВУ ФІСКАЛЬНОЇ ПОЛІТИКИ НА СТАБІЛЬНІСТЬ ВАЛЮТНОГО РИНКУ

1.1. Валютний ринок та інструменти забезпечення його стабільності

В сучасних умовах поступального розвитку процесів глобалізації та динамічного зростання відкритості економічних систем набувають підвищеної ваги дослідження теорій макрофінансової стабілізації, що необхідні для запобігання та виявлення ризиків, які можуть негативно впливати на економіку країни. Важливо зауважити, що чільне місце у структурі економічної політики держави займає валютний ринок та система регулювання його діяльності. Дії, які відбуваються на валютному ринку суттєво впливають на економічний розвиток країни, її регіонів, сфер діяльності та суб’єктів господарювання. Макроекономічні зрушення та нестабільність зовнішнього середовища також чинять значний вплив на стан та розвиток валютно-фінансових відносин і формують клімат валютної політики країни.

Власне тому, важливу роль у забезпеченні макрофінансової стабільності відіграє стан та ефективне функціонування елементів ринку, яке базувалося б на гармонійному поєднанні прямих та опосередкованих інструментів його регулювання. Оскільки валютний ринок – це багаторівнева складна система, то аналіз його суб’єктів, об’єктів, структури, функцій та інструментів потребують системного підходу їх дослідження. Передусім це стосується доларизованих економік, де іноземна валюта активно використовується населенням для заощаджень та обслуговування ділової активності.

Сучасні підходи до трактування сутності поняття «валютний ринок» розглядаються у працях Л. Вуда, Дж. Бека, Ч. Гоєта, Дж. Рікардса, Д. Коваленка, Б. Івасіва, С. Боринеця, Ю. Смолянської, М. Савлука, А. Мороз, В. Шелудька, Є. Пашко, С. Маслової, О. Опалова, А. Гальчинського, М. Крупки, В. Унинець-Ходаківської та інших. Аналіз опрацювання

вітчизняної та іноземної літератури дає можливість інтерпретувати різні погляди щодо трактування категорії «валютний ринок». Так, до прикладу, у своїх наукових дослідженнях Д. Коваленко розглядає валютний ринок як систему стійких економічних та організаційних відносин, пов'язаних з операціями купівлі-продажу іноземних валют та платіжних документів в іноземних валютах, що виникають при реалізації зовнішньоторговельних розрахунків, туризмі, міграції капіталів, робочої сили, які передбачають використання іноземної валюти покупцями, продавцями, посередниками, банківськими установами та фірмами [74, с.165].

Разом з тим, деякими авторами, валютний ринок трактується як інституційний механізм, який складається з установ та організацій (банків, валютних бірж, інших фінансових інститутів, що забезпечують розвиток валютних ринкових механізмів), основною діяльністю яких виступає проведення операцій купівлі-продажу як іноземної, так і національної валюти з ціллю її використання задля обслуговування різних міжнародних платежів [63, с.221].

За визначенням вітчизняних вчених З. Михайліва, Н. Горбаля та Л. Красавіна під валютним ринком розуміється офіційний фінансовий центр, де зосереджені купівля-продаж валют й цінних паперів у валюті на основі попиту та пропозиції на них [74, с. 233].

Своє розуміння поняття «валютний ринок» дають М. Савлук та А. Мороз, під яким валютний ринок – це сектор грошового ринку, на якому врівноважуються попит і пропозиція специфічного товару такого як іноземна валюта. Купівля-продаж валюти відбувається не лише задля здійснення платежів, а й з метою спекулятивних операцій та операцій хеджування валютних ризиків і накопичення валютних резервів, що виводить валютний ринок за межі придатка до розрахунково платіжних відносин і надає йому статусу окремої економічної структури [137, с.190].

На думку А. Загороднього і Г. Вознюка, валютний ринок – це система фінансово-економічних відносин, якими передбачається проведення операцій

купівлі-продажу чи обміну іноземної валюти, а також платіжних документів, представлених іноземними валютами [66, с. 503].

Аналізуючи трактування поняття валютного ринку за А. Гальчинським та В. Унинець-Ходаківською, слід зазначити, що даними авторами він розглядається як розгалужена система механізмів, функціонування якої повинно забезпечувати купівлю та продаж національних та іноземних валют, з метою використання їх в обслуговуванні міжнародних платежів [1, с. 233].

На думку М. Крупки, М. Мрочко та Б. Вишиваної, під валютним ринком слід вважати систему економічних відносин, що виникають під час операцій з купівлі-продажу іноземної валюти за курсом, який формується на підставі попиту і пропозиції. Крім того, авторами зазначається, що валютний ринок – це особливий ринок, на якому економічні контрагенти мають можливість реалізовувати економічні відносини для виконання зовнішніх та внутрішніх зобов'язань, перетворюючи виторг інвалюти у національні гроші, а також – ринок зі всіма притаманними йому атрибутами, тобто на ньому присутні попит, пропозиція, ціна,суб'єкти, об'єкти, особлива інфраструктура та комунікації [93, с. 340].

За інтерпретацією О. Добровольської, валютний ринок – це комплекс економічних зв'язків між економічними суб'єктами стосовно здійснення операцій з купівлі та (чи) продажу іноземної валюти і (або) валютних цінностей із використанням сучасних методів фінансових телекомунікації, які визначають стан впливу попиту та пропозиції на обмінні курси [56].

У власному дисертаційному дослідженні «Механізми регулювання валютного ринку України» Г. Веріга зазначає, що сучасний валютний ринок являє собою комплекс взаємо-підпорядкованої системи ринкових елементів національної, регіональної та міжнародної економіки, інституційного середовища міжнародних економічних відносин, які, перш за все, націлені на здійснення валютних операцій та використання валютних деривативів і валютних цінностей [37, с. 21].

Своє визначення поняття валютного ринку сформульовано О. Стойком і Д. Демою [151, с. 325], які під валютним ринком розуміють частину грошового ринку, на якому забезпечується обмін однієї валюти на іншу у формі купівлі-продажу з метою обслуговування зовнішньоекономічних відносин, міжнародних розрахунків та інших цілей суб'єктів валютного ринку і де урівноважується попит та пропозиція валюти.

На основі опрацьованої літератури, розуміємо, що на сучасному етапі не існує єдиного та однозначного тлумачення сутності поняття валютного ринку. Узагальнюючи дефініції згаданих вище науковців, приходимо до висновку, що інтерпретувати валютний ринок можна з різних точок зору та за різними ознаками його класифікації. Крім того, окремими авторами валютний ринок розглядається як інституційний механізм, через який встановлюються економічні, правові взаємовідносини між покупцями і продавцями валют [11; 63; 172]. Іншими вченими валютний ринок визначається як система або сфера фінансово-економічних відносин, які пов'язані зі здійсненням операцій з інвестування валютного капіталу та операцій з обміну або купівлі-продажу іноземної валюти [37; 66; 93]. На нашу думку, застосування терміну «механізм» (як внутрішня конструкція) є не зовсім коректним щодо визначенні сутності поняття валютного ринку, оскільки таке трактування звужує сферу його діяльності, адже валютний ринок є відкритим і не може функціонувати без впливу на його кон'юнктуру зовнішнього середовища.

Поряд з тим, у відповідності до постанови Правління національного банку України «Про затвердження Положення про структуру валютного ринку України, умови та порядок торгівлі іноземною валютою та банківськими металами на валютному ринку України» від 02.01.2019, № 1 під валютним ринком розуміється сукупність відносин у сфері торгівлі валютними цінностями в Україні між суб'єктами ринку, їх клієнтами (враховуючи банки-нерезиденти) між суб'єктами ринку і національним банком України, а також між національним банком та його клієнтами [127].

Вважаємо найбільш точним формулювання, яке відображає сутність категорії «валютний ринок», в розрізі тематики дослідження, визначення запропоноване М. Крупкою, М. Мрочко та Б. Вишиваною, за інтерпретацією яких, валютний ринок – це сектор грошового ринку, де врівноважується попит і пропозиція на такий специфічний товар як валюта. Об'єктом купівлі-продажу є валютні цінності, а суб'єктами ринку – будь-які економічні агенти та посередники (центральні та комерційні банки, валютні біржі, тощо). Дане трактування, в порівнянні з іншими, є більш узагальнюючим та ідентифікує зв'язки валютного ринку з іншими ринками, охоплюючи різні його складові, що визначають валютний ринок як важливий атрибут фінансової безпеки будь якої країни.

До валютного ринку як системи ринкових сегментів входять дві основні підсистеми його регулювання: валютний механізм та валютні відносини. Так, у науковому дослідженні «Механізм валютного регулювання в Україні» Береславська О. поняття механізм валютного регулювання розглядає як комплекс спеціально розроблених і законодавчо закріплених у державі форм, методів та інструментів, спрямованих на реалізацію пріоритетів валютної політики, що на практичному рівні є сукупністю взаємопов'язаних дій, форм, методів, важелів та інструментів, які чинять вплив на кон'юнктуру валютного ринку, забезпечуючи контроль за динамікою обмінного курсу і дотриманням обраного режиму курсоутворення [11, с. 11]. Другою підсистемою регулювання валютного ринку є валютні відносини, що являють собою комплекс зв'язків між фізичними та юридичними особами з метою проведення міжнародних розрахунків, кредитних чи інших грошових операцій, що передбачають придбання або продаж іноземної валюти [63, с. 222].

Важливо зауважити, що в основу діяльності валютного ринку закладено перелік функцій, ключовими з яких є [197, с. 102]: забезпечення механізмів та необхідних умов для реалізації валютної політики країни; забезпечення своєчасного проведення міжнародних розрахунків; урівноваження попиту і пропозиції валюти з метою регулювання валютного курсу; сприяння страхуванню валютних ризиків; диверсифікація валютних резервів; проведення

валютних інтервенцій; забезпечення отримання учасниками валютного ринку прибутків від здійснення валютних операцій у вигляді різниці валютних курсів тощо.

Валютний ринок має свою структуру, яка включає національні (місцеві), регіональні та міжнародні ринки. Вони розрізняються за масштабами і характером валютних операцій, кількістю валют, що продаються-купуються, рівнем правового регулювання тощо. На сьогодні масштабні міжнародні валютні ринки діють у таких містах, як Нью-Йорк, Лондон, Токіо, Сінгапур, Франкфурт-на-Майні, Бахрейн тощо [66, с. 503].

У вітчизняній економічній літературі існують різні критерії щодо класифікації валютного ринку відповідно до його функцій та ознак. Так, за критерієм валютних обмежень авторами А. Загороднім та Г. Вознюком валютний ринок поділяється на вільний, на якому відсутні валютні обмеження, та регульований – на якому здійснення валютних операцій вимагає офіційного дозволу відповідних уповноважених на те органів чи проведення операцій за офіційним валютним курсом [66].

Згідно критеріїв класифікації представлених у [164], валютний ринок за територіальною ознакою поділяється на європейський, північноамерикаський і азіатський. За характером валютних операцій і формами валютних угод розрізняють: ф’ючерсний ринок; опціонний ринок; форвардний ринок, на якому встановлюється курс валют на певну дату в майбутньому; своп-ринок, на якому поєднуються операції з купівлі-продажу валюти на умовах «форвард» і «спот»; спот-ринок – ринок торгівлі з негайним постачанням валюти; депозитний ринок (короткостроковий, строковий, до запитання) та кредитний ринок (короткостроковий, середньостроковий, довгостроковий).

За суб’єктами, які здійснюють операції з валютою розрізняють міжбанківський, біржовий та клієнтський ринки. Залежно від організації торгівлі, валютний ринок поділяється на біржовий та позабіржовий.

Відповідно до системи класифікації за режимами курсоутворення валютний ринок поділяється на: ринок з фіксованим валютним режимом; ринок

з вільноплаваючим режимом; ринок з комбінованим або подвійним режимом; ринок із системою множинних режимів. Слід зазначити, що учасниками валютного ринку виступають різні види економічних суб'єктів, кожен із яких хоче отримати максимальну частку прибутку. При цьому, особливістю валютного ринку є присутність на ньому широкого кола регулюючих інституцій. Функції та характерні риси суб'єктів валютного ринку зображено на рис. 1.1.Зокрема, до них відносяться [17]:

1) уповноважені державні органи регулювання валютного ринку;
2) суб'єкти системи страхування від настання валютних ризиків;
3) суб'єкти системи міжнародних фінансових організацій та угруповань;
4) суб'єкти системи міжнародних угод, що функціонують на міждержавній основі.

Як зазначено вище, суб'єктами валютного ринку виступають усі учасники валютних операцій, продавці та покупці валютних цінностей. Окрім того, сюди відносять суб'єктів, що здійснюють регулювання валютного ринку, зокрема, на наднаціональному рівні, головним серед яких є Міжнародний валютний фонд (МВФ), а також транснаціональні корпорації.

Що стосується суб'єктів валютного ринку на регіональному рівні, то основним із них є Європейський центральний банк (ЄЦБ), а на національному – органи державної та грошово-кредитної влади (центральні банки), різні фінансові посередники, комерційні банки, брокерські фірми та валютні біржі, суб'єкти господарської діяльності, домогосподарства [37, с. 28].

Слід зазначити, що роль держави у системі валютного регулювання з кожним роком зростає, проте ефективна валютно-курсова політика в жодному разі не повинна замінювати ринкові регулятори. Навпаки, держава в особі відповідних органів має доповнювати та коригувати дії ринкових механізмів щодо регулювання валютного ринку [17]. Основним органом реалізації валютного регулювання та валютного контролю в Україні є Національний банк України, крім нього деякі функції валютного контролю виконують Державна податкова адміністрація та Державний митний комітет України.

Рис 1.1. Функції та характерні риси суб'єктів валютного ринку

Джерело: складено автором на основі [36; 56;74; 93; 137]

Вагомий внесок у дослідження питань валютно-курсової політики та її впливу на макроекономічне середовище зробили такі зарубіжні вчені як С. Брю, Р. Дорнбуш, Р. Манделл, М. Стоун, М. Флемінг, В. Башко, Я. Белінська, О. Береславська, І. Богдан, Т. Богдан, О. Ватаманюк, А. Вдовиченко, В. Геєць, П. Дадашова, О. Дзюблюк, А. Капелюш, В. Кудряшов, І. Крупка, В. Мельник, Т. Паєнтко, Б. Пшик, М. Савлук, Д. Серебрянський, Т. Унковська, В. Філіпенко, В. Шевчук та інші.

За економічним змістом валютно-курсова політика – це комплекс стратегічних та тактичних заходів держави, які реалізуються через особу центрального банку та спрямовані на врегулювання кон'юнктури валютного ринку і вирішення завдань економічної політики держави [36, с. 41]. Валютно-курсова політика передбачає:

– поступове пом'якшення регуляторних обмежень;

– нівелювання диспропорцій платіжних балансів і дефіциту державного бюджету;

– поступове підвищення попиту на національну валюту [24];

– забезпечення стійкого економічного зростання;

– забезпечення цінової стабільності;

– формування ефективного механізму курсоутворення;

– дослідження факторів впливу на валютний курс;

– оптимізація механізму державного регулювання валютного ринку;

– забезпечення низького рівня волатильності валютного курсу;

– сприяння підтримці стабільності національної грошової одиниці;

– забезпечення оптимальної курсової динаміки та мінімізації надмірних курсових коливань [36].

З погляду на зазначене вище, кон'юнктура валютного ринку визначається, зміною у співставленні попиту і пропозиції іноземних валют, оскільки саме вони виступають рушійними факторами впливу на рівень валютного курсу та ситуацію на валютному ринку.

У процесі наукового дослідження з'ясовано, що за економічним змістом валютний ринок – це сектор грошового ринку, де врівноважується попит і пропозиція на такий специфічний товар як валюта. Об'єктом купівлі-продажу є валютні цінності, а суб'єктами ринку – будь-які економічні агенти та посередники (центральні та комерційні банки, валютні біржі, тощо). Хоча стабільність валютного ринку визначається співвідношенням між попитом і

пропозицією, є й інші впливові фактори та чинники, що підвищують рівень волатильності курсових коливань.

Згідно інформації, поданої НБУ, під поняттям «волатильність» доцільно розуміти рівень мінливості значення індикатора, змінної, чи параметра у часі [41]. Тобто, волатильність валютного ринку – це рівень зміни ціни на валютному ринку. Існують два типи волатильності – висока і низька. При високій волатильності спостерігаються суттєві коливання ціни за короткий термін. Натомість низька волатильність відображає незначну зміну ціни [175].

У процесі наукового дослідження нами виокремлено та систематизовано групи факторів та визначено чинники, які впливають на кон'юнктуру валютного ринку (рис. 1.2).

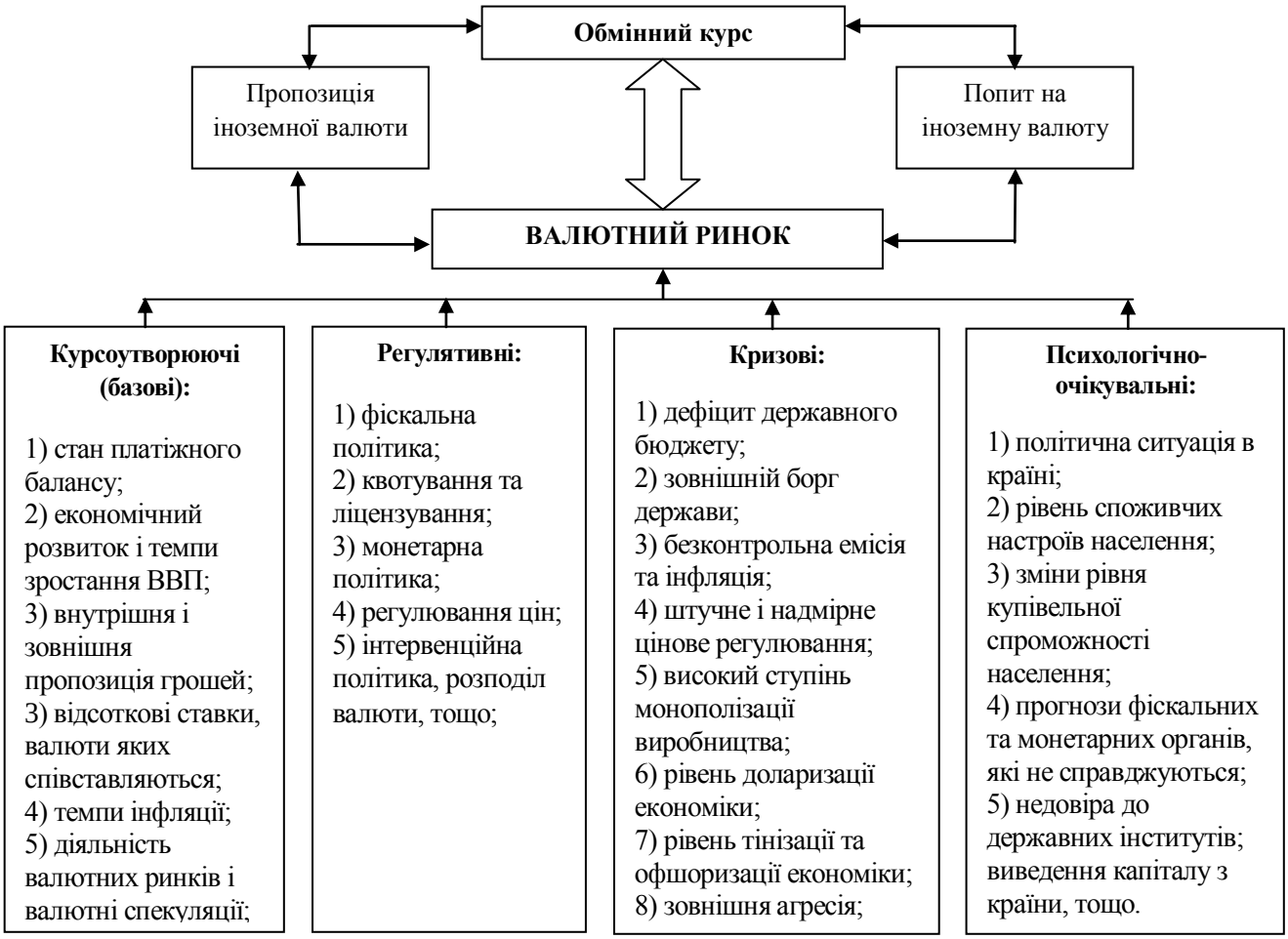


Рис. 1.2. Групи факторів впливу на кон'юнктуру валютного ринку

Джерело: складено автором за [4; 74]

Важливим елементом валютного ринку виступає валютний курс, який є індикатором макроекономічної стабільності та фактором, що здійснює вплив на соціально-економічний розвиток держави. Ключове значення валютного курсу полягає у тому, що він є тактичним орієнтиром монетарної політики. Валютний курс виступає індикатором кон'юнктури валютного ринку та інфляційних очікувань і цінової динаміки для суб'єктів господарювання та домогосподарств [53, с. 27].

На основі аналізу різних поглядів науковців, констатуємо узагальнення, згідно яких валютний курс слід розглядати як:

– ціну національної грошової одиниці, яка відображається у грошовій одиниці іншої держави [109];

– ціну грошової одиниці однієї країни, що відображається в грошових одиницях іншої країни [61; 62].

На основі опрацювання літератури [61], класифікацію валютних курсів за певними ознаками зображено на рис. 1.3. Головним є поділ систем обмінного курсу на фіксований, плаваючий і змішаний (або регульований). На перший погляд, така класифікація не створює особливих проблем, але треба врахувати істотні відмінності між задекларованим обмінним курсом (*de jure*) та його фактичною реалізацією на практиці (*de facto*).

Приміром, в Україні з березня 2000 р. офіційно практикувався плаваючий обмінний курс гривні, проте на практиці фактично діяв режим фіксованого обмінного курсу з періодичними змінами рівня прикріплення. Зокрема, в 2008–2009 р. було здійснено перехід від обмінного курсу на рівні 5 грн. за долар до нижчого значення на рівні 8 грн. за долар. З весни 2014 р. практикується система плаваючого обмінного курсу, але НБУ періодично здійснює валютні інтервенції для запобігання надмірній волатильності обмінного курсу.

Варто зауважити, що досить складно класифікувати режим валютного курсу, оскільки офіційно встановлений режим курсоутворення не завжди відповідає діям центрального банку. Крім того, існує значна кількість проміжних режимів, які мають спільні ознаки.

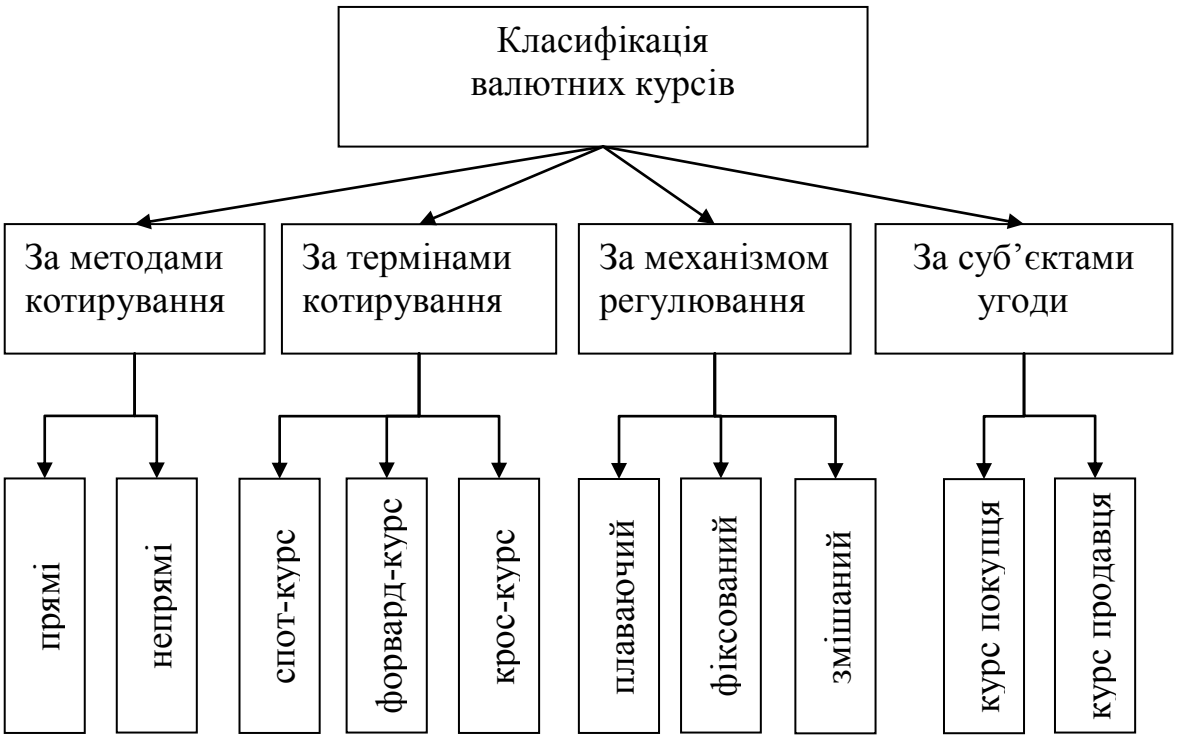


Рис. 1.3. Класифікація валютних курсів

Джерело: складено автором за [61]

У сучасній економічній теорії і практиці діяльності валютних ринків виділяють два види валютного курсу. Перший вид валютного курсу – це курс продавця – курс, у відповідності до якого банком здійснюється продаж валюти (ER_1). Відповідно, другим видом валютного курсу виступає курс покупця, за яким банком здійснюється купівля валюти (ER_2). При цьому, різниця між курсом продавця (ER_1) та курсом покупця (ER_2) – це банківський прибуток, тобто маржа, межі якої перебувають на рівні 2–6%. Таким чином, середній валютний курс (ER_C) доцільно визначати за формулою (1.1) [66, с. 307; 113, с. 28; 145]:

$$ER_C = \frac{ER_1 + ER_2}{2}. \tag{1.1}$$

Крім того, виділяють наступні види валютного курсу [26, с. 114–118]: гнучкий ("плаваючий"), номінальний, фіксований та реальний.

Фіксований валютний курс встановлюється на основі міждержавних угод. Натомість плаваючий валютний курс утворюється в результаті взаємодії

попиту і пропозиції на валютних ринках. Відносну ціну валют двох країн відображає номінальний валютний курс, а відносну ціну товарів, вироблених у двох країнах і співвідношення обміну товарів цих країн – реальний обмінний курс [62, с. 327–331].

У практиці становлення та розвитку міжнародних економічних відносин застосовуються різні моделі валютного курсу. Однак, найбільш поширеною на сьогодні моделлю є економіко-математична модель валютного курсу, представлена у формулі (1.2) [66; 113]:

$$E_N = E_R \frac{P_1}{P_2} \lambda \left(\square E_R + \left(I_V^{t+1} - I_Z^{t+1} \right) \times \frac{M_Z}{M_V} \right), \qquad (1.2)$$

де E_N, E_R – відповідно номінальний та реальний курс; P_1, P_2 – відповідно пропозиція грошей у середині держави та пропозиція грошей за кордоном; ΔE_R – зміна реального курсу; I_V^{t+1} – темп інфляції у середині країни за період $t+1$; I_Z^{t+1} – темп інфляції за кордоном за період $t+1$; M_Z, M_V – відповідно рівень доходу за кордоном та рівень доходу у середині держави.

При тому, вважаємо за необхідне зосередити увагу на такому монетарному режимі як «таргетування інфляції». Так, таргетування інфляції – це монетарний режим, що характеризує відповідальність центрального банку дотримуватися визначеного значення офіційного показника інфляції або, іншими словами – таргету, впродовж відповідного періоду часу [155].

Що стосується режиму «монетарного таргетування», то згідно даного режиму використовується плаваючий валютний курс і його досягнення передбачає виконання ряду умов, зокрема підвищення рівня міжнародних резервів, дезінфляція і стабілізація валютного ринку [161, с. 151].

Водночас, монетарний режим «інфляційного таргетування», запроваджений центральним банком, включає в себе три основні умови (валютні інтервенції), досягнення яких є першочерговим в діяльності НБУ [33, с. 42]:

– підвищення рівня валютних резервів;

– згладжування функціонування валютного ринку;

– сприяння трансмісії основної відсоткової ставки.

Основними методами у системі регулювання валютного курсу з позиції держави виступають [26; 66; 69; 88; 113; 145]: дисконтна політика, девальвація і ревальвація валюти, валютна девізна політика (валютні інтервенції).

Відтак, під дисконтною політикою слід розуміти таку систему економічних, правових та організаційних заходів, які, завдяки використанню облікового відсотка (дисконта), націлені на регулювання різних економічних процесів, а саме кредитних потоків, інвестицій чи валютних відносин [69, с. 155–156; 145].

Водночас дисконтна політика виступає однією із форм грошово-кредитної політики, що перебуває у компетенції центрального банку, яким проводиться підвищення або заниження процентних (дисконтних) ставок щодо регулювання попиту і пропозиції на позичковий капітал. Окрім того, через систему дисконтної політики центральний банк здійснює вплив на темпи інфляції та стан платіжного балансу. У випадку підвищення офіційної процентної (дисконтної) ставки відбувається зниження рівня надання кредитів центральним банком комерційним банкам. Як наслідок – зменшується рівень грошової маси в обігу та спостерігаються процеси припливу іноземного капіталу, що, у результаті, ефективно впливає на покращення платіжного балансу держави [69, с. 155–156].

На основі опрацьованих джерел [26, с. 119; 66, с. 130–131, 478; 88, с. 343–344; 113, с. 32; 145] встановлено, що девальвація валюти – це законодавче зниження валютного курсу чи центрального паритету, яке відбувається за режимом фіксованого валютного курсу. За рахунок проведення девальвації національної валюти спостерігається покращення умов для здійснення експорту продукції, при чому, виникає значна перешкода для імпорту – відбувається стимулювання попиту на продукцію національного виробника. На відміну від девальвації валюти, ревальвація валюти передбачає стимулювання імпорту

продукції та примноження іноземних інвестицій, однак націлена на стримування експорту продукції вітчизняного виробника.

Щодо валютної девізної політики, то це особлива система регулювання валютного курсу як купівлі, так і продажу іноземної валюти, із використанням методів валютної інтервенції та валютних обмежень [66, с. 435; 145].

В сучасних умовах трансформаційних змін економіки на динаміку валютного курсу впливає безліч різноманітних факторів та чинників, проте, як засвідчують результати аналізу джерел [39; 40; 66, с. 306; 64], визначальними серед них є:

1) коливання рівня попиту і пропозиції іноземної валюти;

2) стан платіжного балансу держави;

3) рівень інфляції;

4) економічне та політичне становище держави;

5) ступінь довіри до національної грошової одиниці;

6) інфляційні очікування суб’єктів ринку;

7) міждержавний рух капіталу.

Одним із ключових елементів валютної системи будь-якої держави виступає національна валюта. Так, згідно [66] під національною валютою доцільно трактувати грошову одиницю окремої країни, використання якої відображається у внутрішніх розрахунках, зовнішньоекономічних відносинах і при розрахунках з іншими країнами [66, с. 77].

Результати опрацювання джерел [69, с. 117; 113;146] засвідчують, що на сьогодні одними із найпоширеніших міжнародних засобів розрахунків і платежів виступають такі національні валюти як американський долар, євро, японська єна чи китайський юань. При тому, країнам, від яких походять зазначені вище валюти, надається пріоритетне значення, оскільки вони мають значні конкурентні переваги перед іншими країнами і стабільно функціонують у системі інформаційного забезпечення, часу та ресурсів.

Згідно Закону України «Про валюту і валютні операції» [124], під валютними операціями розуміються [124]:

1) операції із переходу права власності на валютні цінності і (чи) права вимоги та взаємопов'язаних із цим зобов'язань, в основі предмету яких лежать валютні цінності між резидентами і нерезидентами чи резидентами, нерезидентами, за винятком операцій, які проводяться між резидентами держави, де у вигляді валютних цінностей виступає національна валюта;

2) система торгівлі валютними цінностями;

3) транскордонне переміщення валютних цінностей і (чи) транскордонний переказ валютних цінностей.

В процесі дослідження змісту системи валютного регулювання як економічної категорії, необхідно, перш за все, визначити сутність поняття «валютне регулювання».

Так, з позиції О. Дзюблюка під валютним регулюванням слід розуміти діяльність держави через певні законодавчі та в особі уповноважених нею органів у сфері здійснення відповідних законодавчих та організаційних заходів стосовно алгоритму проведення операцій із валютними цінностями на території держави [52, с. 40]. Натомість О. Береславська тлумачить економічну категорію «валютне регулювання» як особливий економічний вид регулювання валютних відносин державою завдяки проведенню нею суворої регламентації руху національної валюти у відповідності до встановленої мети валютної політики держави [13, с. 61].

Горлякова М. розглядає поняття «валютне регулювання» з чотирьох позицій. Так, згідно економічної точки зору, валютне регулювання слід визначати як сукупність інструментів та методів, які перебувають у використанні держави задля забезпечення досягнення цілей валютної політики, виходчи із загальної стратегії економічного розвитку держави. З правової позиції валютне регулювання доцільно трактувати як комплекс нормативно-правових документів, за якими регламентується алгоритм та принципи проведення валютних операцій в державі та поза її територією. За психологічним підходом, валютне регулювання представляє собою комплекс цілей та завдань валютної політики з переліком варіантів та алгоритмом дій їх

практичної реалізації. З точки зору організаційного підходу, валютне регулювання – це структура органів державної влади, які реалізують валютну політики та здійснюють управлінські функції щодо функціонування валютних відносин як у середині країни, так і за її межами, з ціллю контролю за дотриманням законодавства. Таким чином, на основі зазначеної вище інформації, категорію “валютне регулювання” доцільно узагальнити як діяльність держави та уповноважених нею органів у сфері регламентації валютних відносин економічними суб’єктами на валютних ринках [45, с. 68].

Важливе місце у системі валютного регулювання посідає політика, яка націлена на формування ліквідних ресурсів і забезпечення ними держави та міжнародного співтовариства [113, с. 34]. Варто відмітити, що міжнародна валютна ліквідність відображає здатність тієї чи іншої країни, або країн певного регіону чи усіх разом країн проводити безперебійну оплату своїх зовнішніх зобов’язань за допомогою відповідних платіжних засобів, а також характеризує рівень платоспроможності окремих суб’єктів господарювання, що функціонують на світовому ринку [113, с. 34; 146]. В основі структури міжнародної валютної ліквідності лежать такі елементи, як офіційні валютні резерви країн, офіційні золоті резерви, резервне становище у МВФ, рахунки у СДР [69, с. 117; 146].

На сьогодні використання різноманітних валютних обмежень, як однієї із форм регулювання діяльності валютного ринку, є одним із оперативних інструментів системи валютного регулювання. При цьому, їх ключова особливість полягає у тому, що вони можуть як швидко впроваджуватися,так і швидко зніматися. Такі дії, у першу чергу, залежать від ситуації, що склалася на валютному ринку [17].

На думку О. Береславської, використання інструментів валютного регулювання націлене на формування обмінного курсу національної валюти, на здійснення контролю за операціями купівлі-продажу іноземних валют, а також – на дотримання державою норм того режиму валютного курсу, який вона собі обрала. Інструменти валютного регулювання доцільно поділити на дві основні

категорії: ринкові та неринкові [14, с. 7]. Слід зазначити, що ринкові інструменти валютного регулювання чинять опосередкований вплив на стан валютного ринку. Зокрема, це такі традиційні інструменти як: валютні інтервенції, управління міжнародними резервами, відсоткова політика. До специфічних видів інструментів, що також чинять опосередкований вплив належать: хеджування валютних ризиків, ф'ючерси, форварди, опціони, свопи. Поряд з тим, серед неринкових інструментів валютного регулювання доцільно відзначити адміністративні, тобто здійснення валютних обмежень та валютного контролю, встановлення лімітів, нормативів, ліцензій, пруденційного нагляду [14, с. 11].

Значний вплив на стан валютного ринку мають економічні та адміністративні інструменти. Відтак, до числа економічних інструментів, через які центральні банки реалізують валютну політику, слід віднести систему регулювання режиму валютного курсу, процеси девальвації та ревальвації валюти, девізну політику, політику диверсифікації валютних резервів [139].

Як засвідчує практика функціонування валютних ринків, застосування інструментів валютного регулювання, тобто адміністративних та економічних, у різних країнах відбувається у різних пропорціях. В усіх країнах набір інструментів валютного регулювання визначається, виходячи із стану валютного ринку, конвертованості національної валюти, наявності високого рівня розвитку фінансового ринку, стану макроекономічного середовища, рівня інтернаціоналізації валюти. При тому, рівень інтернаціоналізації валюти – це один із головних факторів формування і впровадження в дію механізму валютного регулювання [14, с. 12].

Згідно Закону України «Про валюту і валютні операції» [124], основними принципами, за якими НБУ проводить діяльність, націлену на регламентацію проведення валютних операцій відповідними суб'єктами валютних операцій та уповноваженими установами, тобто здійснює валютне регулювання, є [124]:

– вільний вибір здійснення валютних операцій;

– прозорість, ефективність, ризикоорієнтованість і достатність валютного регулювання;

– ринковість та самостійність валютного регулювання.

З точки зору класичної економічної теорії виділяють такі основні системи стабілізації валютних ринків, як Паризька та Генуезька (золотовалютна) система, Бреттон-Вудська система, та Ямайська (європейська) система. У Паризькій та Генуезькій (золотовалютній) системах ключовою міжнародною розрахунковою одиницею виступає золото. При цьому, валютний курс обчислюється, виходячи із запасу золота. До переваг цієї системи слід віднести [163, с. 1003]:

– стабільність валютного курсу та цін;

– стабільність економічної ситуації на валютному ринку;

– автоматичне регулювання валютного курсу і платіжного балансу.

Серед недоліків Паризької та Генуезької (золотовалютної) системи доцільно назвати високий рівень складності економічного регулювання та повну залежність стану валютного ринку від рівня видобутку золота і його поставок [163, с. 1003].

За Бреттон-Вудської системи золото виступає функцією світових грошей, але одночасно використовуються такі резервні валюти як долар США чи англійський фунт стерлінгів. Ця система сприяє вільній конвертованості валюти і відносній стабільності валютного курсу, де долар США монополізує світовий валютний ринок, але при цьому є чутливою до зовнішніх умов і кризових явищ та потерпає від втручання держави у систему стабілізації валютного ринку і валютного курсу [163, с. 1003].

Щодо Ямайської (європейської) системи, то золото у ролі офіційної валюти скасовується та скасовуються будь-які валютні паритети. За таких обставин вводиться стандарт спеціальних прав запозичення (СПЗ), який має функцію світових грошей і використовується для обміну валют. Офіційними резервними валютами виступають долар США, англійський фунт стерлінгів, євро та японська єна. Як наслідок впровадження системи, виникає плаваючий

валютний курс, який базується на засадах попиту та пропозиції, що склалися на валютному ринку. Проте, недоліком такого впровадження виступає високий і водночас різкий рівень коливання валютних курсів, значні темпи інфляції і прив'язання валют країн до офіційних валют на світовому валютному ринку, що має для них негативні наслідки [163, с. 1003].

У структурі фінансової системи країни валютний ринок є одним із сегментів фінансового ринку, власне тому, доцільно було б розглядати поняття «стабілізація валютного ринку», виходячи з понять «фінансова стабільність» та макрофінансова стабілізація». Для того, щоб ідентифікувати понятійний апарат категорії «стабілізація валютного ринку», перш за все, варто визначити сутність поняття «стабільність».

Так, за інформацією, поданою у Кембриджському тлумачному словнику, стабільність – (англ. stability; нім. Stabilitat) – це стійкість, постійність, незмінність, здатність системи функціонувати, зберігаючи незмінність своєї структури, підтримуючи рівновагу [204]. В Українському тлумачному словнику поняття «стабільність» трактується як стійкість, сталість, тривале збереження певного постійного стану або рівня [154].

Оскільки фінансова система, на думку Б. Пшика [135, с. 96], є комплексом таких елементів як фінансові установи, організації, інфраструктурні інститути і зв'язки між ними, які охоплені поняттям фінансових ринків (фондова біржа, грошовий ринок, ринок похідних фінансових інструментів), тому вона передбачає стабілізацію кожного з елементів цієї системи. Також дослідженню даної проблематики була присвячена низка публікацій [8; 194; 195; 203]. Так, Я. Белінською поняття «фінансова стабільність» трактується як «властивість фінансової системи адекватно із мінімальними витратами змінювати основні характеристики розвитку відповідно до трансформацій економічної системи» [8, с. 66]. Однак, на нашу думку, більш точне тлумачення сутності дефініції «фінансова стабільність» сформульовано Б. Пшиком. На основі аналізу різних підходів, вченим визначено, що фінансова стабільність – це «стійкий стан фінансової

системи країни, що дає змогу забезпечити безперебійне здійснення розрахунків в економіці, високий рівень довіри до фінансово-кредитних установ, відсутність надмірної волатильності фінансових ринків, ефективний розподіл фінансових ресурсів та можливість управління фінансовими ризиками, а також запас міцності у фінансовій системі, що дає змогу протистояти негативним економічним шокам у майбутньому та запобігати їх негативному впливу на економіку» [135, с. 96]. Підходи до трактування сутності поняття «макрофінансова стабільність» узагальнено у таблиці 1.1.

Отже, виходячи із розуміння сутності понять «валютний ринок», «волатильність валютного ринку», «стабільність», «фінансова стабільність» та «макрофінансова стабільність», доцільно запропонувати власне визначення сутності поняття «стабілізація валютного ринку».

Так, стабілізація валютного ринку – це система заходів збереження стійкого стану (стійкої позиції) та сталого розвитку кон'юнктури валютного ринку у міжнародній та національній валютній системі з метою запобігання надмірній волатильності та одночасною мінімізацією дестабілізуючих факторів задля налагодження ефективності функціонування його ключових елементів, учасників та суб’єктів у поточному періоді і у перспективі.

Таблиця 1.1

Підходи до трактування сутності поняття «макрофінансова стабільність»

№ п/п	Трактування	Автор	Рік	Джерело
1	Стан національної економіки, який відображається через такі макрофінансові параметри, як фінансові та монетарні показники і індикатори (обсяг грошової маси, структура грошової маси, інфляція, курс національної валюти, облікова ставка центрального банку, процентні ставки за кредитами комерційних банків, бюджет держави, обсяг зовнішнього та внутрішнього боргу держави)	В. Тропіна	2016	[157]

Продовження таблиці 1.1.

2	Стан фінансової системи та фінансового ринку національної економіки, який визначається за відповідними макроекономічними індикаторами та показниками	Ю. Півняк	2013	[121]
3	Стан фінансової системи макрорівня, який оцінюється через комплекс макрофінансових індикаторів, як індикатори фінансової стійкості (дефіцит державного бюджету, співвідношення активів і зобов'язань, співвідношення боргу і ВВП), індикатори фінансової гнучкості (співвідношення витрат на обслуговування державного боргу і доходів бюджету, співвідношення доходів бюджету і ВВП) та індикатори фінансової залежності (співвідношення валютних надходжень і зовнішнього боргу)	В. Хлівний, Н. Рудик	2013	[162]
4	Можливість фінансової системи національної економіки сприяти максимальному обмеженню нарощування ризиків, які виникають на макрорівні фінансової системи за рахунок координації макроекономічної і пруденційної політики та інституційного базису.	І. Артем'єва	2012	[5]
5	Стійкість фінансового сектору в економіці держави	О. Сунцова	2012	[153]

Джерело: складено автором на основі [5; 121; 153; 157; 162]

На сьогодні велику роль у забезпеченні стабільності функціонування валютного ринку країни відіграє іноземний капітал. Його присутність в банківській системі дозволяє [54]:

– забезпечити валютний ринок необхідними ресурсами та знизити залежність внутрішніх валютних ресурсів;

– несуттєво здешевити вартість валютних ресурсів у ситуації забезпечення стабільності функціонування валютного ринку і скоротити попит на іноземну валюту;

– збільшити можливості результативнішого розміщення капіталу і масштабнішого залучення іноземних інвестицій;

– розвивати і розширити відносини між іноземними та національними банками;

– збільшити доступність до міжнародних валютних ринків і ринків капіталів;

– покращити і збільшити номенклатуру послуг банків у сфері здійснення валютних операцій;

– покращити рівень організаційних процесів на валютних ринках;

– підвищити рівень конкуренції серед банківських установ та рівень ефективності функціонування основних суб'єктів валютних ринків;

– підвищити розвиток рівня ринкової інфраструктури, зокрема розширити кількість суб'єктів та учасників валютних відносин.

Поряд з тим, існує ряд негативних наслідків впливу іноземного капіталу на розвиток валютного ринку. З огляду на це, негативний вплив іноземного капіталу проявляється у сфері порушення умов діяльності та погіршення конкурентоспроможності комерційних банків як учасників валютного ринку. Як правило, відбувається скорочення частки комерційних банків та зростає частка іноземних банків на валютному ринку, що спричиняє ситуацію порушення балансу і значного тиску на банківський сектор потужними учасниками міжнародних валютних відносин [54, с. 27].

Науково-методичне обґрунтування проблеми стабілізації валютного ринку також розроблено вітчизняним вченим-теоретиком Ю. Макаренком, який запропонував комплекс рекомендацій щодо стабілізації валютного ринку України та зниження рівня валютних ризиків. Зокрема, цей комплекс заходів стабілізації вітчизняного валютного ринку передбачає [104, с. 120]: а) вдосконалити алгоритм роботи на валютному ринку і принципи хеджування валютних ризиків; б) сприяти чіткому моніторингу валютних ризиків; в) вдосконалити систему пруденційного нагляду з метою попередження валютних ризиків; г) запровадити примусове одержання резидентами дозволів на

залучення іноземних кредитів; д) здійснювати депонування зовнішніх кредитів на спецрахунках НБУ; е) оптимізувати взаємозв'язок між попитом на іноземну і національну валюту; є) лімітувати права комерційних вітчизняних банків стосовно надання ними міжнародних кредитів у іноземній валюті; ж) лімітувати виплату відсотків за вкладами нерезидентів у національній валюті.

Разом з тим, Н. Богацька розглядає серед умов покращення функціонування та стабілізації валютного ринку України ряд наступних дій, які підлягають обов'язковій реалізації, зокрема [17]: а) знизити рівень доларизації економіки за рахунок формування та підвищення привабливості активів в національній валюті; б) вдосконалити систему контролю за діяльністю учасників валютного ринку; в) сформувати стабільну нормативну базу центрального банку; г) стимулювати експорт вітчизняної продукції за кордон та сприяти забезпеченню рівноваги платіжного балансу.

З огляду на сучасні тенденції щодо розроблення ефективних методів стабілізації фінансової системи та валютного ринку зокрема, важлива увага вченими-теоретиками та практиками приділяється ролі фіскальної політики держави в контексті забезпечення стабільності валютної системи.

1.2. Фіскальна політика та її вплив на стабільність валютного ринку

На сьогоднішній день існує ряд серйозних проблем в проведенні ефективної бюджетно-податкової (фіскальної) політики. Відсутній глибокий аналіз фінансових зв'язків в економіці, потреб держави у фінансових ресурсах для виконання покладених на неї функцій щодо регулювання темпів і пропорцій розвитку економіки. Для досягнення мети наукової роботи, необхідно, перш за все, ознайомитися із сутністю та особливостями економічної категорії «фіскальна політика».

Тлумачення змісту поняття «фіскальна політика» на сьогодні представлене різними науковими напрямами, зокрема представниками

меркантилізму (Т. Ман), класичної школи політичної економії (У. Петті, Д. Рікардо), кейнсіанства (Дж. Кейнс), теорії економіки пропозиції (А. Лаффер), монетаристської школи економіки (М. Фрідман, Дж. Стігліц, Дж. Б'юкенен) та вітчизняними науковцями (О. Ватаманюк, С. Панчишин) [118, с. 29]. У даному контексті доцільно погодитися з науковими думками, представленими у джерелах [66, с. 440; 138; 144, с. 529], у яких під поняттям «фіскальна політика» слід розуміти:

– політику держави щодо зниження рівня коливання ділових циклів, сприяння підвищенню рівня соціально-економічного розвитку та загального рівня зайнятості і стабілізації цін за умов забезпечення низького рівня інфляції [66, с. 440];

– комплекс відповідних заходів держави у системі оподаткування і державних витрат щодо впливу на: а) стан і рівень господарської кон'юнктури; б) особливості перерозподілу національного доходу; в) спосіб і обсяги нагромадження бажаних ресурсів задля фінансування різного роду соціальних програм [138; 144, с. 529].

У своїх дослідженнях І. Скоропад визначає фіскальну політику як один із ключових факторів регулювання ринкової економіки [144]. Поряд з тим, Петленко Ю. тлумачить фіскальну політику як складову фінансової діяльності держави, яка виступає у ролі керованої системи та передбачає досягнення визначених цілей на різних стадіях розвитку економіки [118, с. 29].

У наукових дослідженнях О. Василик визначає фіскальну політику, як фінансову політику, а основними показниками її успішності – рівень дефіциту бюджету і стабільність національної валюти [32].

Відтак, основною метою фіскальної політики держави виступає забезпечення досягнення макроекономічної стабільності і оптимального рівня безробіття завдяки розвитку та постійному удосконаленні системи організованості праці і виробництва за рахунок використання підходу зниження податків та збільшення рівня державних інвестицій [144].

На сьогодні існує низка різноманітних методів впливу фіскальної політики, однак їх використання залежить від того, на якій стадії розвитку чи становлення перебуває вітчизняна економіка. В контексті зазначеного, цілями фіскальної політики виступають [118, с. 29]:

1) досягнення стабільного економічного зростання;

2) зменшення рівня впливу циклічності економіки на добробут та рівень життя населення;

3) підвищення рівня зайнятості населення за рахунок відповідних методів мотивування та стимулювання;

4) досягнення низького рівня інфляції національної валюти;

5) забезпечення економічного розвитку усіх без винятку регіонів країни на рівних засадах.

Фіскальна політика як інструмент, який використовує держава з метою регулювання фінансової діяльності, виступає у формі здійснення стимулюючої та стримуючої (автоматичної) фіскальної політики. [118, с. 30].

В умовах спаду виробництва в економіці стимулюючу фіскальну політику реалізують за рахунок зростання видатків та трансфертів і зниження податків, а стримуючу – за рахунок зростання соціальних трансфертів та зниження податків. Як наслідок цього, спостерігається подолання циклічного спаду і збільшення бюджетного дефіциту. Коли стан економіки держави свідчить про підйом, тобто пожвавлення економіки, за стимулюючої фіскальної політики відбувається зниження видатків та трансфертів і збільшення податків, а при стримуючій фіскальній політиці аналогічно знижуються соціальні трансферти, проводиться оподаткування додаткових доходів за відносно високими ставками. Внаслідок таких дій відбувається стимулювання підйому та формування бюджетного профіциту [32, с. 179; 118, с. 30; 168, с. 401–402].

Окрім того, стимулююча фіскальна політика передбачає зростання рівня державних витрат, скорочення рівня податків та взаємозв’язок між зростанням рівня державних видатків і скороченням рівня податків. За стримуючої фіскальної політики відбувається зниження рівня державних видатків і

збільшення рівня податків. При цьому враховується взаємозв'язок між зниженням рівня державних витрат і збільшенням рівня податків [144, с. 531].

Дослідження засвідчують, що експансійна фіскальна політика застосовується переважно на етапах спаду економіки в державі. В її основі лежить забезпечення скорочення рівня падіння обсягів виробництва, зокрема, за допомогою дефіцитного фінансування. Поряд з тим, рестрикційна фіскальна політика застосовується переважно за умов інфляційного зростання і спрямована на позитивний залишок у державному бюджеті. При тому, доцільно зазначити, що паралельно із рестрикційною фіскальною політикою застосовують автоматичну фіскальну політику (політику автоматичних стабілізаторів) [112; 138; 144].

У кризових ситуаціях, за винятком наслідків дій уряду, у фіскальній політиці вводяться в дію відповідні автоматичні стабілізатори. Як приклад такого виду фіскальної політики можна назвати різке скорочення бюджетних надходжень, при чому, видатки відповідно до деяких програм автоматично збільшуються як противага зменшенню рівня економічної активності [55].

В свою чергу, реалізація того чи іншого виду фіскальної політики керується низкою принципів. Так, принципами стимулюючої фіскальної політики виступають [168, с. 401–402]: принцип ефективності системи оподаткування; принцип застосування єдиного податку; принцип достатності; принцип податкоспроможності та рівнонапруженості; принцип стабільності податкового законодавства; принцип системності та внутрішньої системності системи оподаткування.

Натомість, принципи, яких потрібно дотримуватися при стримуючій фіскальній політиці це: принцип впровадження множини податків, принцип гнучкості системи оподаткування, принцип невідворотності, принцип нейтральності системи оподаткування [168, с. 402].

Виходячи із окреслених вище особливостей фіскальної політики, представлених у [138; 144], слід відзначити, що значний вплив на стан перебігу макроекономічних процесів в Україні мають зміни у податкових та видаткових

процесах. З огляду на те, доходи бюджету складають всі як податкові, так і неподаткові та (чи) інші надходження, на основі їх безповоротності та, які спрямовані на відповідно визначені законодавством України, цілі [144, с. 530].

Так, у Фінансово-економічному словнику А. Загороднього та Г. Вознюк під податками розуміють систему обов'язкових платежів як підприємств, установ, організацій, так і населення. При тому, податки виступають ключовим інструментом державного регулювання економіки на національному, регіональному та місцевому рівнях, різних сфер діяльності [66, с. 421].

Окрім того, податки виступають джерелом перерозподілу доходів, за рахунок чого вони мають здатність сповільнювати чи підвищувати дії різних соціально-економічних процесів в країні. Розмір та терміни сплати податків встановлюються лише державою в особі уповноважених на те органів і ґрунтуються на відповідних документах вищої юридичної сили. Переважно, законодавчо дії податкової системи регламентуються податковим законодавством [66, с. 421].

Поряд з тим, ключовими функціями податків виступають розподільна, фіскальна та регулювальна функції. Відтак, розподальна функція відображає процеси перерозподілу вартості утвореного Валового національного продукту (ВНП) між державою та юридичними і фізичними особами [144]. Через фіскальну функцію податків держава здійснює процеси централізації частини ВНП у різні види бюджетів на задоволення загальносуспільних потреб. Внаслідок застосування регулюючої функції держава показує вплив податків на різні сфери функціонування та діяльності тих, хто сплачує ці податки [144, с. 530; 123, с. 123].

Тут також варто наголосити на важливості дослідження таких категорій, як податкова система та податкова політика і їх ролі у процесі державного регулювання економіки. Виходячи із цього, податкова система – це сукупна система податків і зборів, що врегульовані відповідними правовими нормами, та які стягуються як з юридичних, так і з фізичних осіб на території відповідної держави. Сюди також відносять комплекс принципів, методів і форм

встановлення суми податків, їх зміни чи відміни, а також строки їх сплати чи дії. Контролююча фунція за правильністю податкового процесу покладається на уповноважених осіб та передбачає юридичну відповідальність за порушення норм податкового законодавства [144, с. 532; 147].

У податковій системі, як і в будь-якій іншій економічній системі, існують певні відносини між її елементами. Згідно [66, с. 532], існують дві групи податкових відносин: 1) відносини, за якими відбувається регулювання комплексу податків та зборів; 2) відносини стосовно установлення, зміни чи відміни відповідної суми податків та зборів, забезпечення умов їх сплати та організації контролю і юридичної відповідальності внаслідок порушення норм податкового законодавства.

Щодо другої категорії «податкова політика», то на основі аналізу різних підходів, представлених у джерелах [1; 35; 51; 60; 70; 72; 92; 96] та чітко відображених у роботі [148], встановлено, такі її ключові особливості:

– податкова політика відображає діяльність держави у сфері оподаткування;

– в основі податкової політики лежить комплекс економічних, організаційних та правових заходів, спрямованих на регулювання сфери податкових відносин;

– податкова політика націлена на забезпечення процесу податкових надходжень і умов стимулювання економічного зростання в державі;

– податкова політика виступає ключовим елементом загальної фінансової політики держави, спрямованої на середньострокову та довгострокову перспективи;

– податкова політика реалізується на визначених засадах податкової системи держави;

– податкова політика регламентується виключно на законодавчих нормах.

Здатність збільшити розмір державного бюджету внаслідок ефективної системи оподаткування є достатньо очевидною. Однак, в реальності це

виглядатиме не так, як свідчить теорія, бо на практиці зустрічається досить багато різних проблем, які перешкоджають цьому.

Отже, будь-який податок незалежно від форми стягнення знижує рівень зацікавленості у його продуктивній діяльності. Така ситуація дослівно відображається у дослідженнях відомого американського економіста А. Лаффера та демонструється графіком під назвою «крива Лаффера» [144, с. 530].

В процесі дослідження особливостей податкової політики виникає наступна думка: головне завдання податкової політики у середньостроковій перспективі полягає у досягненні високого рівня економічного зростання.

Поряд з тим, слід вказати на те, що фіскальне регулювання – це один із незалежних та водночас самостійних інструментів державної політики [119, с. 819]. Дослідження доводять, що на ефективність фіскальних інструментів впливають не тільки структура та система стимулювання, але і стан середовища, у якому їх використовуватимуть з метою забезпечення фіскальної стабільності [119, с. 820].

Варто зазначити, що під поняттям «фіскальної стабільності» доцільно розуміти такі обставини що склалися, за яких уряд може сприяти досягненню цілей фіскальної політики держави. Фіскальна стабільність відображає можливість уряду вирішувати його поточні завдання [43, с. 55].

Поряд з тим, досягнення цілей забезпечення фіскальної стабільності передбачає [176]:

– зниження рівня дефіциту бюджету і видатків бюджету;

– внесення відповідних змін у податках і видатках;

– здійснення середньострокового планування і перегляду певних бюджетних програм.

Крім того, визначальними індикаторами фіскальної стабільності виступають [162]:

– дефіцит загальнодержавних фінансів не повинен перевищувати 2–3% ВВП;

– відношення боргу до ВВП повинно бути нижчим 50%;

– уряд повинен дотримуватись формалізованих фіскальних правил;

– запровадження бюджетного планування;

– перегляд видатків згідно бюджетних програм;

– дотримання норм бюджетного законодавства.

Цілком протилежним поняттям поняттю «фіскальна стабільність» є поняття «фіскальна вразливість». Так, фіскальна вразливість відображає ймовірність того, що уряд не зможе досягти цілей фіскальної політики держави [23; 43, с. 55].

На думку Т. Богдан, фіскальна вразливість – це одна із умов виникнення фінансової кризи чи кризи державних фінансів. А це, в кінцевому результаті, призводить до виникнення фіскального дисбалансу, тобто до напруженої ситуації в бюджетно-податковій сфері, коли виникають великі розриви між надходженнями та витратами уряду. Якщо у такій ситуації не вжити відповідні заходи, то це стає проявом виникнення бюджетної чи боргової кризи [23].

Варто зазначити, що вплив фіскальної політики реалізується через два важелі [48, с. 130], державні доходи та державні видатки.

На систему формування та реалізації механізму фіскального регулювання впливає комплекс факторів, серед яких визначальне місце посідають [117]:

1) регуляторна система, що характеризується чинною владою і впливовим політичним середовищем;

2) мотиваційна система, яку формують соціальні інститути;

3) інформаційна система, яка визначає доступ та достовірність одержаної інформації.

Ключовими параметрами фіскального регулювання виступають державні видатки, податки, позики і дефіцит бюджету [120]. При цьому, до фіскальних інструментів відносяться: податкове навантаження, податкові ставки, податкові пільги, соціальні режими оподаткування, альтернативні режими оподаткування, розстрочення та відстрочення податкових платежів. Поряд з тим, систему бюджетних важелів складають: структура видатків бюджету, бюджетні

інвестиції, трансферти, бюджетний дефіцит та величина державного боргу [117].

Теоретичною базою для аналізу впливу фіскальної політики на стан валютного ринку обрано модель Манделла-Флемінга. Згідно концептуальних засад, ця модель відповідає кейнсіанській схемі макроекономічної рівноваги і дозволяє дослідити фіскальну і монетарну політику у малій відкритій економічній системі (*англ.* fiscal-monetary mix). Попри моделювання монетарної політики за допомогою монетарних агрегатів (таргетування грошової маси), що контрастує з поширенням таргетування інфляції, тим не менше модель Манделла-Флемінга зберігає аналітичні властивості. По-перше, навіть за умов таргетування інфляції не вдається уникнути значних інтервенцій центрального банку задля стабілізації обмінного курсу. Передусім це стосується доларизованих економік, де іноземна валюта використовується як чинник заощаджень і обслуговування тіньового обігу. Прикладом може бути поведінка Національного банку України в 2016–2019 рр. По-друге, модель Манделла-Флемінга дуже вдало підкреслює відмінності між країнами щодо залежності потоків капіталу від різниці процентних ставок між даною країною і за кордоном.

Концептуально модель Манделла-Флемінга представлена трьома рівняннями [171, с 333]:

$$Y=C(Y-T,r)+I(r)+G+CA(q,Y,Y^{*}), \qquad (1.3)$$

$$C_y,\ CA_q,\ CA_y > 0, \quad C_r,\ I_r,\ CA_y < 0,$$

$$\frac{M}{P} = L(Y, r), \quad L_y > 0,\ L_r < 0, \qquad (1.4)$$

$$CA(q,Y,Y^{*})+ k(r-r^{*})=0,\ 0 \le k < \infty, \qquad (1.5)$$

де *Y* – дохід; *C* – споживання; *T* – податкові надходження; *r* – відсоткова ставка; *I* – інвестиції; *G* – урядові видатки; *CA* – сальдо поточного рахунку; *q* – реальний обмінний курс; *Y** – дохід торговельних партнерів; *Cy, CAq, CAy, Cr, Ir, Ly, Lr* – відповідні часткові похідні; *M* – грошова маса; *P* – інфляція; *L* –

функція попиту на гроші; k – залежність потоків капіталу від різниці процентних ставок; r^* – світова процентна ставка.

У рівнянні (1.3) охарактеризовано залежність доходу від компонент сукупного попиту. Приватне споживання залежить від доходу в користуванні (з врахуванням податків) і процентної ставки. Збільшення податків обмежує приватне споживання і таким чином призводить до зменшення доходу, тобто має рестрикційний вплив. Протилежний вплив має збільшення урядових видатків. Інвестиції обернено залежать від вартості кредитних ресурсів, що не потребує додаткових пояснень. Сальдо поточного рахунку визначено прямою залежністю від реального обмінного курсу (РОК) і доходу за кордоном, тоді як збільшення доходу в даній країні призводить до погіршення сальдо торгівлі товарами і послугами. Сприятливе для зовнішнього сектора зниження РОК досягається за допомогою девальвації грошової одиниці та зниження внутрішніх цін; подібно впливає підвищення цін за кордоном.

У рівнянні (1.4) визначено рівновагу грошового ринку. Пропозицію грошової маси у реальному вимірі (з врахуванням рівня цін) врівноважує попит на гроші, який залежить від доходу і процентної ставки. Попит на гроші зростає в унісон зі збільшенням доходу, тоді як підвищення процентної ставки має цілком протилежний вплив.

Рівняння (1.5) характеризує рівновагу платіжного балансу. Сальдо поточного рахунку врівноважується потоками капіталу, які залежать від різниці процентних ставок – у даній країні та за кордоном. Якщо чутливість потоків капіталу до різниці процентних ставок незначна (у такому випадку стверджують про низьку мобільність капіталу), для фінансування дефіциту поточного рахунку необхідно значне підвищення процентної ставки. Навпаки, країни з високою мобільністю капіталу можуть з легкістю фінансувати від’ємне сальдо експорту імпорту товарів і послуг за допомогою навіть незначного підвищення процентної ставки.

Модель Манделла-Флемінга має численні модифікації, що використовуються для пояснення специфічних макроекономічних механізмів.

Зокрема, можна передбачити залежність приватного споживання від грошової маси і урядових облігацій (ефект добробуту), а попиту на гроші – від вартості грошових та інших активів (ефект реальних балансів). У першому випадку збільшення грошової маси призводить до підсилення експансійного ефекту, а в другому – його послаблення.

Для доларизованої економіки додаткові можливості створює поділ пропозиції грошової маси на дві компоненти – в національній грошовій одиниці та іноземній валюті:

$$H = M + E \cdot F, \tag{1.6}$$

де H – сукупна пропозиція грошової маси, а F – вартість валютних активів [171 с. 324].

У такому разі зміни обмінного курсу або вартості валютних активів впливають на сукупну пропозицію грошової маси, а відповідно сукупний попит (ефект добробуту) і попит на гроші (балансовий ефект). Оскільки зміни обмінного курсу симетричні до змін у пропозиції грошової маси, виникатиме підсилення монетарного імпульсу, що ускладнить використання монетарних інструментів для стабілізації доходу та цін.

Вартість валютних активів може відбивати наслідки купівлі-продажу іноземної валюти населенням і теж впливати на рівновагу обох ринків – товарного і грошового. Якщо населення продаватиме іноземну валюту, а центральний банк перешкоджатиме зміцненню грошової одиниці, це збільшуватиме пропозицію грошової маси, навіть попри підтримання плаваючого обмінного курсу. На випадок девальвації грошової одиниці вартість валютних активів зростатиме, що збільшить пропозицію грошової маси, але цей ефект може слабнути внаслідок купівлі іноземної валюти. Втім, в економіці зі значною трудовою міграцією можна розраховувати, що девальвація грошової одиниці лише підсилить приплив капіталу, що може збільшити пропозицію грошової маси понад деякий рівноважний рівень.

Згідно моделі Манделла-Флемінга фіскальну політику відображають зміни у рівнях видатків бюджету й оподаткування. Окрім структурних

характеристик (цінова еластичність експорту – імпорту, залежність попиту на гроші від доходу і процентної ставки, залежність інвестицій та приватного споживання від процентної ставки тощо) наслідки фіскальної політики визначаються системою обмінного курсу та припущеннями щодо мобільності капіталу. Збільшення державних видатків або зменшення податків уособлюють експансійну фіскальну політику, а зменшення державних видатків і збільшення податків – це приклад рестрикційної фіскальної політики [171, с. 340].

Модель Манделла-Флемінга передбачає, що фіскальна політика впливає на валютний ринок через систему чинників таких як: національний дохід, процентна ставка, рівень цін, та режим курсоутворення (рис. 1.4). Збільшення доходу ймовірно збільшить попит на іноземну валюту внаслідок зростання попиту на імпорт. Водночас більший попит на гроші має позначитися зниженням цін, що поліпшує цінові співвідношення у зовнішній торгівлі та зменшує попит на імпорт, а одночасно підвищує попит на експорт. Підвищення процентної ставки, як один з наслідків зростання доходу, може бути чинником значного припливу капіталу, що збільшить пропозицію іноземної валюти. З іншого боку, надмірне збільшення пропозиції грошової маси в національній грошовій одиниці здатне підсилити попит на іноземну валюту, оскільки учасники ринку побоюватимуться девальвації грошової одиниці.

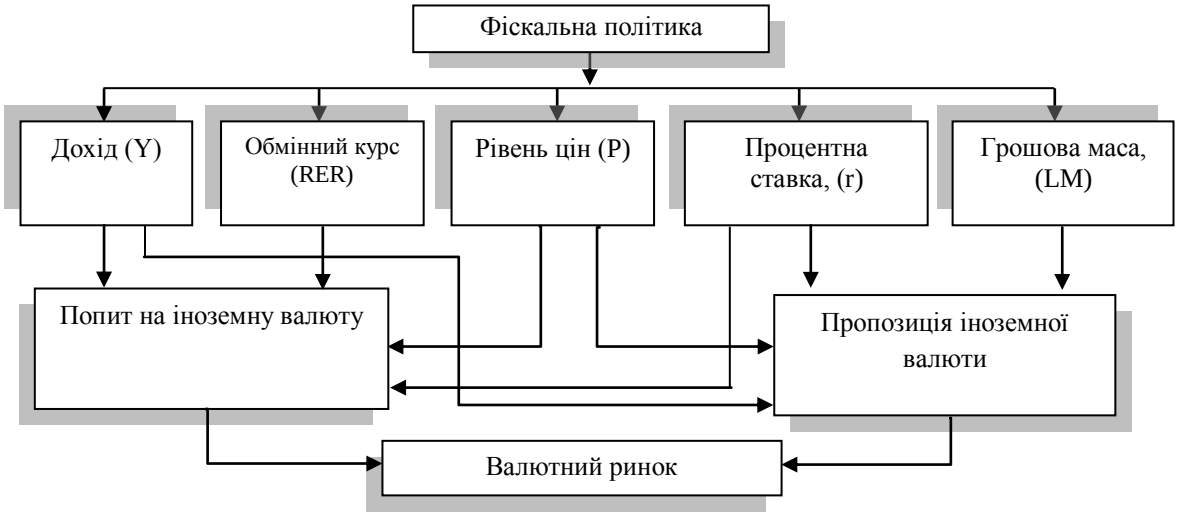


Рис. 1.4. Система чинників опосередкованого впливу фіскальної політики на кон'юнктуру валютного ринку

Джерело: побудовано автором на основі [171, с. 326]

Докладніше особливості впливу експансійної фіскальної політики на кон'юнктуру валютного ринку за умов обмеженої мобільності капіталу (фіксований обмінний курс) зображено на рис 1.5. За умов збільшення видатків (G↑) або зменшення податків (T↓) відбувається збільшення сукупного попиту, що супроводжується переміщенням кривої IS вправо ($IS_0 \rightarrow IS_1$). Це зумовлює підвищення рівноважного рівня процентної ставки та доходу, але зі супутнім збільшенням попиту на імпорт. Внаслідок цього виникає від'ємне сальдо платіжного балансу (рівновага в т. В є не стійкою).

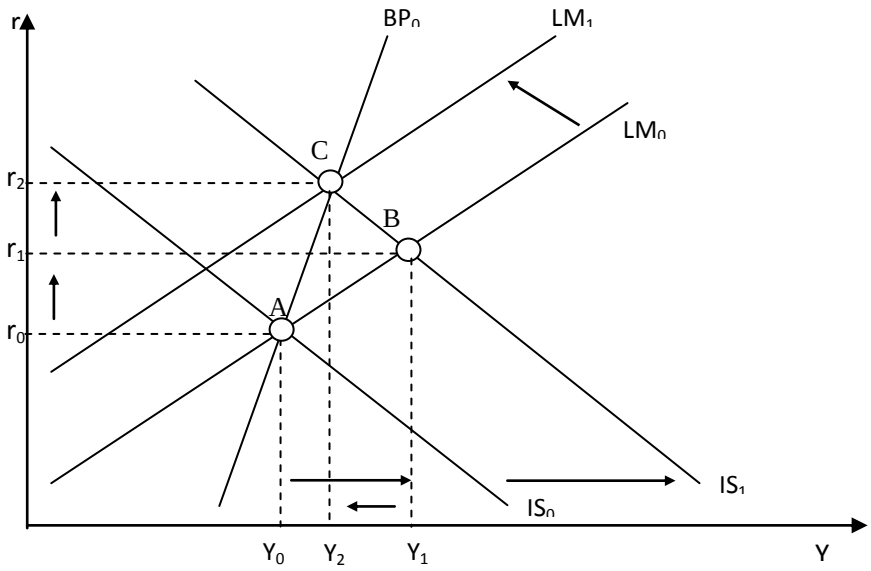


Рис.1.5. Експансійна фіскальна політика для обмеженої мобільності капіталу (фіксований обмінний курс)

Джерело: побудовано автором на основі [172, с. 178]

Наступне перевищення попиту над пропозицією іноземної валюти зменшує пропозицію грошової маси ($LM_0 \rightarrow LM_1$), оскільки для підтримання фіксованого обмінного курсу центральний банк продає іноземну валюту, вилучаючи у цей спосіб з обігу грошову масу, що в подальшому призводить до ще більшого підвищення процентної ставки ($r_1 \rightarrow r_2$) та зменшення доходу (Y1 → Y2). Ці дії поліпшують сальдо рахунку капіталу і поточного рахунку, що дозволяє вирівняти платіжний баланс (т. С). В підсумку наслідком стає менше,

ніж очікувалося, збільшення доходу, та суттєве підвищення процентної ставки. Зрозуміло, що збільшення доходу може взагалі не бути, якщо потоки капіталу не реагують на підвищення процентної ставки в даній країні.

Під час продажу валюти центральним банком немає підстав передбачати протилежне для населення. Намагання придбати іноземну валюту в будь-який спосіб, тоді як потенційні продавці притримуватимуть її в очікуванні ще нижчого обмінного курсу, означатиме прискорену втрату валютних резервів та неминуче стрімке знецінення грошової одиниці. Випереджуюча девальвація грошової одиниці може бути корисною як засіб профілактики платіжного дисбалансу, але зазвичай такі дії вимагають високої довіри до центрального банку та здійснюватися за умов значних валютних резервів. З іншого боку, значні резерви додають впевненості у тому, що попит на іноземну валюти тимчасовий і можна обійтися без непопулярної девальвації грошової одиниці.

Графічна інтерпретація експансійної фіскальної політики за умов обмеженої мобільності капіталу (плаваючий обмінний курс) зображена на рис. 1.6.

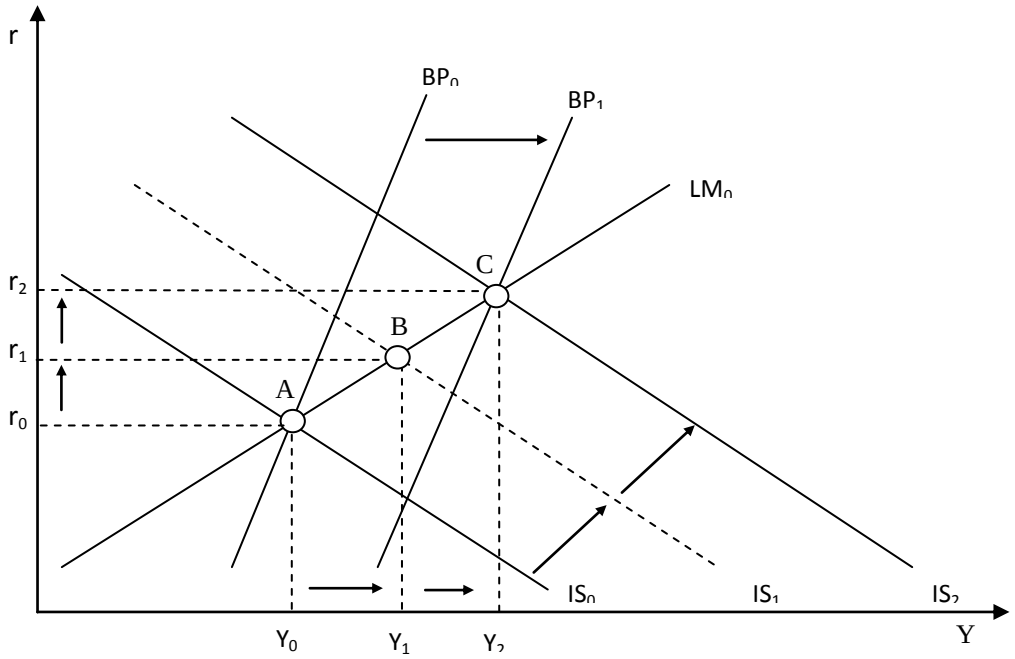


Рис. 1.6. Експансійна фіскальна політика для обмеженої мобільності капіталу (плаваючий обмінний курс)

Джерело: побудовано автором на основі [172, с. 180]

Інтерпретація експансійної фіскальної політики дає змогу простежити, яким чином збільшення видатків за умов обмеженої мобільності капіталу (плаваючий обмінний курс) впливає на кон'юнктуру валютного рику. Так, збільшення видатків спричинює зміну рівноваги на ринку товарів та послуг ($IS_0 \rightarrow IS_1$), що підвищує рівень процентної ставки та доходу, а це, зі свого боку, активізує попит на імпорт. Таким чином, відбувається збільшення попиту на іноземну валюту, яке призводить до знецінення грошової одиниці (↑E) та зниження РОК. Надалі сприятливіші цінові співвідношення у зовнішній торгівлі поліпшують поточний рахунок ($BP_0 \rightarrow BP_1$), що стимулює сукупний попит ($IS_0 \rightarrow IS_1$). В підсумку зовнішня (платіжний баланс) та внутрішня рівновага (доход) досягаються на значно вищому рівні доходу (т. С), хоча й коштом підвищення процентної ставки ($r_1 \rightarrow r_2$). Знецінення грошової одиниці посилює експансійне спрямування фіскальної політики [172, с. 334].

У доларизованій економіці знецінення грошової одиниці підсилюватиме експансійний імпульс за рахунок підвищення попиту на експорт та обмеження імпорту, а також зростання сукупної пропозиції грошової маси (це забезпечується збільшенням валютного компонента грошової маси). Проте сильний зв'язок між знеціненням грошової одиниці та інфляцією здатен істотно послабити стимулюючий ефект. Якщо поступове знецінення грошової одиниці перетвориться в «обвал» обмінного курсу, наслідком знецінення грошової одиниці, яке зумовлене експансійною фіскальною політикою, може бути зменшення доходу. Загалом стабільна девальвація грошової одиниці передбачає відсутність або слабкість цінового ефекту, що забезпечує зниження РОК. Інакше «переліт» цін понад амплітуду знецінення грошової одиниці призведе до інфляційного підвищення цін та підвищення РОК.

Зрозуміло, що наведені вище міркування неповні без врахування ендогенності цін, які так чи інакше реагують на зміни в сукупному попиті. Графічну інтерпретацію впливу експансійної і рестрикційної фіскальної політики у моделі Манделла-Флемінга з врахуванням залежності сукупної пропозиції від РОК для обмеженої мобільності капіталу (фіксований обмінний

курс та плаваючий обмінний курс) зображено у Додатку В. Це дозволяє простежити відповідні цінові ефекти, які важливі для економіки з підвищеною чутливістю реального сектора до зміни відносних цін.

Наслідки впливу експансійної фіскальної політики на кон'юнктуру валютного ринку з урахуванням залежності сукупної пропозиції від РОК для обмеженої мобільності капіталу для випадку збільшення урядових видатків схематично узагальнено на рис 1.7 (фіксований обмінний курс) та 1.8 (плаваючий валютний курс).

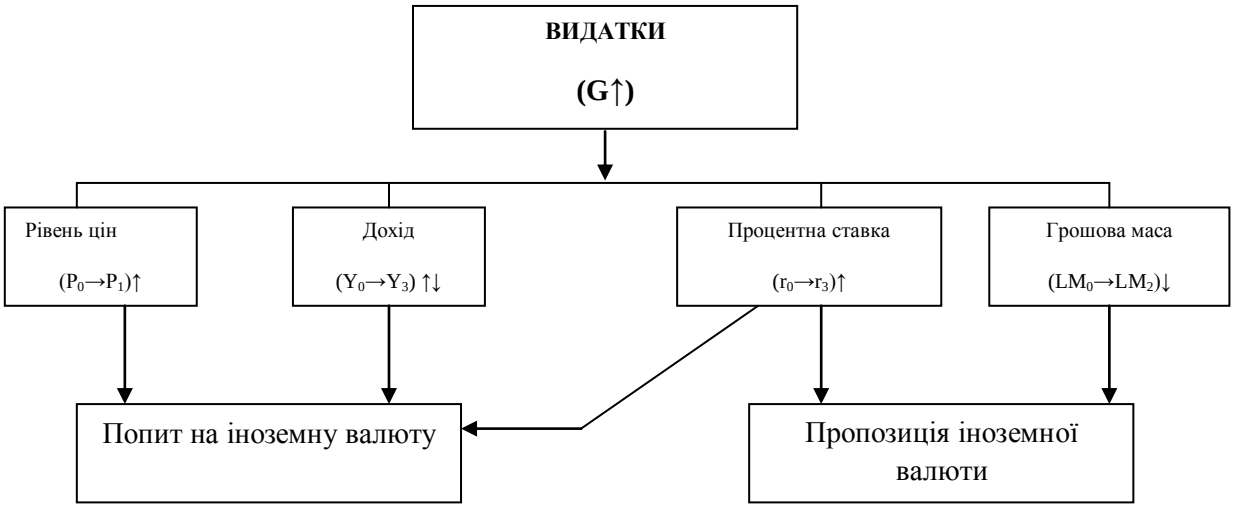


Рис. 1.7. Вплив експансійної фіскальної політики на валютний ринок для обмеженої мобільності капіталу (фіксований обмінний курс)

Джерело: побудовано автором на основі [172, с. 334]

Негайним наслідком збільшення урядових видатків стає підвищення рівня цін, адже відбувається збільшення сукупного попиту. Такий вплив стимулює попит на іноземну валюту, адже учасники ринку очікуватимуть на девальвацію грошової одиниці, яка допоможе запобігти надмірному підвищенню РОК. Іншим чинником підвищеного попиту на іноземну валюту стає збільшення доходу та супутнього попиту на імпорт. Втім, дія такого механізму слабне в міру зменшення доходу, яке зумовлено підвищенням рівня цін.

Підвищення процентної ставки мало б збільшити приплив капіталу, але в економці з низькою мобільністю капіталу цього не відбувається. Якщо

підвищення процентної ставки розглядається ознакою близької девальвації грошової одиниці, це лише підсилює тенденцію до збільшення попиту та зменшення пропозиції іноземної валюти. Ще більше підстав для очікувань девальвації створює збільшення пропозиції грошової маси. По-перше, це асоціюється з підвищенням рівня цін, підвищенням РОК та вищим попитом на іноземну валюту. По-друге, в очікуванні прискорення інфляції та девальвації грошової одиниці власники іноземної валюти ймовірно відкладуть її продаж на майбутнє.

Наведені вище міркування однаковою мірою стосуються офіційного (фондовий ринок, приватні та державні компанії) та неформального (населення) секторів. На поверхні придбання іноземної валюти для її виведення за кордон не відрізняється від такого ж придбання з метою позбутися місцевої грошової одиниці та хеджувати у такий спосіб майбутні валютні ризики, проте не бракує декількох відмінностей. По-перше, валютні активи далі входять до сукупної пропозиції грошової маси, так що не відбувається її скорочення, яке, окрім підтримання рівноваги на валютному ринку, мало б обмежити сукупний попит загалом та попит на імпорт зокрема. По-друге, валютні активи можуть використовуватися для придбання товарів імпорту, що лише підсилюватиме «сигнали» щодо близької девальвації грошової одиниці. Попит на імпорт може бути ажіотажним, якщо приватний сектор намагатиметься у такий спосіб мінімізувати втрати від майбутньої девальвації грошової одиниці. Надходження від працюючих за кордоном мажуть бути стабілізуючими у такій ситуації, але навряд чи продаж валюти зможе компенсувати втрати від підвищеного попиту на неї. За умов плаваючого обмінного курсу (рис. 1.8) збільшення урядових видатків супроводжується знеціненням грошової одиниці та зниженням РОК, що має зменшити попит на іноземну валюту (за умови незмінності пропозиції грошової мси). Протилежне можна очікувати від збільшення доходу, якщо зниження обмінного курсу матиме стимулюючий вплив на виробничий сектор (цього слід очікувати за умов стабільної девальвації грошової одиниці, коли супутній інфляційний ефект порівняно незначний).

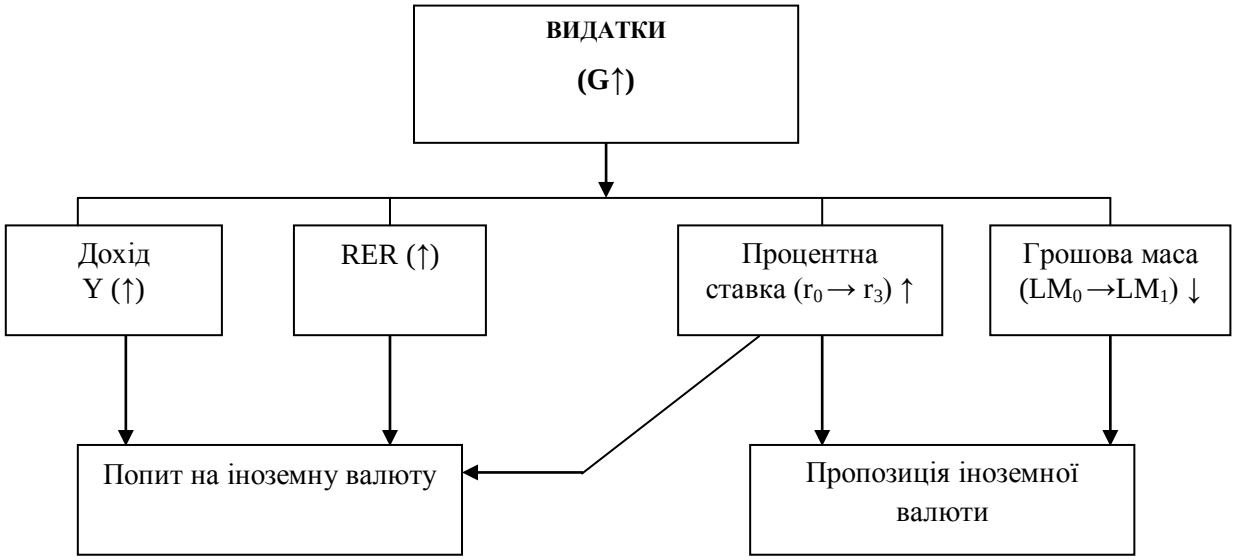


Рис. 1.8. Вплив експансійної фіскальної політики на валютний ринок за обмеженої мобільності капіталу (плаваючий обмінний курс)

Джерело: побудовано автором на основі [172, с. 337]

На відміну від фіксованого обмінного курсу, підвищення процентної ставки в стані збільшити пропозицію іноземної валюти та обмежити попит на неї. Поясненням слугує те, що немає очікувань подальшого знецінення грошової одиниці (або відкладеної девальвації, як це притаманно подібним ситуаціям за умов прикріплення грошової одиниці). За відсутності валютного ризику можна сподіватися, що вища процентна ставка ефективніше обмежуватиме надлишковий попит та краще стимулюватиме приплив капіталу з-за кордону, що збільшить пропозицію іноземної валюти.

Теоретично вплив грошової маси має бути маржинальним за умов плаваючого обмінного курсу, який передбачає залежність монетарних агрегатів від решти макроекономічних чинників, проте на практиці пропозиція грошової маси все-таки реагує на макроекономічні шоки. Головною причиною стає намагання центрального банку обмежити надмірну волатильність обмінного курсу.

За умов зміцнення грошової одиниці центральний банк зазвичай намагається обмежити амплітуду таких змін обмінного курсу, які можуть зашкодити ціновій конкурентоспроможності експорту та зумовити надмірне

збільшення імпорту. На відміну від промислових країн, у країнах з низьким доходу немає надійних механізмів хеджування валютних ризиків, а виробники надто вразливі до цінового чинника, не маючи достатніх можливостей для нецінової (якісної) конкуренції на зовнішніх ринках.

Окрім того, в економіках з тривалою передісторією інфляції та девальвації несподіване для багатьох учасників ринку зміцнення грошової одиниці може розглядатися тимчасовим явищем, що схилятиме до використання тимчасово «міцної» грошової одиниці для негайного придбання імпортних товарів. Втім, високий попит на імпорт може й не мати стосунку до характеру очікування обмінного курсу – перманентного чи тимчасового, а пояснюватися недостатньою забезпеченістю товарами довгострокового користування, що цілком реалістично для бідніших країн.

Доларизацію економіки можна розглядати чинником, що відповідає припущенням для високої мобільності капіталу, але з елементами певної асиметрії. На випадок відпливу капіталу офіційних інвесторів, що може бути втратою довіри до економіки внаслідок надміру експансійної фіскальної політики, населення зазвичай відповідає придбанням іноземної валюти, що підсилює девальваційний тренд. Водночас під час припливу капіталу, який зміцнює грошову одиницю, населення не поспішає продавати іноземну валюту, що стримує тенденцію до зміцнення грошової одиниці.

Фактично зміни у преференціях відповідають припливу-відпливу капіталу в офіційному секторі, але орієнтиром виступає не так різниця процентних ставок, як динаміка грошових агрегатів та обмінний курс. Подібно до фіксованого обмінного курсу, виникає нестабільність сукупної пропозиції грошової маси, але цього разу це більше стосується грошового ринку. Часті зміни обмінного курсу перешкоджатимуть контролю за грошовими агрегатами. Наприклад, під час знецінення грошової одиниці зростання вартості валютного компонента грошової маси перешкоджатиме зусиллям щодо гальмування інфляції.

Підсумовуючи зроблений аналітичний огляд, вплив експансійної фіскальної політики на валютний ринок з урахуванням залежності сукупної пропозиції від РОК для обмеженої мобільності капіталу (плаваючий обмінний курс) матиме наступні наслідки: підвищення рівня цін; зменшення доходу; підвищення процентної ставки; зменшення грошової маси в реальному вимірі. Доларизація економіки здатна підсилити негативні наслідки фіскальної політики, а принагідно засвідчує тісний зв'язок між змінами у надходженнях до бюджету чи урядових видатках та рівновагою валютного ринку.

Поряд з тим, слід відзначити, що значну роль у процесі реалізації фіскальних заходів з приводу подолання кризових явищ відіграють результати взаємодії між фіскальною та грошово-кредитною (монетарною) політикою. Окрім того, очікуваний результат від реалізації фіскальних заходів залежить від стабільності обмінного курсу [107, с. 16–17]. З іншого боку, фіскальна політика відіграє важливу роль у процесі забезпечення стабільності валютного ринку. Ключові аспекти взаємодії фіскальної та монетарної політик в контексті впливу на стабільність валютного ринку розглянуто у наступному параграфі дисертаційного дослідження.

1.3. Особливості взаємодії фіскальної та монетарної політики в контексті впливу на стабільність валютного ринку

Питання взаємодії фіскальної та монетарної політик як правило постає в умовах нестабільності в економіці у рамках пошуку шляхів зниження негативних макроекономічних тенденцій. Найбільшу увагу питанням взаємодії монетарної і фіскальної політик в теоретичних концепціях кейнсіанства та монетаризму приділено проблемам дослідження фіскальних важелів на економічні процеси. Зокрема, вагомий науковий внесок у дослідженні взаємодії фіскальної та монетарної політики працювали такі іноземні вчені, як Т. Андерсен, М. Бурда, С. Виплош, М. Вудфорд, Дж. Стігліц, Ф. Шнейдер та

інші. В Україні цю проблему досліджували Є. Андрущак, А. Гальчинський, І. Дорошенко, А. Капелюш, В. Лагутін, С. Ніколайчук, Д. Сенкевич, Д. Серебрянський, О. Чурій, В. Шевчук та інші.

У процесі дослідження з'ясовано, що у кейнсіанській моделі фіскальна політика розглядається як найбільш ефективний засіб у забезпеченні макрофінансової стабільності, оскільки державні витрати здійснюють безпосередній вплив на величину сукупного попиту й значний мультиплікативний вплив на споживчі витрати. В той же час вплив податків припадає більшою мірою на інвестиції, хоча може бути досить ефективним у формуванні бажаної траєкторії приватного споживання. У період економічного спаду зазвичай проводиться фіскальна політика, яка передбачає збільшення дефіциту бюджету, а під час економічного буму пропонується поліпшувати сальдо бюджету. Така пропозиція відповідає логіці антициклічного спрямування фіскальної політики, але на практиці неодноразово трапляється так, що під час економічного буму не вистарчає політичної волі для обмеження урядових видатків, а під час спаду виробництва приходиться реалізовувати заходи щодо збільшення надходжень до бюджету.

Як це зауважено вище, вплив валютного ринку та зміни монетарних агрегатів і обмінного курсу можуть бути як сприятливими для реалізації визначеної фіскальної політики, так і перешкодою для неї. Якщо під час спаду виробництва збільшення урядових видатків або зниження податків позначиться девальвацією грошової одиниці, яка не матиме відчутних інфляційних наслідків, це може прискорити повернення до рівноважного рівня доходу. Додатково збільшенню сукупного попиту сприятиме зростання вартості валютних активів, яке одночасно збільшуватиме сукупний попит (ефект добробуту) і сукупну пропозицію грошової маси (за рахунок збільшення вартості валютних активів). Протилежний вплив матиме ефект реальних балансів, але його слабкістю гарантує експансійний вплив. Водночас надмірне знецінення (передевальвація) грошової одиниці загрожує прискоренням

інфляції та підвищеним попитом на іноземну валюту, що перешкоджатиме збільшенню сукупного попиту [136, с. 70].

У монетаристських моделях фіскальній політиці відведена другорядна роль у стосунку до монетарної політики, оскільки фіскальні заходи викликають ефект витіснення і сприяють підвищенню інфляції, що значно знижує її стимулюючий ефект. Технічно така риса пояснюється високою залежністю приватного споживання та інвестицій від процентної ставки, яка поєднується з низькою залежністю від цього показника попиту на гроші.

Суть економічного ефекту витіснення полягає в тому, що зростання витрат бюджету в період перебування економіки на нижчому від рівноважного рівні призводить до мультиплікативного ефекту зростання сукупного доходу, що зумовлює вищий попит на гроші й підвищує процентну ставку на грошовому ринку, а це, зі свого боку, призводить до скорочення приватних інвестицій. Таким чином, частина сукупного обсягу виробництва стає «витісненою» через скорочення приватних інвестицій в результаті зростання процентної ставки завдяки стимулюючій фіскальній політиці уряду [106].

Оскільки підвищення процентної ставки нівелює наслідки експансійного фіскального імпульсу, зазвичай рекомендується доповнити його супутнім послабленням монетарної політики, яке дозволяє втримати процентну ставку на низькому рівні. В окремих випадках для цього може використовуватися пряме придбання урядових облігацій центральним банком. Приміром, така схема практикувалася у багатьох промислових країнах для подолання наслідків світової фінансової кризи 2008–2009 рр. (політика «кількісного пом’якшення»), адже процентна ставка досягла рекордного низького «нульового» рівня. Проте у більшості країн з низьким доходом монетизація дефіциту бюджету не стільки стимулює доход, як прискорює інфляцію. Загалом наслідком може бути стагфляція, коли спад виробництва відбувається на тлі прискорення інфляції.

Зрозуміло, що інфляційний процес може прискоритися внаслідок чистого придбання іноземної валюти населенням, яке формує песимістичні очікування на основі поєднання експансійної орієнтації обох політик – фіскальної і

монетарної. Ще одним рестрикційним механізмом може стати залежність сукупної пропозиції від РОК, адже подорожчання імпорту в поєднанні зі зменшенням стимулів для праці так чи інакше позначиться зменшенням обсягів виробництва.

До «витіснення» сукупного попиту може спричинитися й зміцнення грошової одиниці, але це відбувається за умов високої мобільності капіталу, коли навіть незначне підвищення процентної ставки зумовлює значний приплив капіталу. Втім, така можливість не стосується економіки з низькою мобільністю капіталу. Як це показано вище, за таких умов відбувається знецінення грошової одиниці, що підсилює експансійний ефект від фіскальної політики (щоправда, за умови невисокої залежності інфляції від обмінного курсу).

У канонічних кейнсіанських моделях монетарна політика розглядається як другорядна по відношенню до фіскальної, адже монетарна політика передбачає складний передавальний механізм. Зокрема, зміна грошової маси призводить до зміни інвестиційних витрат, котрі реагують на динаміку процентної ставки. В той же час, у монетаристській моделі передбачається, що зміна грошової пропозиції безпосередньо впливає на сукупний попит та номінальний ВНП. Фактично йдеться про домінування ефекту добробуту як основного передавального механізму монетарної політики [136, с. 69–70].

Ґрунтуючись на даних підходах, можна зробити висновок, що використання інструментів однієї з політик без урахування іншої для досягнення макроекономічної стабілізації є неефективним. Саме тому узгодженість фіскальної і монетарної політик повинна бути стратегічною й пріоритетною ціллю уряду та центрального банку, адже нескоординоване застосування фіскальних й монетарних інструментів може призвести до значних макроекономічних дисбалансів. Зокрема, використання дефіциту бюджету для стимулювання доходу, а обмеження пропозиції грошової маси – для гальмування інфляції, може позначитися переходом до вищого рівноважного значення процентної ставки, яке ускладнить відновлення

інвестиційного процесу та погіршить стійкість боргової позиції. Іншими словами, стимулюючий вплив дефіциту бюджету, що фінансується короткочасними запозиченнями, у довгостроковому періоді зміниться тривалим спадом виробництва, зумовленим високою вартістю кредитних ресурсів і коштів обслуговування державного боргу.

На сьогодні існує достатня кількість методів визначення взаємозв'язку між фіскальною та монетарною політикою. Одним із методів дослідження взаємозв'язку між фіскальною та монетарною складовими державної фінансової політики вартим уваги є метод, що розроблений Лоуренсом Б. (відомим експертом Міжнародного валютного фонду). Головний акцент полягає у характеристиці фіскальної і монетарної взаємодії через боргове фінансування дефіциту державного бюджету. Така взаємодія чітко представлена такою залежністю [200]:

$$DB_P = \left(VDO_P - VDO_{P-1}\right) + \left(HM_P - HM_{P-1}\right), \qquad (1.7)$$

де DB_P – сума державного боргу за період $_P$; VDO_P – VDO_{P-1} – сума випуску державних облігацій за період; HM_P – HM_{P-1} – обсяг грошової маси, який виникає внаслідок фінансування центральним банком бюджету.

Вказана модель вказує на три варіанти взаємодії фіскальної та монетарної політики [200]:

1) переважає роль центрального банку, який встановлює обсяг грошової маси і рівень відсоткових ставок, незважаючи на дії уряду, оскільки уряд змушений пристосовувати до таких умов обсяг дефіциту чи брати позики за кордоном;

2) переважає роль уряду, однак центральний банк братиме безпосередню участь у регулюванні фінансового ринку та становленні макроекономічної рівноваги в державі;

3) дії уряду і центрального банку є незалежними одна від одної, що провокує підвищення обсягу грошової маси, дефіциту бюджету і державного боргу, а також зростання відсоткових ставок внаслідок проведення жорсткої монетарної політики з боку центрального банку.

Іншим підходом до оцінки взаємодії фіскальної та монетарної політики може слугувати динамічна стохастична модель загальної рівноваги, яка розроблена та впроваджена Т. Кірсановою. Так, стохастична модель містить п’ять рівнянь, а саме: криву IS (характеризує залежність між відсотковою ставкою та рівнем доходу), стандартну криву Філіпса (характеризує залежність між середнім рівнем інфляції в державі та рівнем безробіття), рівняння накопичення державного боргу, рівняння поведінки фіскальної і монетарної політики [198; 199].

Ще один метод дослідження взаємодії фіскальної та монетарної політик розроблено відомими науковцями М. Персоном, і Л. Свенсоном. Запропонований метод базується на засадах управління активами і зобов’язаннями. Так, структура державного боргу повинна перебувати в межах такого періоду погашення, який би сприяв отриманні граничної вигоди від неочікуваної інфляції, що дорівнює втратам від такого прискорення цінової динаміки [202].

Як вже зазначалось вище, згідно кейнсіанського підходу існує декілька моделей, через які визначається вплив фіскальних інструментів на стан та розвиток економічних процесів, які систематизовано у табл. 1.2.

Таблиця 1.2

Моделі впливу фіскальних інструментів на стан та розвиток економічних процесів

Види моделей	Політика здійснення	Особливості
Модель 1	Політика дефіцитних видатків бюджету	Характеризує збільшення державних витрат не за рахунок певних податкових навантажень, а за рахунок фінансування при бюджетному дефіциті
Модель 2	Політика дефіциту бюджету без збільшення видатків	Відображає дефіцит державних фінансів, що виникає не за рахунок зростання витрат на купівлю товарів і послуг, а за рахунок зниження податкових навантажень

Продовження таблиці 1.2.

Модель 3	Стримувальна фіскальна політика	Демонструє стримування ефективного попиту за умов швидкого нарощування обсягів виробництва і, як наслідок, може спровокувати ситуацію “перегріву економіки”, яка відображає зниження ділової активності

Джерело: побудовано автором на основі [170]

Згідно висновків [170], моделі 1 та 2 виступають різновидами експансійної фіскальної політики. Застосування цих моделей відбувається у ситуаціях виникнення економічних криз. На етапі поміркованого циклічного спаду виробництва або глибокої рецесії дефіцитне фінансування позитивно впливає на збільшення рівня ефективного попиту та виступає додатковим стимулятором кон’юнктури ринку за умови оптимальних розмірів державних витрат. Водночас модель 3 використовується задля жорсткого контролю за перебігом інфляційних процесів [170].

Емпіричні дослідження показують, що фіскальна політика має значний вплив на динаміку доходу, а вплив на валютний ринок здійснюється через попит і пропозицію іноземної валюти. Зростання доходу характеризується збільшенням попиту на імпорт, і, як правило, – на іноземну валюту. Тому, сприятлива фіскальна політика зазвичай пов’язується зі знеціненням національної грошової одиниці та погіршенням кон’юнктури валютному ринку. За умов фіксованого обмінного курсу відбуватиметься зниження обсягів валютних резервів, оскільки центральний банк змушений утримувати паритетний рівень обмінного курсу [170, с. 234].

Вплив процентної ставки на кон’юнктуру валютного курсу відбувається через приплив та відтік капіталу, як це передбачає модель Манделла-Флемінга. Водночас попит чи пропозиція іноземної валюти можуть змінюватись резидентами за рахунок більшої або меншої привабливості зберігання коштів (капіталу) в іноземній валюті на депозитних рахунках. Так, інфляційні процеси

сприяють зростанню рівня попиту та зниженню рівня пропозиції іноземної валюти за рахунок намагання економічних агентів запобігти зниження рівня реальної вартості їх грошових активів і відповідно – купівельної спроможності (ефект добробуту) [173].

Варто зауважити, що ефективна фіскальна політика має бути націлена як на забезпечення економічного розвитку так і на забезпечення фінансової та валютно-курсової стабільності враховуючи високий рівень доларизації економіки. З огляду на те, дієвість фіскальної політики визначається через:

– стимулювання вітчизняного виробництва;

– розвиток інноваційно-інвестиційної діяльності;

– оптимізацію контролюючої та регулюючої функцій держави стосовно перерозподілу бюджетних надходжень і сплати податків.

– ефективність регулювання внутрішніх і зовнішніх запозичень.

В умовах необхідності забезпечення довгострокового зростання економіки цілі фіскальної та грошово-кредитної визначає дієвість їх взаємодії. При цьому дії та (або) інструменти регулювання однієї із політик становлять суттєвий вплив на процес реалізації іншої. Тому, з метою підвищення ефективності функціонування фіскальної та монетарної політик варто було б забезпечити взаємоузгодженость їх цілей, заходів та інструментів в умовах необхідності забезпечення фінансової та валютно-курсової стабільності [3].

У процесі дослідження з’ясовано, що для забезпечення макрофінансової та валютно-курсової стабільності необхідне концептуальне переосмислення реалізації державної фінансової політики, і зокрема взаємодії її фіскальних та монетарних складових, які мають відмінний характер впливу на економічні процеси. У відповідному контексті, Д. Серебрянський і А. Капелюш визначають два наслідки взаємодії фіскальної та монетарної політики [141, с 22–23]:

1) порушення макроекономічної рівноваги та загострення проявів деструктивних чинників;

2) формування ефективної державної фінансової політики, спрямованої на забезпечення фінансової та валютно-курсової стабільності.

Фіскальні та монетарні інструменти мають різний ступінь впливу на індикатори фінансової стабілізації. Система їх прямих і опосередкованих взаємозв'язків визначає цільові стратегічні вектори фіскальної і монетарної політики на рівні уповноважених регуляторних органів і потребує проведення не тільки процедурних, а й інституційних заходів з періодичним повторенням та врахуванням змін економічних процесів.

На основі аналізу літератури, взаємозв'зок фіскальної та монетарної політики, як вагомих складових ефективної фінансової політики за різними формами взаємодії сформульовано у табл. 1.3.

Таблиця 1.3

Форми взаємодії складових фінансової політики

№	Форми взаємодії	Особливості взаємодії
1	Координація	Відображає рівноправність регуляторних органів відповідно до повноважень і узгодженість відповідно до дій
2	Взаємодія за моделлю Курно	Демонструє неузгодженість у процесі формування і реалізації фіскальної і монетарної політики та відсутність спільних стратегічних цілей і інформаційного взаємообміну між уповноваженими на те органами
3	Взаємодія за моделлю Штакельберга	Характеризує обрання агентами одного із наявних варіантів поведінки: лідера чи послідовника. При цьому, можливими є такі варіанти: Національний банк України – лідер, а Міністерство фінансів України – послідовник, або навпаки – Міністерство фінансів України – лідер, а Національний банк України – послідовник

Джерело: узагальнено на основі [141]

Поряд з цим, варто зазначити, що взаємодія фіскальної та монетарної політик на основі нерівноправного розподілу сфер їх впливу між складовими фінансової політики не сприятиме економічному зростанню, зокрема в умовах кризи та фінансової дестабілізації [196]. Однак, взаємодія монетарної та фіскальної політики за моделлю Курно у порівнянні з іншими моделями взаємодії є найменш ефективною, оскільки зумовлює значні суспільні втрати

[141, с. 26]. Взаємодія за моделлю Штакельберга виглядає краще, але потрібно визначитися щодо розподілу ролей.

Якщо лідером виступає Міністерство фінансів, спочатку визначаються параметри сальдо бюджету, а вже потім НБУ визначає рівень облікової ставки, яка здатна нівелювати інфляційний імпульс. На перший погляд, в економіці з обмеженою мобільністю капіталу це не загрожує надмірним припливом капіталу та недоречним зміцненням грошової одиниці, але оперативному зниженню інфляції можуть перешкодити специфічні умови доларизованої економіки, коли ціни встановлюються у доларовому еквіваленті. Зниження інфляції відбуватиметься зі значним часовим лагом, а це плодитиме сумніви щодо ефективності монетарної політики. У такому разі висока процентна ставка може сприйматися як засіб неконструктивної реакції центрального банку на потреби розвитку економіки. З іншого боку, амбітний перехід до профіциту бюджету здатен послабити обмеження на монетарну політику центрального банку, який отримує можливості для переходу до нижчого рівноважного значення процентної ставки.

Недоліком лідерства Міністерства фінансів, яке зазвичай пояснюється пріоритетами економічного зростання, може бути небезпека так званого фіскального домінування, коли тривалий дефіцит бюджету та зумовлена цим акумуляція надмірного державного боргу не залишають альтернатив для монетизації боргових зобов’язань державного сектора.

На випадок лідерства центрального банку, що на практиці передбачає високий ступінь його незалежності, пріоритетність зниження інфляції до визначеного таргету стає головною підставою для прийняття сальдо бюджету. Значний дефіцит бюджету стає менш ймовірним, адже учасники бюджетного процесу усвідомлюють майбутні труднощі фінансування надмірних зобов’язань державного сектора. В принципі додаткову дисципліну може додати підтримання фіксованого обмінного курсу. Разом з тим можливості знецінення грошової одиниці можуть заохочувати експансійну фіскальну політику, адже за умови порівняно незначних інфляційних наслідків від знецінення грошової

одиниці (таке можливе у короткочасному періоді) можуть виникнути стимули для збільшення дефіциту бюджету. Проте з посиленням зв'язку між обмінним курсом та інфляцією, яке неминуче для періодів тривалого знецінення грошової одиниці, така короткочасна перевага стає вагомим недоліком у довгостроковому періоді.

Дослідження доводять, що покращення ринкової кон'юнктури можна досягти за рахунок впровадження заходів як монетарної (через скорочення рівня відсоткової ставки і зростання пропозиції грошей), так і фіскальної політики (за рахунок підвищення бюджетних витрат, зниження рівня оподаткування). Як показує світовий досвід, універсальної, єдиної та універсальної моделі ефективної взаємодії фіскальної та монетарної політики не існує. Схематично взаємодію заходів монетарної та фіскальної політики у системі державного регулювання економіки зображено на рис. 1.9.

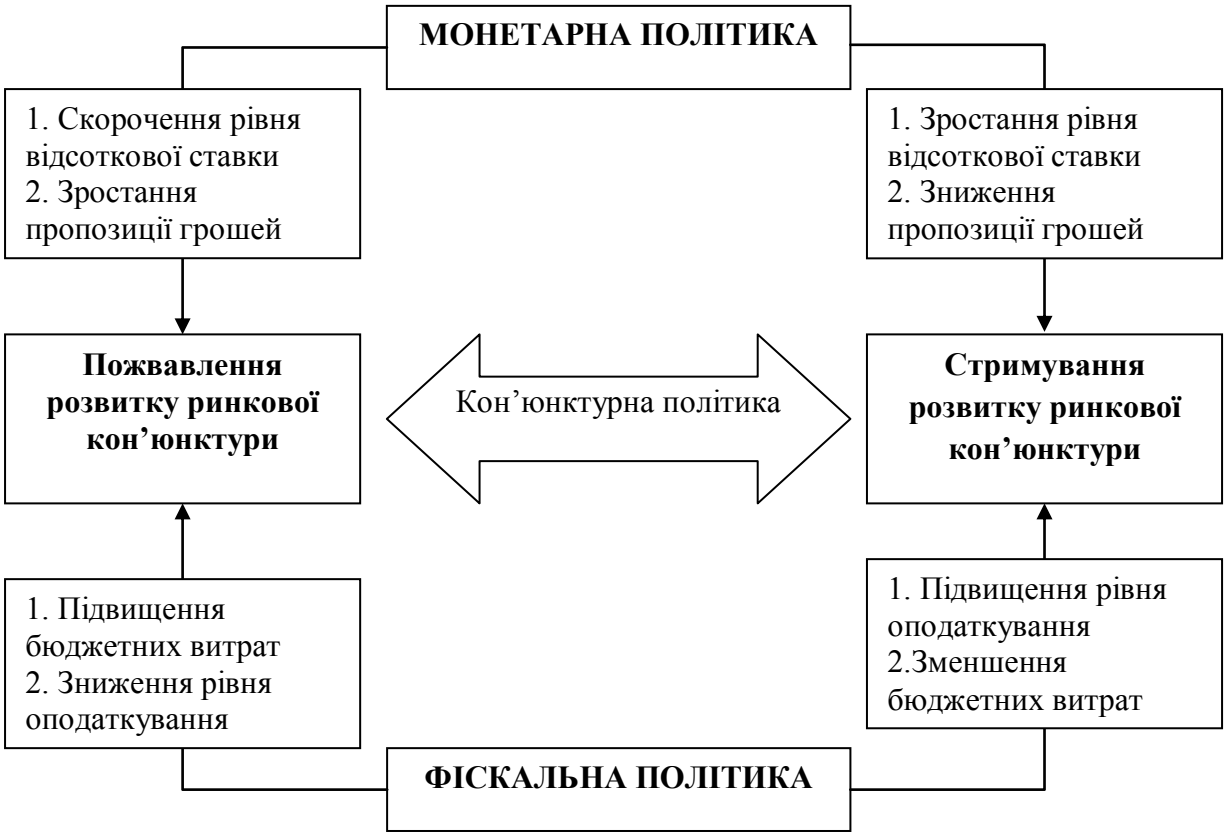


Рис. 1.9. Взаємодія заходів монетарної та фіскальної політики у системі державного регулювання вітчизняної економіки

Джерело: побудовано на основі [137]

Як можна побачити на рис. 1.9, монетарна політика представляє собою сукупність заходів центрального банку, що визначають розмір та темп приросту пропозиції грошей [203]. Основною метою є досягнення макроекономічної рівноваги за рахунок стабілізації рівня інфляції [197] та досягнення цінової стабільності [3]. Важелями впливу для реалізації цієї мети є регулювання обсягу пропозиції грошей. Головним суб'єктом проведення монетарної політики держави є центральний банк, що здійснює грошову емісію, проводить операцій з кредитування та мобілізації коштів комерційних банків, контроль їхньої діяльності та нормативне регулювання фінансового ринку. Особливістю монетарної політики є те, що дії центрального банку впливають відповідно до засад функціонування даного сектору, тобто залежать від рівня грошового мультиплікатора, попиту на гроші, політики банків, тощо. Одночасно ця особливість зумовлює значну залежність ефективності регулювання від трансмісійного механізму й стабільності фінансової системи.

Стандартна інтерпретація взаємодії фіскальної і монетарної політики передбачає, що у спадній фазі циклу ділової активності необхідно збільшувати дефіциту бюджету і знижувати процентну ставку. Втім, реалії після кризового стану більшості промислових країн показують, що можливостей зниження процентної ставки може бракувати, адже немає можливостей встановлення цього показника нижче нульового значення. Для економік на зразок України такої загрози немає (процентні ставки залишаються високими), але натомість стає виразнішим інше обмеження – на обсяги державного боргу. Якщо можливостей безпроблемних запозичень державного сектора немає, більший дефіцит бюджету зазвичай провокує деструктивні в такій ситуації очікування інфляції і девальвації грошової одиниці, відповідно може стати доречним цілком протилежне рішення: поліпшення сальдо бюджету [170]. Зрозуміло, що від характеру очікувань залежить поведінка учасників валютного ринку. Якщо населення очікує загрозу для фіскальної стійкості, збільшення урядових видатків схилятиме до купівлі іноземної валюти та відкладення у часі продажу валюти її власниками. Наслідком ставатиме підсилення девальваційно-

інфляційної спіралі, коли знецінення грошової одиниці призводить до підвищення цін, а це, зі свого боку, вимагає зниження обмінного курсу задля поліпшення цінової конкурентоспроможності експортерів. Подібний вплив може мати надміру стрімке зниження процентної ставки, яке сприйматиметься «сигналом» не поспішати зі зниженням цін [169].

Ще гірше, якщо придбання іноземної валюти населенням спрямовується на збільшення заощаджень. Така поведінка може мати на меті не лише збереження вартості грошових активів, але й спекулятивний перепродаж з метою отримання доходу від майбутнього подорожчання іноземної валюти. У такому разі грошові активи вилучаються з обігу, що зменшує попит на ринку товарів і послуг та пропозицію грошової маси. Загалом може виникнути своєрідне взаємне підсилення двох несприятливих тенденцій, коли девальвація грошової одиниці підвищує попит на іноземну валюту, а це поглиблює спад виробництва та підсилює спадний тренд грошової одиниці.

Крім спільності цілей впливу на ринкову кон'юнктуру, заходи монетарної і фіскальної політики пов'язані між собою. Так, зростання бюджетних витрат за стабільності оподаткування зумовить зростання попиту на грошовому ринку і підвищення процентної ставки, яка є важливим інструментом монетарної політики. І навпаки, зниження облікової ставки центрального банку призведе до зростання курсової вартості облігацій державних позик, збільшення попиту на них, що розширить можливості уряду щодо випуску і розміщення нових позик та зростання на цій основі бюджетних витрат. Аналізуючи поєднання фіскальної та монетарної політик варто зазначити, що вплив фіскальної політики на стан грошово-кредитного середовища проявлятиметься у діях щодо попиту та пропозиції грошей. Податки, як інструмент фіскальної політики призводить до зниження сукупної пропозиції. З огляду на це, в економіці з високим рівнем оподаткування це призведе до зростання інфляції. Збереження макроекономічної рівноваги вимагатиме щоб зворотнім аспектом фіскальної експансії була політика обмеження грошової маси [184, с. 38].

Як можна побачити з рис. 1.10 вагомим інструментом уряду в реалізації ним фіскальної політики є державний борг, ефективне управління якого виступає головною ціллю як валютно-курсової так і макрофінансової стабільності. Складова державного боргу видається одним з найбільш інформативних чинників, що визначають взаємодію фіскальної і монетарної політики у доларизованій економіці. Як зазначено вище, це може бути аргументом на користь фіскального домінування, коли зростання державного боргу понад деяке «порогове» значення не залишає іншого вибору, ніж монетизація дефіциту бюджету. Також це може бути чинником формування очікувань девальвації грошової одиниці та інфляції.

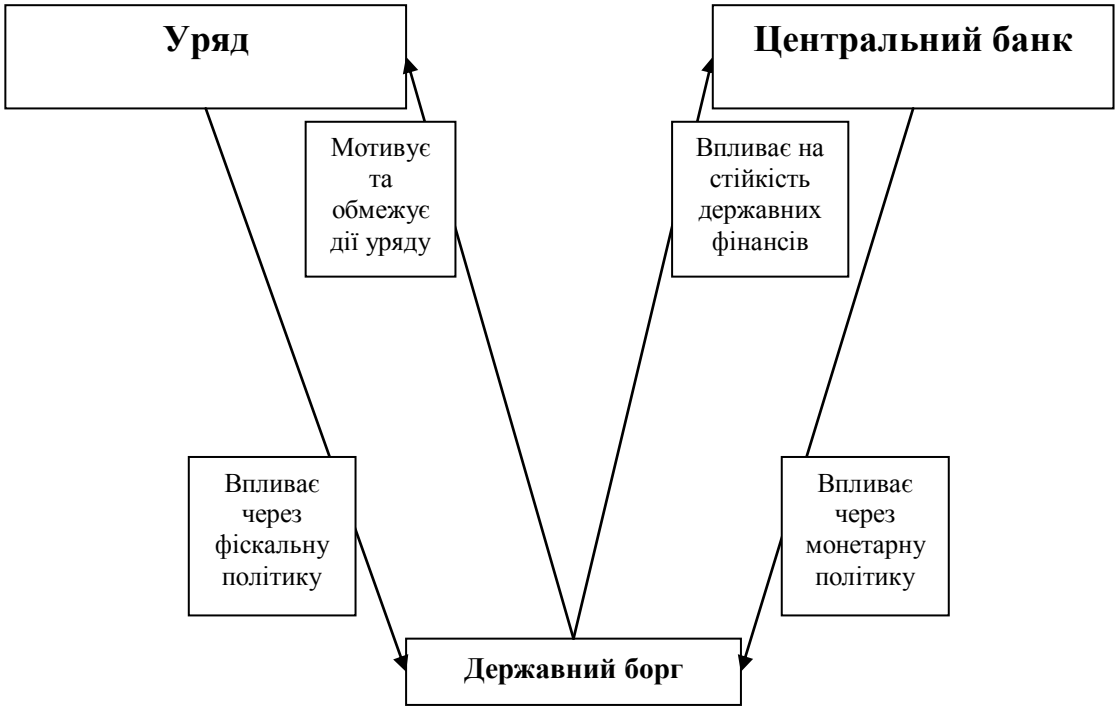


Рис. 1.10. Взаємозв'язок фіскальної та монетарної політики через складову державного боргу

Джерело: побудовано за даними [34]

Хоча центральний банк може послабити гостроту боргових проблем за допомогою зниження процентної ставки, таке рішення може прискорити «втечу» від активів у національній грошовій одиниці та погіршити стійкість боргової позиції відразу двома шляхами. По-перше, придбання іноземної

валюти населенням або відплив капіталу через міжбанківський ринок обмежують податкову базу, що погіршує можливості фінансування державного боргу. По-друге, знецінення грошової одиниці підвищує кошти обслуговування зовнішнього боргу. В такому випадку виграш від зменшення коштів обслуговування внутрішнього державного боргу може бути меншим, ніж втрати від подорожчання зовнішніх боргових зобов'язань. Зрозуміло, що супутній спад виробництва, якщо економіка залежна від критичного імпорту, лише погіршує ситуацію.

Підсумовуючи отримані аналітичні результати, ефективність взаємодії фіскальної і монетарної політики залежить від очікувань учасників ринку, які у доларизованій економіці безпосередньо матеріалізуються в змінах попиту і пропозиції на валютному ринку. Власний вплив має динаміка запозичень державного сектора, що визначає рівень фіскальної й зовнішньої стійкості держави у довгостроковому періоді. Заходи щодо збільшення державного боргу можуть призвести до інфляції, що змусить центральний банк до підвищувати процентні ставки. Варто зауважити, що у процесі взаємодії фіскальної та монетарної складових, надмірні державні видатки у поєднанні з інституційними проблемами у сукупності перешкоджатимуть забезпеченню довгострокової фіскальної стійкості та стимулюватимуть акумуляцію державного боргу.

Висновки до розділу 1

У розділі 1 розглянуто теоретичні основи дослідження впливу фіскальної політики на стабільність валютного ринку, зокрема розглянуто такі питання: валютний ринок та інструменти забезпечення його стабільності; фіскальна політика та її вплив на стабільність валютного ринку; особливості взаємодії фіскальної та монетарної політики в контексті впливу на стабільність валютного ринку. Основні висновки полягають у наступному:

1. У процесі наукового дослідження з’ясовано, що за економічним змістом валютний ринок – це сектор грошового ринку, де врівноважується попит і пропозиція на такий специфічний товар як валюта. Об’єктом купівлі-продажу є валютні цінності, а суб’єктами ринку – будь-які економічні агенти та посередники (центральні та комерційні банки, валютні біржі, тощо). Хоча стабільність валютного ринку визначається співвідношенням між попитом і пропозицією, є й інші впливові фактори та чинники, що підвищують рівень волатильності курсових коливань. У дисертації виокремлено чотири групи факторів та визначено чинники, які впливають на кон’юнктуру валютного ринку.

2. На основі узагальнення понять «валютний ринок», «волатильність валютного ринку» та «макрофінансова стабільність», запропоновано авторське визначення поняття «стабілізація валютного ринку», під якою розуміється система заходів збереження стійкого стану (стійкої позиції) та сталого розвитку кон'юнктури валютного ринку у міжнародній та національній валютній системі з метою запобігання надмірній волатильності та мінімізації впливу руйнівних ефектів задля налагодження функціонування його ключових елементів, високого рівня ефективності функціонування (діяльності) його учасників та суб’єктів у поточному періоді і у перспективі.

3. Визначено, що фіскальна політика є вагомою складовою комплексу стратегічних заходів фінансової політики держави у забезпеченні довгострокової валютно-курсової та макрофінансової стабільності. Встановлено, що вплив фіскальної політики на кон’юнктуру валютного ринку здійснюється не безпосередньо, а опосередковано через систему чинників таких як: внутрішній валовий дохід (ВВП), грошова маса, процентна ставка, рівень цін та режим курсоутворення. З’ясовано, що рестрикційна фіскальна політика за умов плаваючого обмінного курсу з врахуванням залежності сукупної пропозиції від реального обмінного курсу при обмеженій мобільності капіталу матиме такі наслідки: зниження РОК; зниження процентної ставки; рівень валового внутрішнього доходу може залишатись незмінним або зрости (залежно від амплітуди збільшення сукупної пропозиції), що, зі свого боку,

впливатиме на валютний ринок. Вплив експансійної фіскальної політики з урахуванням залежності сукупної пропозиції від РОК при обмеженій мобільності капіталу (плаваючий обмінний курс) – матиме протилежні наслідки. Обґрунтовано причинно-наслідкові зв'язки між важелями фіскальної політики та кон'юнктурою валютного ринку, з допомогою базових теоретичних моделей фіскально-монетарної взаємодії, що надало можливість визначити вплив державних доходів і видатків, дефіциту бюджету та державного боргу на попит і пропозицію іноземної валюти й валютні резерви.

4. Використанню дефіциту бюджету для антикризового регулювання економіки можуть перешкоджати девальвація грошової одиниці, практика заощаджень в іноземній валюті (це зменшує сукупний попит) та погіршення стійкості боргової позиції. Нейтралізація ефекту витіснення за допомогою монетарної політики може підсилити очікування цінової і грошової нестабільності, а в підсумку позначитися стагфляційним ефектом.

5. Доларизація економіки здатна підсилити негативні наслідки фіскальної політики, а принагідно засвідчує тісний зв'язок між змінами у надходженнях до бюджету чи урядових видатках та рівновагою валютного ринку. Не виключено, що в доларизованій економіці знецінення грошової одиниці підсилюватиме експансійний імпульс за рахунок підвищення попиту на експорт та обмеження імпорту, а також зростання сукупної пропозиції грошової маси, проте наслідком може бути «обвальне» знецінення грошової одиниці та глибокий спад виробництва. На випадок відпливу капіталу офіційних інвесторів населення зазвичай відповідає придбанням іноземної валюти, що підсилює девальваційний тренд, але під час припливу капіталу, який зміцнює грошову одиницю, населення не поспішає продавати іноземну валюту, що стримує тенденцію до зміцнення грошової одиниці.

6. Ефективність взаємодії фіскальної та монетарної політики у забезпеченні стабільності валютного ринку має ґрунтуватись на координації фіскальної, монетарної та боргової складових й передбачати: 1) поєднання цілей та інструментарію боргової, монетарної і фіскальної політики з

визначенням, процедур і механізмів координації; 2) узгодженість дій між урядом та центральним банком щодо регулювання: грошової маси; відсоткової й валютно-курсової політик; політики управління валютними резервами; політики запозичень і обслуговування державного боргу.

7. Стандартна пропозиція щодо використання дефіциту бюджету для стимулювання доходу, а обмеження пропозиції грошової маси – для гальмування інфляції, може позначитися переходом до вищого рівноважного значення процентної ставки, яке ускладнить відновлення інвестиційного процесу та погіршить стійкість боргової позиції на довгострокову перспективу, що зумовить тривалий спад виробництва.

8. Взаємодія фіскальної і монетарної політики за моделлю Штакельберга виглядає краще, але потрібно визначитися щодо розподілу ролей. Недоліком лідерства Міністерства фінансів може бути небезпека так званого фіскального домінування, коли тривалий дефіцит бюджету та зумовлена цим акумуляція надмірного державного боргу не залишають альтернатив для монетизації боргових зобов’язань державного сектора. За умов плаваючого обмінного курсу можливості знецінення грошової одиниці можуть заохочувати експансійну фіскальну політику, але така можливість перетворюється у власну протилежність в міру посилення зв’язку між обмінним курсом й інфляцією, яке неминуче для періодів тривалого знецінення грошової одиниці.

Основні положення розділу викладено у працях [75; 76; 77; 78; 81; 82; 83; 84; 85; 86; 87].

РОЗДІЛ 2
ОЦІНКА ВПЛИВУ ФІСКАЛЬНОЇ ПОЛІТИКИ НА СТАБІЛЬНІСТЬ ВАЛЮТНОГО РИНКУ УКРАЇНИ

2.1. Сучасні тенденції формування та функціонування валютного ринку в Україні

Від початку 2000-х років, коли в Україні умовно завершився тривалий період спадної трансформаційної динаміки ВВП, відбулися значні зміни на валютному ринку. Проте на особливу увагу заслуговує період останніх декількох років, адже вперше відбувся фактичний перехід до гнучкого курсоутворення гривні. Втім, динаміка обмінного курсу виявилася досить нестабільною, що загалом очікувано, адже безумовно вплинули складна соціально-політична ситуація в країні та несприятливі зовнішні умови.

За таких обставин перебіг тенденцій формування та функціонування валютного ринку в Україні незмінно пов’язаний з процесами, що відбуваються в економічній системі, а також залежить від умов, які диктує міжнародний валютний ринок та всі інституції, які функціонують в ньому.

В процесі дослідження сучасних тенденцій формування та функціонування валютного ринку в Україні доцільно проаналізувати низку індикаторів, як:

– міжнародні валютні резерви НБУ (іноземна валюта, резервна позиція в Міжнародному валютному фонді (МВФ), спеціальні права запозичення (СПЗ), золотовалютні резерви);

– інтервенції на валютному ринку (обсяг інтервенцій, середньозважений курс інтервенцій);

– операції з готівковою іноземною валютою на міжбанківському валютному ринку (обсяг операцій, середньозважений готівковий курс гривні до долара);

– офіційний курс гривні до долара США;

– середньозважений курс гривні до долара США на міжбанківському валютному ринку.

Протягом 2013–2018 рр. динаміка міжнародних валютних резервів України була вкрай нестабільною. Аналіз продемонстрував суттєве скорочення суми офіційних резервних активів НБУ у 2014 р. на 63,10% порівняно з попереднім роком (табл. 2.1). Таке скорочення відбулося головним чином за рахунок зниження резервів в іноземній валюті на 65%. Після зростання у 2016 р. на 16,84%, надалі у 2017 р. обсяг міжнародних валютних резервів у збільшився на 3,27 млрд. дол. США. (на 21,04%) до 18,8 млрд. дол. США. У наступному 2018 р. зростання обсягу міжнародних валютних резервів було максимальним за аналізований період та у порівнянні із попереднім роком зросло на 10,69%.

Таблиця 2.1

Міжнародні валютні резерви НБУ (на кінець періоду, млрд. дол. США)

Види резервних активів	Роки					
	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Сукупні офіційні резервні активи	20,б	7,5	13,2	15,5	18,8	20,8
зокрема:						
резерви в іноземній валюті	18,7	6,6	12,3	11,9	15,6	19,8
золото	1,6	0,9	0,9	0,9	1,0	1,0

Джерело: побудовано на основі даних [150]

За даними НБУ у 2017 р. зростання міжнародних валютних резервів також відбулося завдяки надходженню фінансових коштів від МВФ у розмірі приблизно 1 млрд. дол. США. Окрім того, цьому сприяла купівля НБУ іноземної валюти внаслідок здійснення валютних інтервенцій на суму 1,3 млрд. дол. США [158].

Щодо зростання міжнародних валютних резервів у 2018 р., слід зауважити, що станом на початок 2019 р. обсяг міжнародних валютних резервів покриває 3,5 місяця суми майбутнього імпорту. Цього достатньо для достатності виконання зобов’язань України і поточних операцій НБУ та уряду,

що виступають умовою збереження макроекономічної стабільності в Україні за рахунок проведення зваженої монетарної і фіскальної політики, але також передбачають продовження співпраці із МВФ [108].

В структурі міжнародних валютних резервів України найбільшу частку займають резерви в іноземній валюті. Протягом аналізованого періоду питома вага цього виду офіційних резервних активів була вищою рівня 76%, однак свого піку вона досягла у 2018 р. (95,17%), (рис. 2.1).

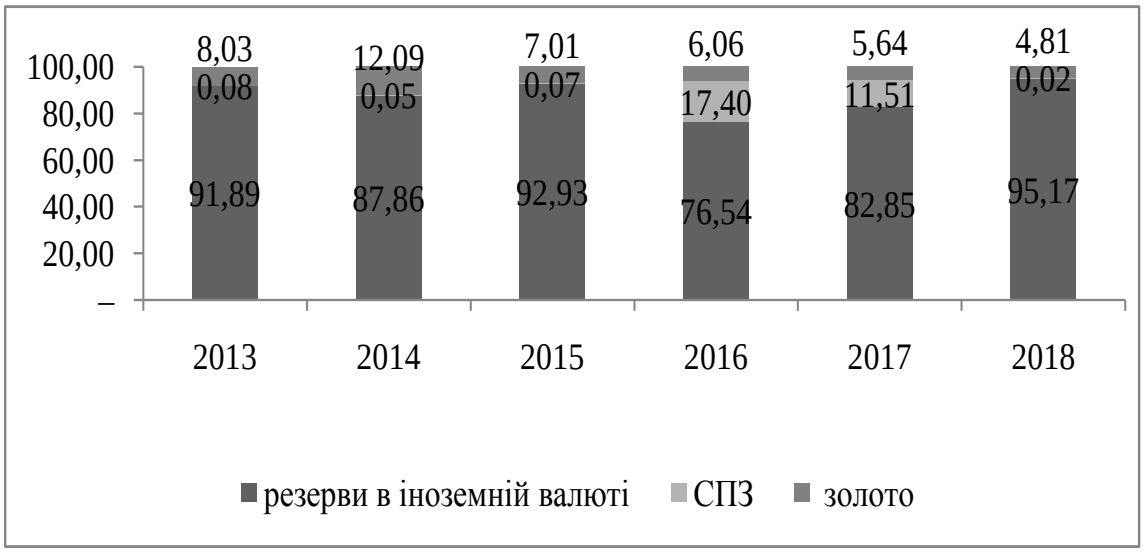


Рис. 2.1. Структура міжнародних валютних резервів НБУ (%), 2013–2018 рр.

Джерело: побудовано на основі даних [150]

Другим за вагомістю джерелом поповнення міжнародних валютних резервів НБУ слід вважати золото. Цей золотовалютний резерв НБУ в період 2013–2018 рр. займав від 5,64% у 2017 р. до понад 12% у 2014 р. від загальної структури сукупних міжнародних валютних резервів. Незважаючи на таку досить високу позицію, з року в рік питома вага цього компоненту валютних резервів скорочується. Починаючи з 2015 р., виразно простежується спадна тенденція цього показника, адже у 2018 р. частка золота зменшилася у понад 2,5 рази, порівняно з 2014 р., коли була найвищою.

Частка СПЗ у структурі сукупних міжнародних валютних резервів НБУ в період 2013–2015 рр. була досить незначною (менше 1%). Однак, у 2016 р. відбулося різке зростання питомої ваги СПЗ у структурі міжнародних валютних резервів у понад 262 рази. Це пояснюється тим, що у цьому році НБУ почав проводити активну політику щодо примноження СПЗ внаслідок здійснення операцій з їх купівлі. Проте у 2018 р. сума надходження СПЗ різко скоротилася у понад 613,5 рази, порівняно із 2017 р.

Ще одним різновидом міжнародних валютних резервів НБУ виступає резервна позиція в МВФ. На рис. 2.1 цей компонент не продемонстровано, бо частка цього виду у структурі міжнародних валютних резервів НБУ не перевищує 0,001%. Протягом 2013–2016 рр. надходження коштів від МВФ становило лише 0,03 млн. дол. США щорічно. Проте уже у 2017 р. відбулося зростання суми надходження коштів від МВФ у 5 разів до 0,15 млн. дол. США, а у 2018 р. – до 0,34 млн. дол. США [158].

На сьогодні перед НБУ стоїть завдання накопичувати міжнародні резерви, оскільки це виступає елементом виконання угоди із МВФ стосовно Механізму розширеного фінансування (МРФ). Опираючись на середньострокове бачення, вирішенню даного завдання сприяє режим інфляційного таргетування. Маючи достатній рівень міжнародних резервів, економіка України буде стійкішою до потрясінь з боку зовнішнього середовища, адже, з одного боку – зросте довіра до режиму інфляційного таргетування, а з іншої – НБУ матиме можливість досягнути цілей управління інфляційними процесами. Орієнтуючись на короткострокове бачення, щоб досягти інфляційного таргетування необхідно поступитися пріоритетністю накопичення валютних резервів, оскільки обидві цілі можуть суперечити одна одній. Однак, за Законом України «Про Національний банк України» пріоритетність досягнення тої чи іншої цілі визначається, виходячи зі взаємозв’язку з умовами цінової стабільності [47, с. 44].

Важливим інструментом впливу НБУ на валютний ринок і обмінний курс виступають валютні інтервенції. Такі інтервенції проводяться за допомогою

операцій купівлі-продажу іноземної валюти на міжбанківському ринку. У випадку купівлі іноземної валюти НБУ відбувається збільшення пропозиції гривневої грошової маси, а у випадку продажу валюти – вилучення гривні з обігу [71].

Ключові аспекти проведення валютних інтервенцій НБУ за умов режиму інфляційного таргетування чітко окреслені у «Стратегії валютних інтервенцій Національного Банку України на 2016–2020 роки» (далі Стратегія). Так, зазначено, що здійснення валютних інтервенцій задля збільшення валютних резервів проводиться з метою поступового досягнення визначеного рівня. Тобто, ці інтервенції проводяться в умовах перевищення пропозиції іноземної валюти над попитом на неї.

Окрім того, проведення валютних інтервенцій не має перечити зміні основного тренду обмінного курсу чи його фактичній позиції [129]. Згідно цього, в основі проведення валютних інтервенцій лежать такі завдання:

1) примноження суми міжнародних резервів;

2) сприяння функціонуванню валютного ринку;

3) підтримка трансмісії основної відсоткової ставки як головного інструмента грошово-кредитної політики [71].

Виходячи із даних табл. 2.2, в 2013–2017 рр. середньорічний обсяг валютних інтервенцій НБУ за операціями продажу іноземної валюти мав тенденцію до падіння за винятком 2014 р., коли відбулося значне зростання обсягу продажу іноземної валюти на 238%, порівняно з попереднім роком.

Окрім того, у 2014 р. обсяг інтервенцій з продажу іноземної валюти вдесятеро перевищив обсяг інтервенцій з купівлі іноземної валюти. У 2018 р., на відміну від попередніх років, обсяг інтервенцій з продажу іноземної валюти підвищився на майже 60%. Згідно «Аналітичного огляду валютного ринку України за підсумками 2014 року», здійсненого Національним рейтинговим агентством “Рюрик” [2], перевищення обсягу інтервенцій з продажу іноземної валюти над обсягом інтервенцій з купівлі іноземної валюти виникло внаслідок нестабільності національної грошової одиниці.

Таблиця 2.2

Інтервенції НБУ на міжбанківському валютному ринку України (середні за період)

Роки	Обсяг інтервенцій (млн. дол. США)		Курс інтервенцій (середньозважений курс за 100 дол. США)	
	Продаж	Купівля	Продаж	Купівля
2013	341,50	50,00	812,67	799,30
2014	1154,36	115,70	1221,70	1155,24
2015	201,87	186,07	2190,22	2224,86
2016	129,44	204,86	2626,50	2537,75
2017	100,85	206,43	2665,91	2651,08
2018	160,71	276,61	2739,16	2713,93

Джерело: побудовано на основі даних [150]

Однак, на кінець 2014 р., порівняно із початком року, спостерігався дефіцит іноземної валюти на валютному ринку, зокрема готівкової валюти в касах банків, оскільки відбулося зниження рівня продажу іноземної валюти через небажання банківських установ проводити продаж за визначеним офіційним курсом. Як наслідок, збільшився попит з боку населення на «чорному валютному ринку» [2]. Окрім того, на валютний ринок України у 2014 р. вплинула ситуація підтримки Національним банком України НАК «Нафтогаз України», що на той час витратила приблизно 1,5 млрд. дол. США на здійснення платежів за імпортований природний газ [2]. У 2017 р. обсяг валютних інтервенцій з продажу іноземної валюти був найнижчим, бо скоротився на понад 70% у порівнянні із початком аналізованого періоду.

Щодо операцій з купівлі іноземної валюти, спостерігалося поступове зростання обсягу валютних інтервенцій. Так, обсяг валютних інтервенцій на купівлю іноземної валюти на міжбанківському валютному ринку України у 2018 р. зріс у понад 5,5 рази, порівняно з 2013 р. до рівня 276,61 млн. дол. США. Слід зауважити, що з метою збільшення міжнародних резервів

Національним банком України валютні інтервенції з 2015 р. починають застосовуватись особливо обережно, у випадках, коли спостерігається знецінення обмінного курсу, та активно – за умов зміцнення обмінного курсу [47, с. 45].

Аналіз обмінного курсу валютних інтервенцій з продажу іноземної валюти на міжбанківському валютному ринку продемонстрував поступове зростання середньозваженого курсу до 27,4 грн. у 2018 р. Аналогічна ситуація простежується на міжбанківському валютному ринку з купівлі іноземної валюти, де середньозважений курс валютних інтервенцій знизився у 2018 р. до 27,9 грн проти 7,99 грн. у 2013 р., тобто понад 3,4 раза (рис.2.2).

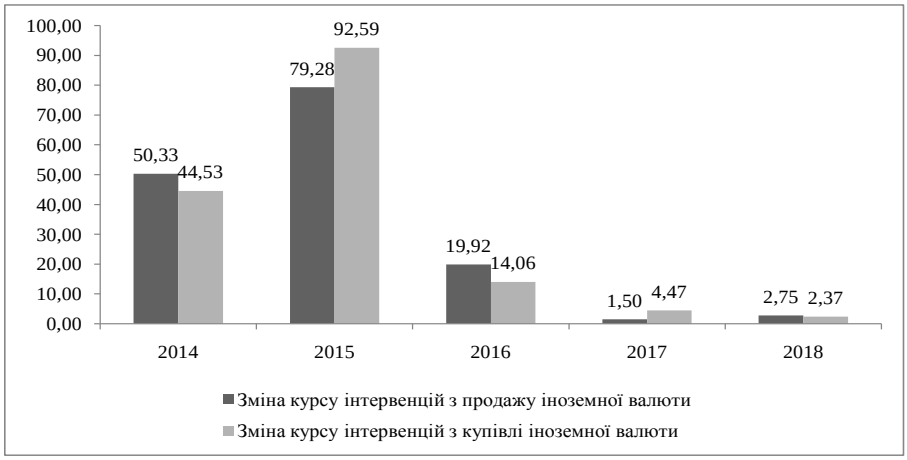


Рис. 2.2. Динаміка зміни середньозваженого курсу інтервенцій (у грн. за 100 дол. США) (середній за період), %

Джерело: побудовано на основі даних [150]

За результатами проведених обчислень найвищий темп росту обмінного курсу валютних інтервенцій з продажу та з купівлі іноземної валюти був у 2015 р. (збільшився на 79,28% та на 92,59% відповідно у порівнянні з попереднім роком) (рис. 2.2). Однак, вже у 2017–2018 рр. темпи росту обмінного курсу валютних інтервенцій з продажу і купівлі іноземної валюти були мінімальними – середньозважений курс валютних інтервенцій з продажу іноземної валюти

зріс на 1,50% та 2,75% відповідно, а середньозважений курс валютних інервенцій з купівлі іноземної валюти – на 4,47% та 2,37% відповідно, порівняно з попереднім роком.

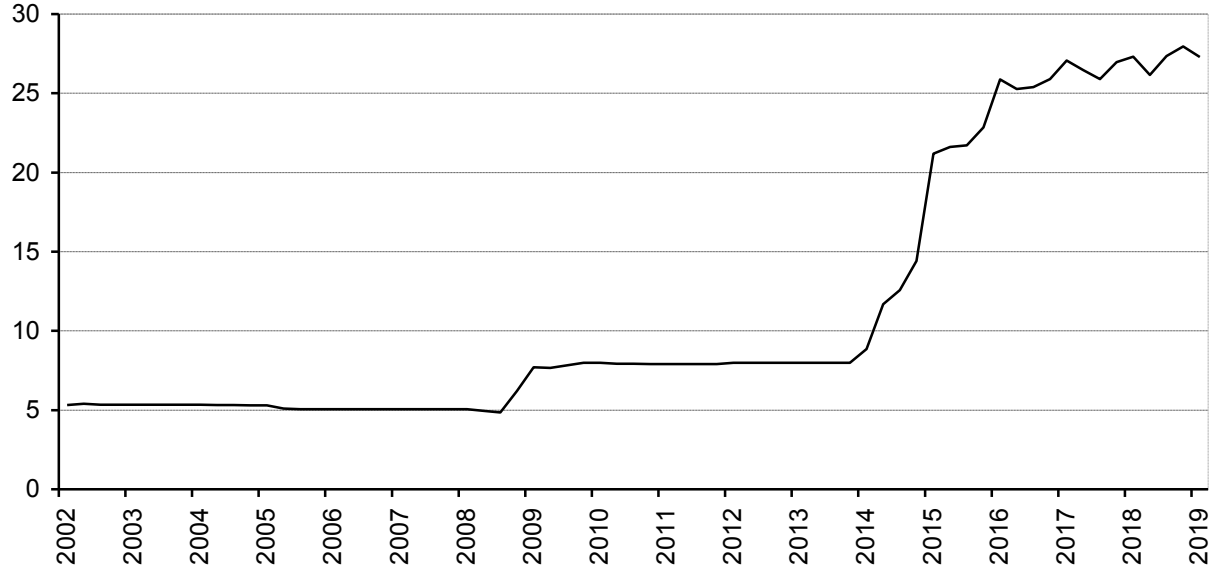


Рис. 2.3. Динаміка офіційного курсу гривні до долара США (за 100 одиниць) (середній за період)

Джерело: побудовано на основі даних [150]

Локальну стабільність гривні помітно в 2002–2008 рр., потім відбувся перехід до нижчого значення обмінного курсу восени 2008 р. (з 5 до 8 грн. за долар), яке збереглося до початку 2014 р. (рис. 2.3). Надалі відбулося доволі стрімке знецінення гривні нижче 25 грн. за долар., а з 2016 р. обмінний курс стабілізувався в межах 26-27 грн. за долар (зі слабким спадним трендом). Виразно помітно більшу волатильність обмінного курсу, що цілком природно після переходу до інфляційного таргетування інфляції (з 2015 р.), яке передбачає більшу гнучкість обмінного курсу.

У період 2013–2017 рр. динаміка середньорічного сукупного обсягу операцій із готівковою іноземною валютою за операціями продажу була нестабільною (табл. 2.3). Протягом 2014–2015 рр. обсяги продажу іноземної валюти впали на 58,23% та 91,47% відповідно, порівняно з попереднім роком. Проте у наступних роках сукупний обсяг операцій почав зростати, і вже у 2018

р. зріс до 9,6 млрд. дол. США (на 71,69%) проти 2016 р. Із 2015 р. обсяг операцій з продажу іноземної валюти були нижчим за сукупні обсяги операцій з купівлі іноземної валюти.

Таблиця 2.3

Операції із готівковою іноземною валютою на міжбанківському валютному ринку України (середні за період)

Роки	Сукупний обсяг операцій (млн. дол. США)		Курс операцій (середньозважений курс за 100 дол. США)	
	Продаж	Купівля	Продаж	Купівля
2013	19209,50	16329,70	816,67	813,31
2014	8023,10	5612,80	1211,11	1187,45
2015	684,10	2232,08	2308,95	2256,20
2016	747,09	3226,81	2600,61	2571,56
2017	5586,80	7725,10	2672,98	2652,58
2018	9592,15	11072,75	2722,24	2705,08

Джерело: побудовано на основі даних [150]

Аналогічна ситуація спостерігалася на міжбанківському ринку із операціями купівлі готівкової іноземної валюти. Так, в період 2014–2015 рр. відбулося падіння обсягів купівлі іноземної валюти на 65,63% та 60,23% відповідно, порівняно з попереднім роком. Однак, у наступних роках сукупний обсяг операцій збільшувався, і вже у 2018 р. зріс до 11 млрд. дол. США (на 43,33%) у порівнянні з попереднім роком.

Протягом 2013–2018 рр. спостерігалося стійке зростання курсу операцій з продажу-купівлі готівкової іноземної валюти на міжбанківському валютному ринку. Найвищий темп росту середньозваженого курсу гривні за операціями з продажу готівкової іноземної валюти отримано у 2015 р. – 91% (рис. 2.4). Подібно в 2015 р. найбільше знизився курс купівлі готівкової іноземної валюти. У 2018 р. темпи зростання курсу операцій з продажу та купівлі іноземної

валюти на міжбанківському валютному ринку були найнижчими, що засвідчило стабілізацію валютного ринку.

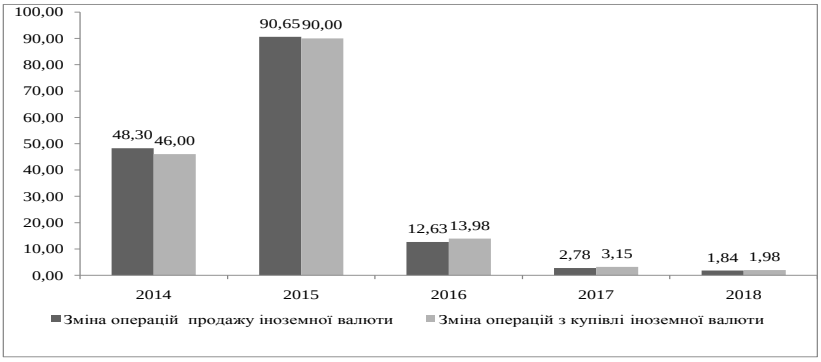


Рис. 2.4. Динаміка зміни середньозваженого готівкового курсу гривні до долара США (за 100 одиниць) (середній за період), %

Джерело: побудовано на основі даних [150]

Порівняння офіційного та середньозваженого курсу гривні на міжбанківському валютному ринку виявляє незначні абсолютні та відносні відхилення за винятком 2018 р., коли середньозважений курс перевищив офіційний курс на 51,62 грн. або на 1,93% (табл. 2.4). Як зазначила О. Береславська, стабілізації обмінного курсу зазвичай сприяють: 1) зниження рівня підтримки ліквідності банківської системи і здійснення посиленого контролю за коштами, що одержують банки через систему каналів рефінансування; 2) надання пріоритетності валютним обмеженням у системі валютного регулювання НБУ до часу стабілізації ситуації на валютному ринку; 3) застосування заборон у наданні кредитів позичальникам у іноземній валюті, які не мають валютних доходів; 4) розроблення та впровадження рекомендацій НБУ щодо діяльності комерційних банків у сфері зменшення відсоткових ставок за валютними депозитами; 5) застосування заборон щодо будь-якого роду розрахунків у іноземній валюті на території України [15, с. 14].

Таблиця 2.4

Співвідношення між офіційним та середньозваженим курсом гривні до долара США

Роки	Офіційний курс гривні до долара США (середній за період)	Середньозважений курс гривні до долара США на міжбанківському валютному ринку (середній за період)	Абсолютне відхилення офіційного курсу від середньозваженого курсу на міжбанківському валютному ринку	Відносне відхилення офіційного курсу від середньозваженого курсу на міжбанківському валютному ринку
2013	799,30	811,90	12,60	-1,55
2014	1188,67	1191,37	2,70	-0,23
2015	2184,47	2185,50	1,03	-0,05
2016	2555,13	2555,45	0,32	-0,01
2017	2659,66	2660,70	1,04	-0,04
2018	2720,05	2668,43	51,62	1,93

Джерело: побудовано на основі даних [150]

Аналіз фундаментальних факторів валютного курсу в Україні виявляє впливовість торговельного балансу, а також операцій фінансового рахунку [7]. Власний вплив мають відхилення від паритету купівельної спроможності (ПКС) за продуктивністю праці і абсолютного приросту ПКС та ВВП у розрахунку на одну особу. Також з’ясовано, що реальний ефективний обмінний курс (РЕОК) дозволяє встановлювати зміну валютних курсів і цінових дефляторів групи країн, тобто головних торгових партнерів на основі їх частки у зовнішньоторговельному обороті. Емпіричне дослідження виявило відсутність внутрішніх фундаментальних причин для девальвації гривні. Хоча у 2017 р. відбулося стрімке зміцнення РЕОК, однак його значення не досягло рівноважного рівня [7, с. 42]. На підставі отриманих результатів стверджується, що останнім часом немає загроз для стабільного функціонування валютного ринку з боку короткострокових кон’юнктурних чинників.

Враховуючи наведені вище міркування, слід зазначити [114, с. 77]:

– ключовим фактором забезпечення рівноваги на безготівковому валютному ринку виступає зниження пропозиції іноземної валюти експортерами-резидентами (як наслідок – виникає нееластичність вітчизняного експорту, спричинена його сировинним характером і низьким рівнем конкурентоспроможності та мінливістю зовнішніх збутових ринків);

– забезпеченню стабілізації на готівковому валютному ринку, з одного боку, сприяють валютні надходження фізичних осіб у вигляді грошових переказів із-за кордону, а з іншого – підвищення інфляційних процесів на споживчому ринку і високий рівень імпорту споживчих товарів, що виступають стимуляторами підвищення попиту на готівковому валютному ринку.

Згідно даних НБУ, в 2015–2018 рр. надходження переказів в іноземній валюті (приватних трансфертів) понад вчетверо перевищували обсяги переказів за межі України (рис. 2.5). Обидва показники щорічно зростали. Так, у 2018 р. проти 2015 р. відповідні показники зросли на 40,56% і 13,26% відповідно. Значні надходження від працюючих за кордоном досить значні, що з врахуванням високої доларизації економіки стає потенційним пояснювальним чинником для поведінки валютного ринку. Частка приватних трансфертів у ВВП сягала 5% на початку минулої декади, але до 2014 р. знизилася до 2-3% від ВВП.

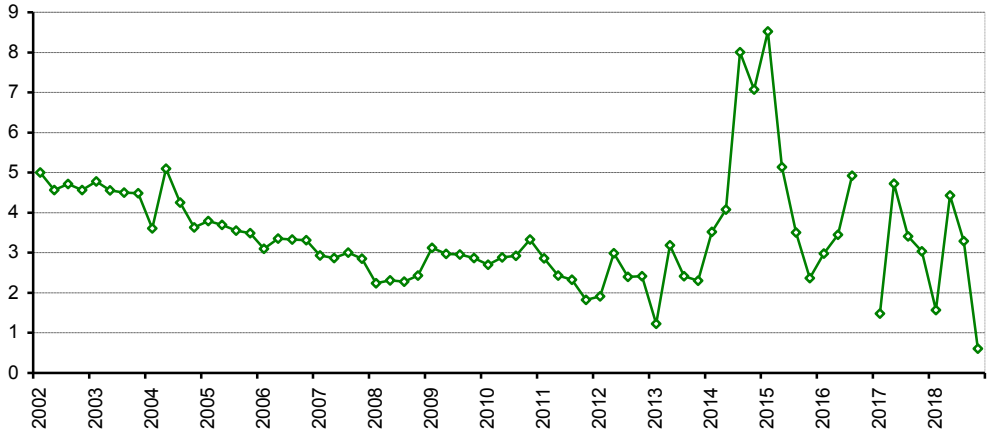


Рис. 2.5. Динаміка приватних трансфертів, в іноземній валюті з-за меж України (% від ВВП), 2002-2018 рр.

Джерело: побудовано на основі [150]

Примітно, що фінансова криза 2006–2009 рр. не позначилася скільки небудь вагомим збільшенням надходжень від працюючих за кордоном. Інша справа кризові явища 2014–2015 рр., коли надходження від працюючих за кордоном зросли майже вчетверо – до 8% від ВВП. За останні три роки приватні трансферти повернулися до рівня 3% від ВВП, але стали більш нестабільними. Одним з пояснень може бути безвізовий режим та пов'язана з цим більша частота виїздів до праці на сезонних роботах, які передбачають залучення низько кваліфікованої робочої сили.

Аналіз динаміки обсягів купівлі-продажу готівкової іноземної валюти виявляє поступове зростання обох показників. У 2018 р. обсяги придбання іноземної валюти у населення зріс на 47,2%, а обсяги продажу іноземної валюти – аж на 76,6% (рис. 2.6). Водночас на увагу заслуговує додатний баланс купівлі-продажу іноземної валюти в населення.

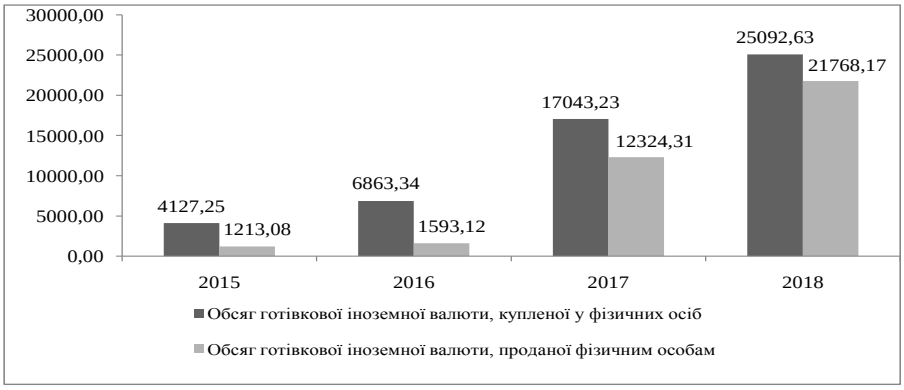


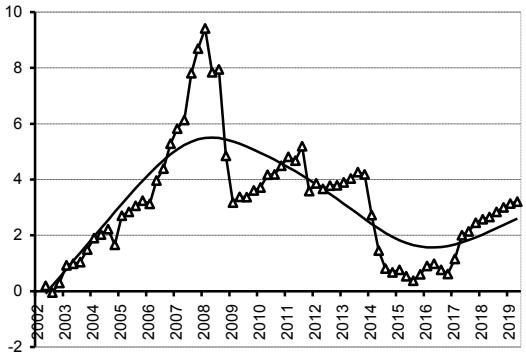
Рис. 2.6. Динаміка обсягів готівкової іноземної валюти, купленої у фізичних осіб та проданої фізичним особам (середній за період), млн. грн.
Джерело: побудовано на основі даних [150]

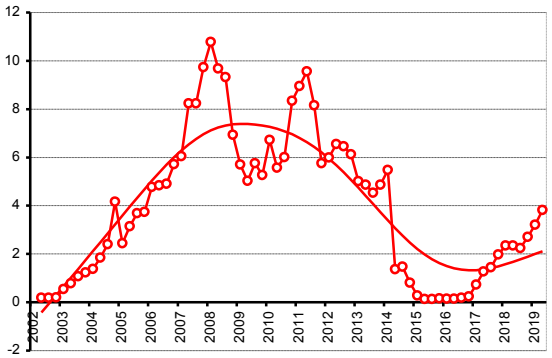
Обсяги продажу іноземної валюти населенням стрімко зростали в 2002–2008 рр.; подібно збільшувалися обсяги купівлі іноземної валюти. В 2007–2008 рр. стало виразним значне перевищення обсягів купівлі-продажу іноземної валюти понад рівноважний тренд. Під час кризового 2009 р. обсяги торгівлі

іноземною валютою істотно зменшилися, передусім це стосується її продажу, але поступово почали відновлюватися.

Якщо продаж іноземної валюти зростав повільно, то її купівля в 2012 р. практично досягла передкризового рівня. Таке явище само по собі привертає увагу і може пояснюватися намаганнями тодішньої владної команди В. Януковича перевести гривневі активи – безготівкові та готівкові – у валютну готівку. В 2014–2016 рр. обсяги торгівлі іноземною валютою зменшилися на порядок, що могло стати наслідком або реалій гострої фінансової кризи за умов військового конфлікту з Росією, або значної «тінізації» операцій з іноземною валютою.

Додаткову інформацію забезпечує аналіз сальдо торгівлі іноземною валютою та рівноважних трендів (рис. 2.7). Перевищення обсягів купівлі над продажем іноземної валюти прогресувало в 2005–2012 рр. Зрозуміло, що це могло бути одним з індикаторів виведення коштів за кордон або їх конвертацію в готівку на території України. В 2008–2009 рр. сальдо купівлі-продажу іноземної валюти істотно поліпшилося, а в 2015 р. вперше за декаду населення більше продало іноземної валюти, ніж купило. В 2016–2019 рр. рівноважний тренд купівлі-продажу іноземної валюти став додатним, але за останні півтора року простежується тенденція до зменшення чистого продажу іноземної валюти населенням.





а) продаж іноземної валюти ($ESELL_t$) б) купівля іноземної валюти ($EBUY_t$)

Рис. 2.7. Динаміка купівлі-продажу іноземної валюти населенням в Україні (млрд.. доларів), 2002-2019 рр.

Джерело: розраховано на основі [150]

Аналіз рівноважних трендів увиразнює характер значного від'ємного сальдо купівлі-продажу іноземної валюти в 2005–2008 рр., а саме: прискорене збільшення обсягів купівлі іноземної валюти населенням (рис. 2.8). В 2009–2016 рр. від'ємне сальдо (з тенденцією до зменшення) створено «відставанням» обсягів продажу іноземної валюти порівняно з попитом на неї. На початку 2016 р. трендові значення продажу і купівлі іноземної валюти зрівнялися, а з того часу обидва тренди відновили зростання, з переважанням продажу іноземної валюти населенням.

Можливий зв'язок між обмінним курсом та купівлею-продажем іноземної валюти простежити досить важко. Стрімке збільшення обсягів торгівлі іноземною валютою спостерігалося в 2002–2008 рр. за умов грошової стабільності, потім девальвація гривні позначилася доволі відчутним зменшенням обсягів купівлі-продажу іноземної валюти. Наступне відновлення обсягів торгівлі іноземною валютою в 2010–2012 рр. теж співпало з періодом відносної грошової стабільності. Істотне послаблення гривні в 2014–2016 рр. співпало зі справжнім колапсом ринку іноземної валюти. За останні два роки обсяги торгівлі відновлюються, цього разу за умови плаваючого обмінного курсу гривні.

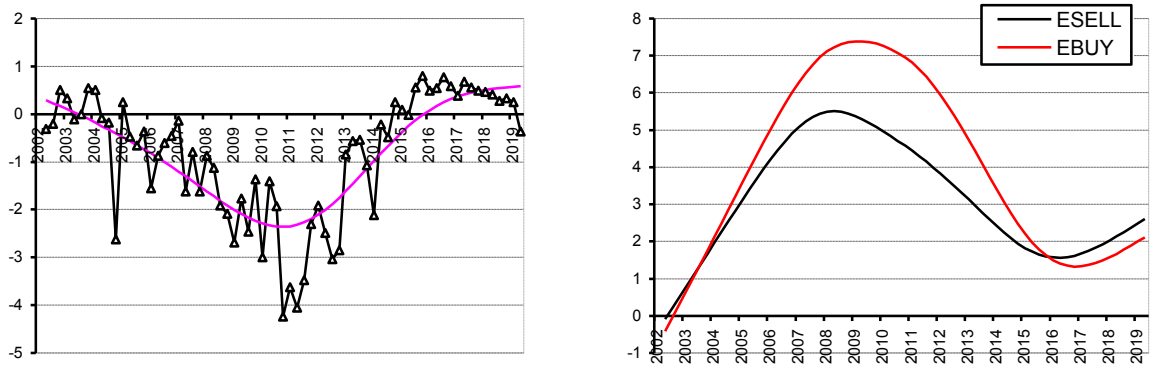


Рис. 2.8. Україна: сальдо торгівлі іноземною валютою, 2002–2019 рр.

Джерело: розраховано на основі [150]

Попри істотне поліпшення балансу купівлі-продажу іноземної валюти населенням, не можна стверджувати про досягнення деякого рівноважного

стану, що відповідає рівновазі попиту і пропозиції іноземної валюти. На безготівковому ринку ризики дестабілізації створює від'ємне сальдо торговельного балансу, нестабільність припливу-відпливу капіталу та високий рівень зовнішнього боргу України. На готівковому ринку помітно поступове зменшення додатного сальдо торгівлі іноземною валютою, що може бути ознакою несприятливої зміни рівноважних трендів. Окрім того, обсягів торгівлі іноземною валютою залишаються значно меншими від значень для періоду 2006–2013 рр., що може бути ознакою значних обсягів операцій поза офіційним ринком. За таких умов зростає важливість фіскальної політики, що здатна підтримати стабільність валютного ринку і таким чином вивільнити простір для монетарної політики, передусім в аспекті зниження вартості кредитних ресурсів. Відповідні питання докладніше розглянуто нижче.

2.2. Аналіз фіскальних важелів впливу на стабільності вітчизняного валютного ринку

Важливе роль у системі впливу на стабільність валютного ринку відіграє ефективність фіскальної політики, яка реалізується через її важелі та інструменти. Як уже зазначалося раніше, основними є такі механізми:

1) бюджетні (зокрема це структура видатків бюджету, інвестиції в державному секторі, приватні трансферти);

2) податкові (податкове навантаження, податкові ставки, податкові пільги, спеціальні режими оподаткування; альтернативні режими оподаткування; розстрочення та відстрочення податкових платежів) [119].

Практика засвідчує, що одним із ключових елементів (важелів) стимулювання розвитку національної економіки є податки та система оподаткування, що виступає регулюючим елементом макроекономічних процесів. При цьому, рівень ефективності системи оподаткування відображає здатність системи рівноцінно здійснювати фіскальну і регулюючу функції.

Тому, з метою досягнення бажаного рівня економічного зростання слід забезпечити високий рівень ефективності системи державного регулювання внаслідок застосування відповідних податкових важелів. Водночас, рівень ефективності системи оподаткування, у першу чергу, залежить від рівня надходжень та видатків зведеного бюджету.

Особливості впливу податків на стан валютного ринку розглядаються через фіскальні та монетарні механізми. Найпростіше припустити, що збільшення податкових надходжень відображає поліпшення економічної ситуації, зокрема за рахунок збільшення обсягів експорту, що збільшує пропозицію іноземної валюти. Навпаки, збільшення урядових видатків найчастіше сприймається ознакою монетизації дефіциту бюджету і таким чином сприяє підвищенню попиту на іноземну валюту. З іншого боку, попит на місцеву грошову одиницю може істотно зростати під час економічного зростання, яке зазвичай супроводжується відчутним попитом на гроші. Відповідно зростатиме продаж іноземної валюти. Врахування змін процентної ставки ускладнює механізми валютного ринку, адже необхідно враховувати зміни в настроях населення, яке може збільшити попит на банківській депозити в обох валютах – національній та іноземній, або, навпаки, створити ажіотаж на валютному ринку після паніки власників депозитів, як це трапилося у 2008–2009 чи 2014–2015 рр. Загалом виникає щільше переплетіння фіскальних і монетарних чинників, які визначають динаміку валютного ринку.

Основні функціональні зв’язки схематично представлено на рис. 2.9. Показники сальдо бюджету визначають параметри монетарної політики, адже вимагають реакції на динаміку цін та зміни у попиті та пропозиції іноземної валюти, передусім за умови фінансування дефіциту бюджету зі зовнішніх джерел або значного попиту нерезидентів на боргові зобов’язання у національній грошовій одиниці. З іншого боку, політика облікової ставки НБУ має відчутний вплив на кошти обслуговування державного боргу, а відповідно – на сальдо бюджету.

У доларизованій економіці підвищеної важливості набувають очікування учасників валютного ринку, які значною мірою формуються під впливом цільових індикаторів фіскальної і монетарної політики. Україна з 2015 р. перейшла до політики таргетування інфляції, що в принципі підвищує значення НБУ як регулятора вартості кредитних ресурсів, що повинно сприяти досягненню цільового інфляційного таргету. Одним із засобів стає обмінний курс. Наприклад, для зниження інфляції стає доцільним зміцнення грошової одиниці. Проте ефективність каналу обмінного курсу може нівелюватися якраз практикою визначення орієнтирів обмінного курсу під час прийняття сальдо бюджету.

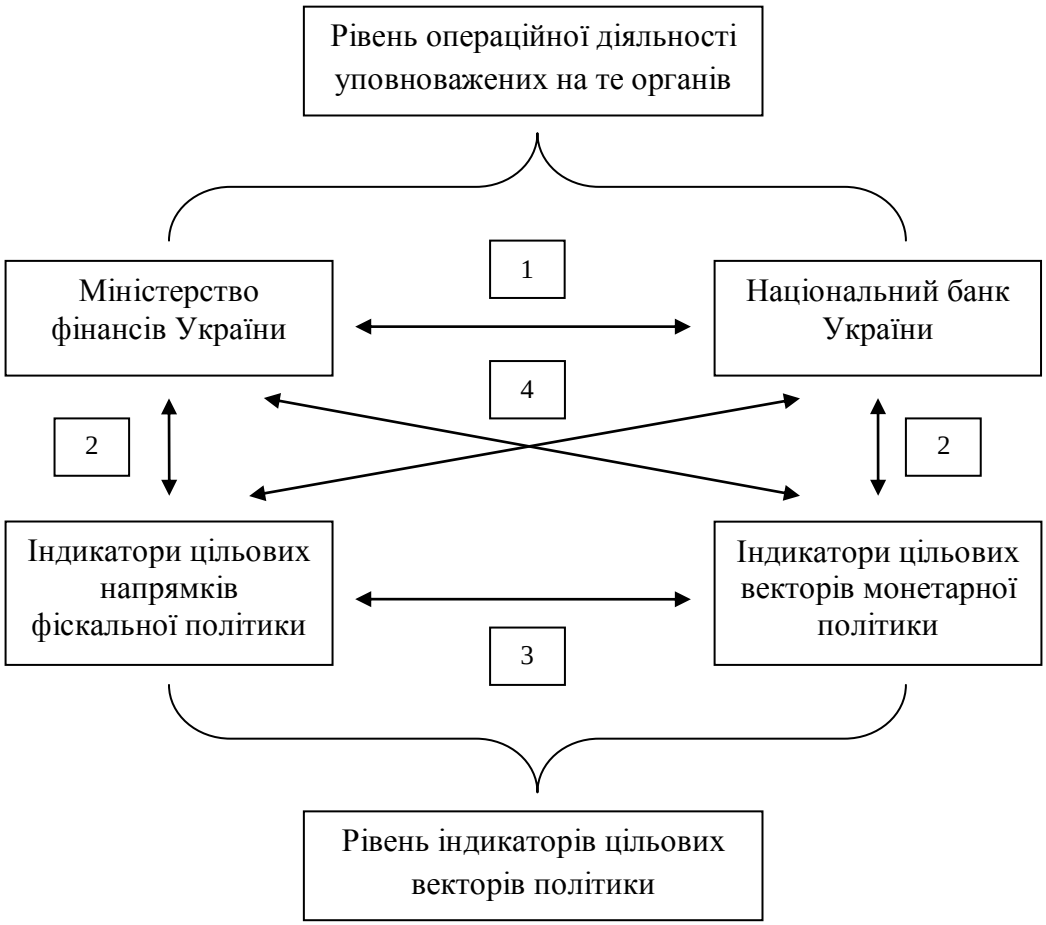


Рис. 2.9. Блок-схема взаємодії фіскальної і монетарної політики

Джерело: побудовано на основі [141]

Загалом можна визначити відразу декілька причинно-наслідкових зв’язків, що визначають вплив фіскальної політики на попит і пропозицію

іноземної валюти. Специфічні механізми стосуються окремо надходжень до бюджету та урядових видатків. Водночас слід зауважити, що між обома компонентами фіскальної політики може існувати взаємний зв'язок.

Надходження до бюджету впливають на валютний ринок декількома шляхами. По-перше, виконання податкових зобов'язань може схиляти до продажу іноземної валюти з метою отримання необхідних гривневих активів. У доларизованій економіці така поведінка стосується не лише експортерів, але й підприємств, що не займаються зовнішньоекономічною діяльністю.

По-друге, зростання надходжень до бюджету може бути наслідком економічного зростання, що підвищує попит на гроші. Відповідно виникатиме тенденція до продажу іноземної валюти, передусім за умови стабільності грошової одиниці. Якщо при цьому виникатимуть очікування майбутнього підвищення обмінного курсу, продаж іноземної валюти лише посилиться в очікуванні підвищеного доходу від реавальвації грошової одиниці.

По-третє, можна припустити, що загальний оптимізм, яким зазвичай супроводжується економічне зростання, схилятиме населення до продажу іноземної валюти. Зрозуміло, що поява зауважених вище спекулятивних очікувань лише підсилить цей процес.

Вплив надходжень до бюджету не обмежується пропозицією іноземної валюти. З боку попиту на валюту важливо, що посилення податкового тиску як першопричина збільшення надходжень до бюджету так чи інакше обмежуватиме можливості для придбання іноземної валюти. Приміром, М. Бурда і С. Виплош представили оцінку наслідків у попиті на іноземну валюту після збільшення податків [27]. Якщо підвищення податків обмежує приплив капіталу (це може бути наслідком зниження процентної ставки), можна очкувати збільшення пропозиції іноземної валюти та підвищення обмінного курсу.

Не менш різноманітними видаються функціональні механізми залежності валютного ринку від показника урядових видатків. Подібно до наведених вище

міркувань для надходжень до бюджету, урядові видатки впливають як на попит, так і пропозицію іноземної валюти.

По-перше, урядові видатки зазвичай асоціюються зі збільшенням пропозиції грошової маси та очікуваннями інфляції і девальвації грошової одиниці. Якщо так, то раціональною реакцією стає придбання іноземної валюти населенням. Водночас можна сподіватися збільшення пропозиції іноземної валюти, адже її власники так само сподіваються на додатковий виграш від майбутньої девальвації грошової одиниці.

По-друге, урядові видатки можуть бути чинником платіжного балансу, що матиме власний вплив на стан валютного ринку. Все залежить від чутливості потоків капіталу до підвищення процентної ставки на внутрішньому ринку. Якщо різниця процентних ставок здатна зумовити значний приплив капіталу, то може виникнути тенденція до зміцнення грошової одиниці (плаваючий обмінний курсу) або збільшення валютних резервів (фіксований обмінний курс). У доларизованій економіці обидві події здатні впливати на мотивацію населення щодо купівлі-продажу іноземної валюти. Зміцнення грошової одиниці або збільшення валютних резервів можуть збільшити продаж іноземної валюти та обмежити попит на неї.

Зрозуміло, що слабка залежність між (1) процентними ставками у даній країні та за кордоном і (2) потоками капіталу мають цілком протилежні наслідки; тобто девальвація грошової одиниці або втрата валютних резервів найімовірніше позначаються зростанням попиту на іноземну валюту, при одночасному зменшенні її пропозиції.

Чутливість учасників валютного ринку до макроекономічних «сигналів» видається сильнішою за умов плаваючого обмінного курсу, адже обмінний курс набагато сильніше впливає на психологічний стан учасників ринку, передусім у сегменті домашніх господарств, ніж зміна валютних резервів. Цей показник не видається надто інформативним для більшості учасників валютного ринку і не здатен створити достатньо сильний «сигнал», хіба що допоможе потужний медійний супровід. Наприклад, тиражована у багатьох ЗМІ інформація про

«катастрофічну» втрату валютних резервів здатна ініціювати лавиноподібне збільшення попиту на іноземну валюту, але відповідного ефекту набагато легше досягнути за допомогою «несподіваного» знецінення обмінного курсу. Приміром, у 2012–2013 рр. значне зменшення валютних резервів не позначилося ажіотажним попитом на іноземну валюту, а в 2017–2019 рр. відновлення валютних резервів НБУ так само не запобігло численних випадкам, коли навіть порівняно незначне знецінення гривні відразу ж позначалося посиленням тенденції до чистого продажу іноземної валюти. Попри підтримання de jure і de facto плаваючого обмінного курсу, для стабілізації валютного ринку використовувалися значні валютні інтервенції НБУ.

По-третє, вплив урядових видатків на обмінний курс і параметри валютного ринку може мати виразний міжчасовий характер. Простіше кажучи, короткочасний вплив може істотно відрізнятися від довгострокових ефектів. Відповідні міркування найлегше проаналізувати на прикладі збільшення урядових видатків за умов слабкої залежності потоків капіталу від різниці процентної ставок – внутрішньої і зовнішньої (на світових ринках).

Як зазначено вище, у короткочасному періоді ймовірно матимемо зміцнення грошової одиниці в поєднанні зі збільшенням валютних резервів, що може зумовити продаж іноземної валюти населенням та/або зменшення попиту на неї. Проте у довгостроковому періоді обслуговування урядових боргових зобов’язань (з врахуванням відсоткових платежів) призведе до протилежного наслідку – відпливу капіталу, що позначиться девальвацією грошової одиниці понад початкове значення (на час збільшення урядових видатків). В оптимістичному варіанті поміркований відплив капіталу стає наслідком необхідного підвищення податків, що обмежує сукупний попит і знижує процентну ставку. Відповідно іноземні портфельні інвестори отримують стимули для відпливу капіталу.

Ситуацію може погіршити дуже ймовірне у таких випадках сповільнення темпу зростання ВВП, що зазвичай погіршує очікування учасників валютного

ринку. Нарешті, на випадок гострої боргової кризи може відбутися її трансформація у валютну кризу, що загрожує «обвалом» грошової одиниці. Подібний розвиток подій неважко проілюструвати подіями в економіці України в 2012–2015 рр.

Прелюдією до кризових явищ стало збільшення урядових видатків у 2011–2012 рр., зокрема у зв'язку з підготовкою до Чемпіонату Європи з футболу Євро-2012, але визначальний вплив мав характер фіскальної політики, орієнтованої на перерозподіл доходу на корить однієї з регіональних еліт (Донецька і Луганська області). Зростаючий дефіцит бюджету досить успішно фінансувався, навіть попри значне погіршення сальдо поточного рахунку і втрату валютних резервів. Зростаючі макроекономічні дисбаланси провадили до глибокої фінансової кризи, так що відомі події на Майдані стали лише каталізатором кризових подій – не більше. При перших ознаках неспокою на валютних ринках виникла потужна тенденція щодо переходу до нового рівноважного стану з набагато нижчим обмінним курсом.

Чи можна було уникнути такого значного знецінення гривні, якби не військова агресія Росії у Криму і на Донбасі? Цілком можливо, що нове рівноважне значення обмінного курсу було б у межах 12-14 грн. за долар, але однаково не було можливостей уникнути значної девальвації гривні. Зрозуміло, що у спокійнішому економічному середовищі – без зростаючих видатків на оборону та «непопулярних» заходів щодо збільшення надходжень до бюджету – реакція валютного ринку була б набагато поміркованішою, з меншою амплітудою знецінення гривні.

Якби учасники ринку вірно передбачали розвиток подій, н не купували б урядових облігацій, або їхня доходність мала б сягнути так званого «заборонного» рівня, коли емісія урядових облігацій стає недоцільною. З іншого боку певною ознакою ірних передбачень наступного несприятливого перебігу подій могло бути значне від'ємне сальдо купівлі-продажу іноземної валюти населенням, але це не заперечу, а радше навпаки – підсилює наведений вище аргументи про недостатню раціональність інвесторів на ринку

українських облігацій. Придбання урядових облігацій відбувалося на тлі не лише високого дефіциту бюджету і погіршення сальдо поточного рахунку, високої доходності гривневих і валютних облігацій, але й зростаються чистого попиту на іноземну валюту.

Загалом у доларизованій економіці купівля-продаж іноземної валюти населенням може вважатися досить точним індикатором механізмів вплив фіскальної політики на валютний ринок, набагато кращим, ніж безготівкові операції на міжбанківському ринку.

По-перше, немає адміністративних обмежень, що можуть спотворювати вплив фіскальної політики. По-друге, немає спотворень у вигляді валютних інтервенцій центрального банку, які зазвичай не мають стосунку до фіскальної політики. Звичайно, подібний аргумент може застосовуватися до купівлі-продажу валюти населенням, але в цьому випадку зв’язок набагато слабший. Оскільки упродовж досліджуваного періоду переважно підтримувався режим де факто фіксованого обмінного курсу, це означає пріоритет підтримання паритетного курсу за допомогою валютних інтервенцій. По-третє, в економіці сировинного типу на купівлю-продаж іноземної валюти населенням значно менше впливають такі чинники, як умови торгівлі чи нецінова кон’юнктура зовнішніх ринків, ніж це у випадку операцій на міжбанківському ринку. Хоча не можна твердити, що купівля-продаж іноземної валюти населенням не залежить від зовнішньоекономічної кон’юнктури, така залежність не видається критично важливою для оцінки впливу фіскальних показників на валютний ринок.

На перший погляд, важливо встановити характер впливу фіскальної політики саме на обсяги купівлі-продажу іноземної валюти населенням, адже у доларизованій економіці саме фіскальні механізми мають першочерговий вплив на процес узгодження умовного портфеля активів. Зі свого боку, це визначає поведінку обмінного курсу, яка в Україні має набагато більший вплив, ніж у більшості країн з подібною передісторією. Від обмінного курсу залежить не лише експорт-імпорт товарів і послуг, але й споживчі видатки, приватні

інвестиції та умови обслуговування державного боргу. Якщо орієнтуватися на доцільне зміцнення гривні як чинника збільшення доходу, то подолання нинішнього заниження обмінного курсу гривні вимагатиме істотного зміцнення економічних «фундаментів». Одним з них є сальдо бюджету, але висновок щодо шляхів поліпшення сальдо бюджету – за допомогою збільшення надходжень до бюджету і скорочення урядових видатків – вимагає предметного аналізу впливу обох компонент фіскальної політики на валютний ринок.

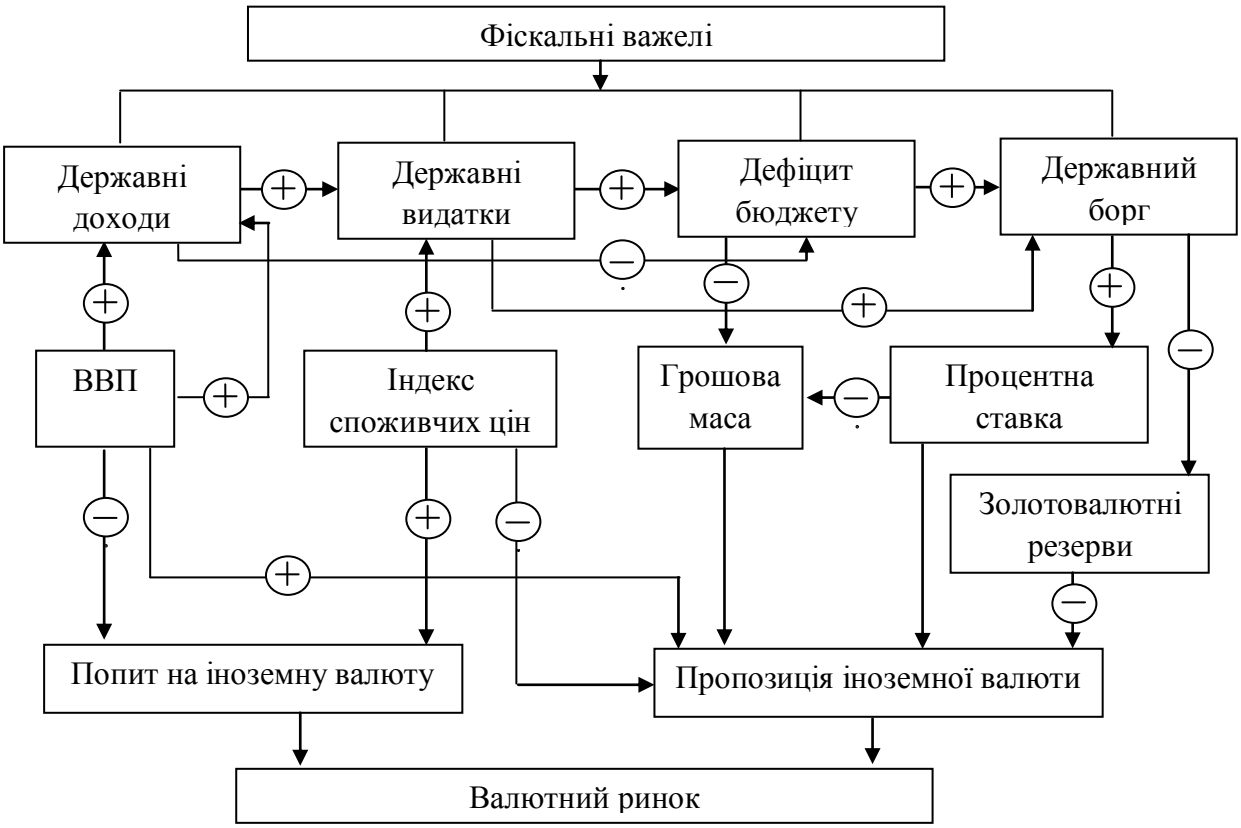


Рис. 2.10. Механізм причинно-наслідкового зв'язку між важелями фіскальної політики та кон'юнктурою валютного ринку

Джерело: розроблено автором

На основі проведеного аналізу механізми причинно-наслідкового зв'язку між фіскальною політикою та кон'юнктурою валютного ринку узагальнено на рис. 2.10. Приймається, що надходження до бюджету залежать від ВВП та, зі свого боку, визначають обсяги урядових видатків. Зрозуміло, що надлишкові видатки створюють дефіцит бюджету і таким чином збільшують державний

борг. Несподіване зменшення податкових та інших надходжень до бюджету може стати безпосередньою причиною збільшення дефіциту бюджету, якщо немає супутнього зменшення урядових видатків.

У принципі зростання ВВП повинно зменшити попит на іноземну валюту, якщо в економіці спостерігається сприятливе «правило 45°», коли зростання ВВП супроводжується збільшенням обсягів експорту та пропозиції іноземної валюти. З іншого боку, вищий попит на гроші, якого слід очікувати за умов зростання ВВП, зазвичай підвищує попит на місцеву грошову одиницю, а це обмежує попит на іноземну валюту. Протилежний вплив має інфляція. Від підвищення цін можна очікувати збільшення попиту та обмеження пропозиції іноземної валюти.

У більшості випадків дефіцит бюджету супроводжується збільшенням пропозиції грошової маси, що обмежує пропозицію іноземної валюти, адже учасники ринку очікують девальвацію грошової одиниці. Проте не виключено, що відповідальна політика центрального банку позначиться зменшенням пропозиції грошової маси, що може мати протилежний ефект. Підвищення процентної ставки може бути наслідком не лише обмежуючої (рестрикційної) монетарної політики, але й збільшення державного боргу. Якщо обсяги державного боргу порівняно незначні, а залежність потоків капіталу від різниці процентних ставок достатньо висока, можна розраховувати на приплив капіталу та збільшення пропозиції іноземної валюти.

Багато залежить від динаміки валютних резервів. Як зазначено вище, у короткочасному періоді зростаючі зовнішні запозичення можуть збільшувати обсяг валютних резервів, але на довгострокову перспективу більш реалістично очікувати їх зменшення. Зазвичай обслуговування державного боргу обмежує пропозицію іноземної валюти, що стає безпосередньою причиною стрімкої девальвації грошової одиниці. Таким чином неефективне управління державними видатками (за умов недостатніх надходжень до бюджету) сприяє акумуляції державного боргу знижуючи валютні резерви і пропозицію іноземної валюти, а це дестабілізує ситуацію на валютному ринку.

Ситуацію ускладнює вагомість дефіциту бюджету як чинника інфляції та девальвації національної валюти. Хоча окремі теоретичні моделі засвідчують позитивний вплив збільшення урядових видатків на динаміку обмінного курсу (приміром, це передбачає модель Манделла-Флемінга за умов високої залежності потоків капіталу від різниці процентних ставок у даній країні та за кордоном), проте емпіричні залежності для країн з низьким доходом та низькою мобільністю капіталу, як Україна, вказують на девальваційні імпульси.

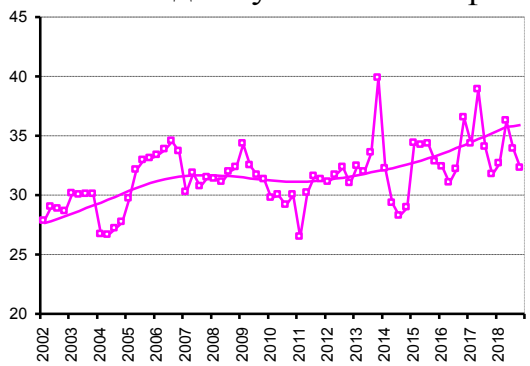
За результатами проведених досліджень, встановлено, що охарактеризувати та оцінити стан фіскальної політики на різних етапах економічного циклу можна за допомогою таких показників [144, с. 532]:

1) проциклічних (зокрема, це ВВП, рівень зайнятості населення, податки на виробництво, імпорт товарів і послуг);

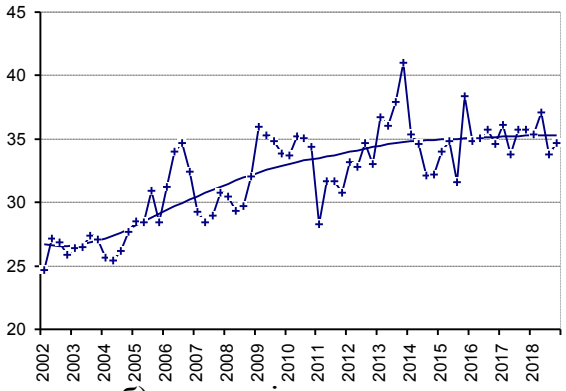
2) антициклічних (трансферти від працюючих за кордоном, соціальні трансферти, дефіцит бюджету, чистий експорт, зміна оборотних коштів, рівень безробіття);

3) ациклічних, що не залежать від циклу ділової активності (зокрема, це обсяги імпорту товарів та послуг, обсяги експорту товарів та послуг, фактичний обсяг державних замовлень).

Природно припустити, що основними фіскальними важелями впливу на стабільність валютного ринку України виступають: доходи і видатки державного бюджету та способи фінансування державного боргу [144, с. 632].



а) надходження до бюджету,



б) урядові видатки

Рис. 2.11.Динаміка доходів та видатків державного бюджету (% від ВВП), 2002-2019 рр.

Джерело: розраховано за даними [150] та Міністерства фінансів України [29]

Як свідчать дані (рис.2.11.а) надходження до бюджету (% від ВВП) досить нерівномірні, що може відбивати як нестабільність податкового законодавства, так і особливості економіки сировинного типу, що надміру залежить від світових цін на сировину, які доволі мінливі, та не менш нестабільних урожаїв сільськогосподарської продукції. Аналіз рівноважного тренду виявляє зростання надходжень до бюджету 2002–2008 рр., потім стабілізацію цього показника на рівні 31% від ВВП та відновлення зростаючого тренду приблизно з 2013–2014 рр., яке триває по сьогодні. Принагідно зауважимо, що в 2014–2018 рр. надходження до бюджету були нижчими від рівноважних значень.

Урядові видати (рис.2.11.б) теж нерівномірні, з декількома виразними «піками» в 2006, 2008–2009, 2012–2013 і 2016 рр. Менші видатки спостерігалися в 2014, 2007, 2011 і 2014 рр. Аналіз рівноважного тренду виявляє поступове зростання урядових видатків за період 2002–2014 рр. – з 26 до 35% від ВВП, з наступною стабілізацією на цьому рівні в 2015–2018 рр. Також можна зауважити певну стабілізацію показника урядових видатків навколо рівноважного тренду в 2016–2018 рр.

Якщо використати річні дані останніх років (табл. А.2), у 2018 р. обсяг податкових надходжень зведеного бюджету зріс на майже 179%, порівняно з початком аналізованого періоду. Поряд з цим, основними джерелами податкових надходжень виступають: 1) внутрішні податки на товари та послуги, частка яких у структурі податкових надходжень становила від 46,60% у 2013 р. до 52,58% у 2017 р. (у 2018 р. ─ 51,42%); 2) податки на доходи, прибуток та активи, частка яких у структурі податкових надходжень становить від 27,39% у 2015 р. до майже 36% у 2013 р.

Однією із основних причин падіння надходжень до бюджету в 2014 р. стало зниження ставки податку на прибуток підприємств із 19% у 2013 р. до 18% – у 2014 р. [49]. Значною мірою на такий стан доходів також вплинуло зменшення рівня рентабельності промислової продукції (на 1,4%, порівняно із 2013 р., коли він становив 3,0%), а також зростання суми чистого збитку

промислових підприємств (із -4181,1 млн. грн. у 2013 р. до -178730,9 млн. грн. – у 2014 р.) [49].

Окрім того, згідно проведених досліджень Департаментом економічної стратегії та макроекономічного прогнозування Міністерства економічного розвитку і торгівлі України [29], рівень тіньової економіки у 2014 р. був досить високим, адже становив аж 42% та збільшився аж на 7 в.п., порівняно із 2013 р. (35%). Зокрема, таким тенденціям у 2014 р. посприяли: військовий конфлікт на Сході України, значна фінансова дестабілізація (спричинена суттєвим дефіцитом платіжного балансу, ціновими і курсовими шоками, а також підвищенням рівня збитковості виробництва), посилений адміністративний тиск і значні панічні настрої економічних агентів [156, с. 3]. Дещо відчутне покращення ситуації щодо обсягів доходів до зведеного бюджету України спостерігалося у 2015–2017 рр. Настання таких тенденції пояснюється підвищеним рівнем економічного зростання і покращенням інших макроекономічних показників.

Аналогічно до динаміки доходів зведеного бюджету України спостерігалася ситуація із податковими надходженнями (рис.2.11.а). Лінія тренду податкових надходжень у відсотках до ВВП показала у 2014 р. незначне падіння обсягів податкових надходжень до зведеного бюджету України. Так, податкові надходження скоротилися на 1%, порівняно з 2013 р. У наступні роки досліджуваного періоду відбулося зростання обсягів податкових надходжень, де у 2017 р. частка податкових надходжень у структурі номінального ВВП збільшилася на 3,6% у порівнянні із початком аналізованого періоду. Проте у 2018 р. спостерігалося незначне скорочення частки податкових надходжень у структурі номінального ВВП, яка знизилася лише на 0,05%.

З метою деталізації аналізу фіскальних важелів слід звернути увагу на динаміку видатків зведеного бюджету України. Встановлено, що тенденції видатків зведеного бюджету України були майже аналогічні тенденціям для доходів (табл.А.4). Так, у 2014 р. частка видатків у структурі номінального ВВП скоротилася на 1,56%, порівняно із 2013 р. Однак, уже з 2015 р. частка

видатків бюджету в структурі номінального ВВП зросла на 2,46%, порівняно із 2014 роком, однак уже в 2018 році відбулося несуттєве її зниження на 0,3%.

Динаміка зведеного бюджету України демонструє тенденцію до погіршення в 2010–2013 рр, проте з 2014 р. сальдо бюджету поліпшується, попри вкрай несприятливі реалії фінансової кризи (рис. 2.12).

Окрім функціональних механізмів (рис. 2.10), безпосередній стосунок до попиту і пропозиції іноземної валюти має спосіб фінансування дефіциту бюджету: за допомогою внутрішніх чи зовнішніх запозичень. У конкретному українському випадку внутрішні запозичення дорожчі, але не створюють валютного ризику. Зовнішні запозичення дешевші, але створюють навантаження на валютні резерви і можуть стати першопричиною валютної кризи.

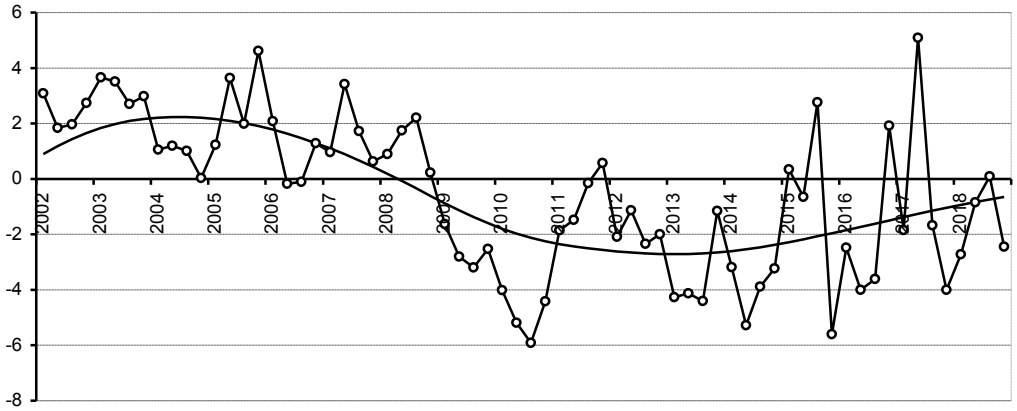


Рис. 2.12. Сальдо державного бюджету України (% від ВВП)

Джерело: розраховано за даними [29]

За даними НБУ, протягом 2013–2018 рр. динаміка фінансування зведеного бюджету України була вкрай нестабільною. Після значного підвищення у 2014 р. на 13,27%, порівняно з попереднім роком, у 2015 р. обсяг фінансування скоротився – на 57,10% (табл. А.3). У 2017 р. також відбулося зниження обсягу фінансування до рівня 42093,76 млн. грн., тобто на 23,20%, порівняно з 2016 р. Однак у 2018 р. спостерігалися позитивні зміни у сфері фінансування зведеного бюджету України – обсяг фінансування зріс на понад 61%.

Останнім часом зведений бюджет України фінансувався переважно за рахунок зовнішніх джерел. (табл.А.3). Так, у 2017 р. зовнішнє фінансування зведеного бюджету (36983,13 млн. грн.) було у 7,24 рази вищим за внутрішнє фінансування (5110,63 млн. грн.). Однак, у передкризоваому 2013 р. внутрішнє фінансування зведеного бюджету (49691,76 млн. грн.) перевищувало зовнішнє фінансування (13898,54 млн. грн.) у 3,58 рази. У 2018 р. відбувся значний приріст внутрішнього фінансування зведеного бюджету аж на понад 350%

Слід зауважити, що бюджетний дефіцит – це сума бюджетних видатків, що здійснюються урядом внаслідок: 1) зовнішніх та внутрішніх заощаджень інших секторів економіки; 2) продажу активів, що є у державній власності; 3) викупу НБУ первинної емісії облігацій внутрішньої державної позики [91].

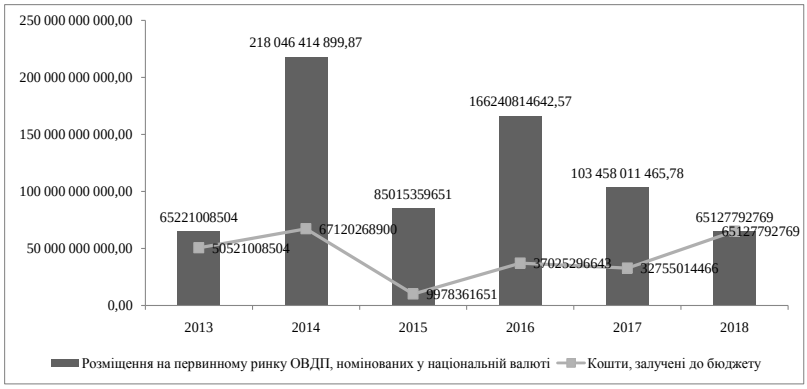


Рис. 2.13. Емісія ОВДП на первинному ринку, грн.

Джерело: побудовано на основі даних [46]

З погляду стабільності валютного ринку значний інтерес становить придбання нерезидентами облігацій внутрішньої державної позики (ОВДП), яке вже ставало причиною кризових явищ 1997–1998 рр. З рис. 2.13. видно, що впродовж 2013–2018 рр. динаміка розміщення на первинному ринку ОВДП, номінованих у національній одиниці була вкрай нестабільною. Так, ОВДП, номінованих у національній валюті на первинному ринку найбільше було розміщено у 2014 р. Стосовно коштів, залучених до бюджету, то тут також простежується нестабільна динаміка, однак у 2018 р. сума коштів, залучених до

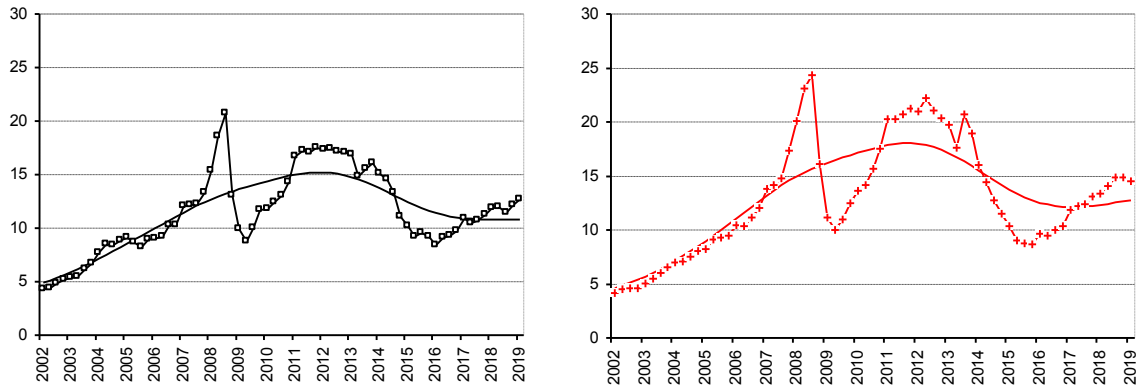
бюджету дорівнювала сумі ОВДП, номінованих у національній валюті, що розміщені на первинному ринку.

Що стосується фінансування дефіциту зведеного бюджету України за типом боргового зобов'язання (табл.А.3), це здійснювалося з таких основних джерел, як фінансування за борговими операціями, фінансування за рахунок надходжень від приватизації та фінансування за активними операціями. Так, сума фінансування за борговими операціями у 2017 р зросла до 120730,61 млн. грн. проти 80479,76 млн. грн. у 2013 р. Однак у 2018 р. обсяг фінансування за борговими операціями різко скоротився на понад 55% та був найнижчим протягом аналізованого періоду (54284,70 млн. грн.). Виходячи із основних джерел надходження цього типу фінансування зведеного бюджету України, то найбільші обсяги фінансування надходили за кодом класифікації «Запозичення», проте у 2018 р. сума фінансування з цього джерела скоротилася на майже 80%.

За кодом класифікації «Погашення» фінансування зведеного бюджету України було збитковим, оскільки відображало недофінансування зведеного бюджету. Так, у 2018 р. зведений бюджет України за цим джерелом недофінансувався на – 234663,55 млн. грн., однак, сума недофінансування у порівнянні із попереднім роком скоротилася на понад 64% [108].

У 2017 р. відбулося також зростання суми фінансування за рахунок надходжень від приватизації, яка збільшилася у понад 2,28 рази до 3376,76 млн. грн. проти 1479,97 млн. грн. у 2013 р. Однак у 2018 р. фінансування за рахунок надходжень від приватизації різко скоротилося на 92% порівняно з попереднім роком. Стосовно фінансування за активними операціями, спостерігалася ситуація недофінансування зведеного бюджету – відповідна сума зросла від 18369,43 млн. грн. у 2013 р. до 81981,64 млн. грн. у 2017 році. На противагу цьому, у 2018 р. фінансування за активними операціями було позитивним, оскільки сума фінансування зросла на понад 116%.

Зазвичай одним із ключових показників визначення рівня пропозиції іноземної валюти виступає показник торговельного балансу (рис. 2.14).



а) експорт б) імпорт

Рис. 2.14. Україна: обсяги експорту-імпорту, млрд. дол.

Джерело: побудовано автором на основі даних [49]

Як можна побачити з даних (рис. 2.14), хоча динаміка експорту-імпорту симетрична (це пояснюється високою імпортоємністю експорту), тим не менше характерною ознакою практично усього періоду 2002–2019 рр. є переважання імпорту над експортом.

Останнім часом частка експорту в структурі номінального ВВП була найвищою в 2015 р. (52,60%), що пояснюється прискоренням спадом виробництва. Питома вага обсягу імпорту товарів і послуг коливалася від понад 52% у 2013 р. до понад 56% у 2016 р. У 2018 р. відбулося незначне зниження частки обсягу імпорту до рівня 53,80%. Попри значну девальвацію гривні, в 2013–2018 рр. сальдо торговельного балансу України було від’ємним [150].

Узагальнюючи отримані результати, механізми впливу фіскальної політики на стан валютного ринку достатньо різноманітні та стосуються як попиту, так і пропозиції іноземної валюти. Власний вплив мають чинники обмінного курсу та надходжень від працюючих за кордоном. Загалом все виглядає на те, що аналіз готівкового валютного ринку надає кращі можливості для дослідження зв’язку між фіскальною політикою і валютним ринком.

2.3. Роль державних видатків у забезпеченні стабільності валютного ринку України

Як це пояснено вище, урядові видатки можуть впливати на стан валютного ринку не менш дієво, ніж податкові та інші інструменти надходжень до бюджету. Відповідно за умов плаваючого обмінного курсу виникають можливості для впливу на курсоутворення. Для фіксованого обмінного курсу такий вплив переважно виявляється на довгострокову перспективу – через послаблення одного з «фундаментів» економічної політики, яким виступає сальдо бюджету. В такому разі обмінний курс стає індикатором не лише зовнішньоекономічної діяльності, але й змін попиту на внутрішньому ринку.

В умовах послаблення національної валютної системи з кожним роком зростає увага до такої економічної категорії як курсоутворення. Рівень зміни валютного курсу виступає важливим індикатором не тільки ефективності зовнішньоекономічної діяльності, але і становить суттєвий вплив на цілісну економічну систему нашої держави, окремі сфери економічної діяльності та діяльність суб’єктів господарювання. В контексті зазначеного, регулювання обмінного курсу передбачає доповнення інструментарію НБУ необхідними фіскальними заходами або, принаймні їх врахування, при прогнозуванні динаміки найважливіших макроекономічних показників.

Якщо податкові інструменти досить інерційні, адже передбачають зміни у законодавчій базі, то урядові видатки пропонують більш обережний підхід до зміни параметрів валютного ринку, а відповідно обмінного курсу. В ширшому контексті можна твердити про формування довгострокових «фундаментів» для бажаної траєкторії обмінного курсу. Приміром, це може бути подолання надмірного заниження обмінного курсу, як передумов для відходу від сировинної моделі економічного розвитку та стимулювання технологічних галузей народного господарства.

Окрім попиту і пропозиції, урядові видатки зазвичай мають підвищений впалив на інфляцію та очікування майбутньої цінової динаміки. Передусім це стосується урядових видатків споживчого спрямування.

У [180] зазначено, що для розвинених країн, для прикладу можна назвати США, підвищення рівня державних видатків виступає головним стимулятором попиту на національну валюту, а також формує імпульси для стабілізації національної валюти. Поряд з тим, наголошується, що вплив державних видатків на рівень реального обмінного курсу, у певній мірі, залежить від структури державних видатків, особливостей фінансової політики, рівня інтенсивності залучення приватного капіталу у виробничий процес, а також і від рівня відносної продуктивності державної інфраструктури [188].

Встановлено також, що фіскальна політика може виступати як експансійною, так і обмежувальною, а також стримуючою та стимулюючою. Проведення обмежувальної фіскальної політики передбачає підвищення вартості національної валюти. За таких дій виникає бюджетний дефіцит, який спровокований скороченням витрат уряду та зростанням податків. Окрім того, спостерігається зменшення рівня попиту на продукцію, у результаті чого знижується імпорт та рівень пропозиції національної валюти і підвищується вартість національної валюти [95, с. 58].

Здійснення експансійної фіскальної політики передбачає підвищення державних видатків чи збереження податків, а також будь-якого іншого поєднання цих двох категорій, що у підсумку призводить до зростання сукупного попиту. Такі дії сприяють підвищенню імпорту і дозволяють збільшити пропозицію грошової маси через збереження обмінного курсу [95, с. 58].

Дослідження засвідчують, що державні видатки відображають розширення рівня ефективного попиту. Іншими словами, вони дозволяють збільшити витрати на споживання та витрати на інвестиції. Під впливом стимулюючої фіскальної політики перед економічними агентами виникають можливості більш ймовірнішого розширення масштабів виробництва і

вкладення коштів. За таких обставин відбувається розширення масштабів сукупного попиту. Тому, виходячи із зазначеного вище, стає виразнішим стимулюючий вплив на економічні процеси, в тому числі підвищення валового внутрішнього продукту (ВВП) та національного доходу (НД) [42, с. 179].

Більш детальний аналіз статистичних даних про видатки зведеного бюджету України засвідчив декілька тенденцій, що можуть мати стосунок до стану валютного ринку. Вагому частку протягом аналізованого періоду, зокрема й у 2018 р., у структурі видатків за функціональною класифікацією займають видатки на загальнодержавні функції (15,32%), на економічну діяльність (11,25%), на охорону здоров'я (9,26%), на освіту (16,80) і на соціальний захист та соціальне забезпечення (24,75%) (табл. А.4).

Як уже зазначалося вище (підрозділ 2.2), протягом 2013–2018 рр. видатки зведеного бюджету України демонструють чітку тенденцію до зростання. Так, у 2018 р. загальна сума видатків збільшилася на понад 147% порівняно з початком аналізованого періоду. Найбільший темп росту спостерігався у 2015 р., коли видатки зросли у 1,3 рази проти 2014 р. Щодо різновидів видатків зведеного бюджету України за функціональною класифікацією, то у 2018 р. найвищий темп приросту відбувся серед видатків на оборону (30,48%), на громадський порядок, безпеку та судову владу (33,38%) та економічну діяльність (36,82%).

Щодо класифікації видатків зведеного бюджету України за економічною ознакою (табл.А.5), значну частку займають поточні видатки, питома вага яких коливається в межах від 88,47% у 2018 р. до 96,14% – 2014 р. У 2018 р. серед поточних видатків значні суми із зведеного бюджету були спрямовані на оплату праці і нарахування на заробітну плату (29,49%), на використання товарів і послуг (27,35%) та на соціальне забезпечення (27,19%). Що стосується другої групи видатків, то протягом аналізованого періоду частка капітальних видатків у структурі видатків зведеного бюджету України тенденційно зростала (за винятком незначного падіння до 3,86% у 2014 р.). Так, у 2018 р. сума капітальних видатків зросла у майже 5 рази, порівняно із 2013 роком.

В контексті визначення ролі державних видатків у забезпеченні стабільності валютного ринку доцільно розглянути динаміку державного боргу України, оскільки це один із ключових видів видатків, що здійснюються із бюджету України. Протягом 2013–2018 рр. державний борг України зростав. У 2018 р. його вартість зросла у понад 3,7 рази порівняно із 2013 р., але приріст за цей рік був найнижчим у порівнянні з попередніми роками (табл. 2.5). Значну частку у структурі загального державного боргу займає зовнішній борг. Так, в період 2016–2018 рр. питома вага зовнішнього боргу у структурі загального державного боргу України становила понад 64%. Водночас, питома вага внутрішнього боргу за цей період коливалася в межах 35%.

Таблиця 2.5

Динаміка державного боргу України, млн. грн.

Показник	Період					
	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Загальний борг	*584114,1*	*1100564,0*	*1572180,2*	*1929758,7*	*2141674,4*	*2168627,1*
Зовнішній борг	300025,4	611697,1	1042719,6	1240028,7	1374995,5	1397217,8
Внутрішній борг	284088,7	488866,9	529460,6	689730,0	766678,9	771409,3

Джерело: побудовано на основі даних [150]

Лінія тренду державного боргу у відсотках до ВВП показала у 2017–2018 рр. зниження суми державного боргу України. Так, сума державного боргу України у відсотках до ВВП у 2018 р. знизилася на 19,96% проти 80,9% у 2016 р., коли була найвищою (рис. 2.15).

Слід врахувати, що важливим індикатором впливу на валютний ринок є видатки на соціальне забезпечення (табл. А.4). Частка видатків на соціальне забезпечення у структурі номінального ВВП була найвищою у 2016 р. (10,61%) (рис. 2.16). У 2017–2018 рр. спостерігалося скорочення питомої ваги видатків на соціальне забезпечення у відсотках до ВВП до рівня 8,45%.

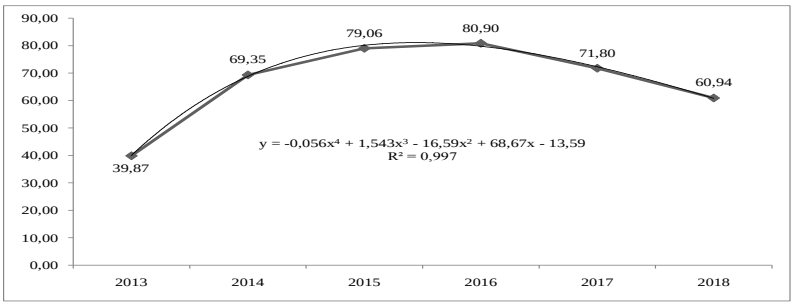


Рис. 2.15. Динаміка державного боргу України у % до ВВП

Джерело: побудовано на основі даних[49; 150]

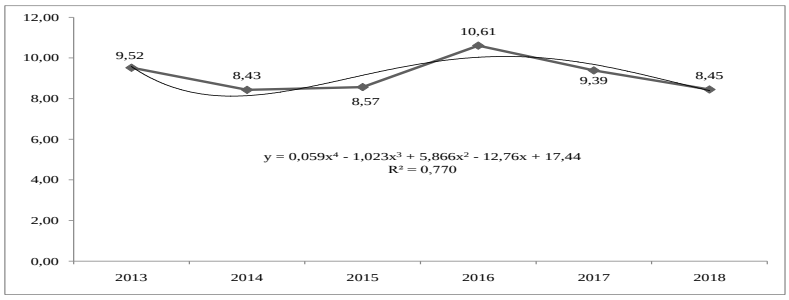


Рис. 2.16. Динаміка видатків на соціальне забезпечення у % до ВВП

Джерело: побудовано на основі даних[49; 105]

Отже, дослідження напрямів використання фіскальної політики для забезпечення стабільності валютного ринку України передбачає вирішення декількох завдань:

– оптимізація структури бюджетних видатків;

– імплементація механізмів детінізації та деофшоризації економіки як напрямів стабілізації валютного курсу в Україні,

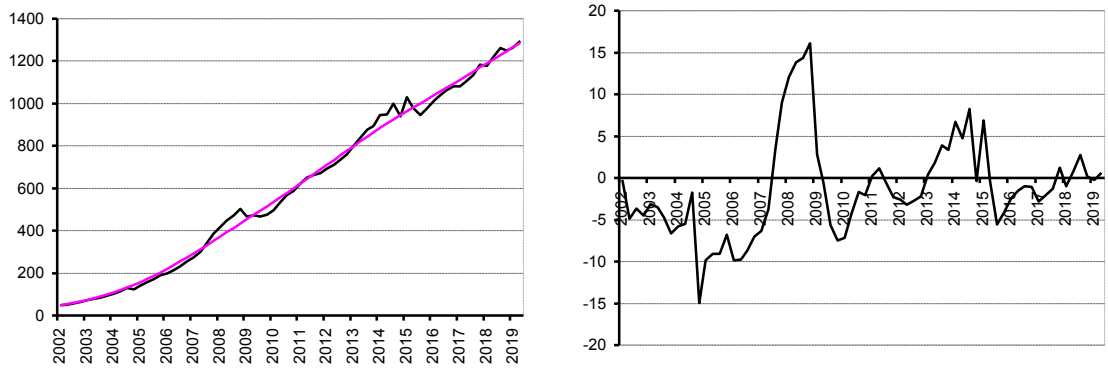
– визначення пріоритетних векторів координації фіскальної і монетарної політики в контексті забезпечення стабільності валютної системи України.

Для точнішої ідентифікації функціональних зв’язків між фіскальною політикою і валютним ринком нами використано економіко-статистичне

моделювання. Виходячи з проведеного теоретичного аналізу, використано квартальні дані за період 2002Q2-2019Q2 рр. таких показників: обсяги продажу іноземної валюти населенням ($ESELL_t$), млрд. доларів, обсяги купівлі іноземної валюти населенням ($EBUY_t$), млрд. доларів, надходження до бюджету (T_t), % від ВВП, урядові видатки (G_t), % від ВВП, обмінний курс (E_t), грн. за долар, приватні трансферти від працюючих за кордоном (REM_t), % від ВВП. Якщо використання обох фіскальних показників обумовлено цілями даного дослідження, покликаного виявити (або заперечити) зв'язок між параметрами бюджету України і валютним ринком, то вибір двох інших показників пояснюється особливостями вітчизняної економіки, які теж можуть мати вплив на обсяги купівлі-продажу іноземної валюти.

Природно припустити, що поведінка валютного ринку залежить від обмінного курсу. Приміром, обсяги купівлі-продажу іноземної валюти населенням зростають на випадок девальвації грошової одиниці; не менш відчутні наслідки може мати стрімке зміцнення гривні. Можлива залежність від приватних трансфертів пояснюється значним обсягом надходжень від працюючих за кордоном, що не може не впливати на стан валютного ринку.

Додатково використано показник грошового «навісу», що становить відхилення фактичного значення пропозиції грошової маси від рівноважного тренду (рис. 2.17).



а) грошовий агрегат М2 (млрд. грн)

б) відхилення від рівноважного тренду (%)

Рис. 2.17. Пропозиція грошової маси і грошовий «навіс», 2002–2019 рр.

Примітка: рівноважний тренд отримано за допомогою фільтру Ходріка-Прескотта

Джерело: побудовано на основі [150]

Оцінювання функціональних залежностей між фіскальними показниками і купівлею-продажем іноземної валюти передбачає вивчення статистичних характеристик часових рядів, вибір адекватного методу оцінювання тестування, інтерпретацію отриманих результатів та оцінку їхньої стійкості.

Для вивчення статистичних характеристик вихідних даних використано статистичний тест Дікі-Фуллера (*англ.* Augmented Dickej-Fuller test). Тестові результати представлено у табл. Б1 (додаток Б). В усіх випадках можна стверджувати про нестаціонарність показників у рівнях і стаціонарність їхніх перших різниць, тобто присутність так званого одиничного кореня I (1). Такий результат передбачає дослідження на присутність коінтеграційного зв'язку між потенційно взаємозалежними змінними. Для цього використано тест Джохансена для двох наборів змінних: $ESELL_t$, $EBUY_t$, T_t, G_t (модель I) та $ESELL_t$, $EBUY_t$, T_t, G_t, $M2C_t$ (модель II).

Оскільки тест Джохансена недвозначно вказує на присутність щонайменше одного коінтеграційного рівняння, на підставі двокрокового алгоритму Енгеля–Гренджера (the Engle─Granger two-step methodology)[1], можна спочатку оцінити довгострокову залежність між ендогенними змінними (у рівнях), а потім використати лагові залишки для оцінки короткочасних залежності (у перших різницях)) (формули 2.1-2.2):

$$Y_t = \alpha + \beta \mathbf{X}_t + \varepsilon_t,$$

$$\Delta Y_t = \delta_0 + \delta \Delta \mathbf{X}_t - \gamma \varepsilon_{t-1} + \xi_t,$$

де Y_t – залежна змінна, $\mathbf{X}_t$ – це вектор незалежних змінних, ε_t і ξ_t – стохастичні чинники.

Рівняння (2.2) містить оцінки короткочасних чинників залежної змінної, що включають, серед інших незалежних змінних, лагове значення залишків з рівняння (2.1) для довгострокових залежностей. Параметр γ характеризує

[1] Модель коригування помилки (*англ.* Error correction models – ECM) базується на припущенні, що декілька часових рядів мають спільну залежність в коротко- і довгостроковій перспективі.

швидкість корекції довгострокових залежностей. Присутність ε_{t-1} в рівнянні (2.2) відбиває припущення, що фактичне значення залежної змінної не завжди відповідає рівноважному значенню, що визначено довгостроковими чинниками у рівнянні (1).

З іншого боку, не виключено, що коінтеграційних рівнять може бути два (табл. Б2). Оскільки в таких випадках процедура Енгеля–Гренджера не є адекватною, необхідно використати альтернативний метод векторної авторегресії з коригуванням помилки (англ. Vector Autoregression – Vector-Error Correction – VAR/VEC):

$$\Delta \mathbf{X}_t = \sum \delta_i \Delta \mathbf{X}_{t-i} - \gamma \varepsilon_{t-1} + \xi_t, \qquad (2.3)$$

де γ – це коригуючий коефіцієнт.

Модель VAR/VEC дозволяє оцінити динамічний зв’язок між залежними (ендогенними) змінними, враховуючи довгострокові залежності між ними. Спочатку проаналізовано оцінки 2SLS, а згодом отримані результати порівняно з оцінками VAR/VEC. Такий підхід дозволяє перевірити отримані статистичні оцінки на стійкість, а принагідно уникнути помилок ідентифікації кількості коінтеграційних рівнянь. У таблиці 2.6 наведено оцінки довгострокових залежностей, а в таблиці 2.7 – короткочасних залежностей.

Оцінки довгострокових залежностей показують пряму залежність обсягів продажу іноземної валюти населенням від збільшення надходжень до бюджету. Характер залежності практично не залежить від часової вибірки, хоча статистична значущість отриманого регресійного коефіцієнта дещо знижується. Отриману залежність найлегше пояснити необхідністю продажу валюти у зв’язку з потребою виконання податкових зобов’язань. Інше пояснення стосується продажу валюти під час економічного зростання, адже супутнє збільшення доходу домашніх господарств зазвичай супроводжується зростанням надходжень до бюджету. Ще одне пояснення може стосуватися підвищеного попиту на гривню під час економічного зростання, яке схиляє до рішення позбутися «зайвої» іноземної валюти в портфелі активів. Таке

природно пояснити вищою довірою до вітчизняної грошової одиниці, що переважно виникає внаслідок економічного зростання.

Цілком очікувано надходження до бюджету обмежують можливості придбання валюти фізичними особами, але відповідному від'ємному коефіцієнту бракує статистичної значущості. Також можна зауважити, що для коротшої вибірки 2010–2018 рр. залежність обсягів купівлі іноземної валюти від надходжень до бюджету практично зникає.

Видатки бюджету обмежують продаж іноземної валюти і стимулюють попит на неї, але відповідна залежність простежується на статистично значущому рівні лише для довшої вибірки 2002–2018 рр. Це означає, що в післякризовий період отримана функціональна залежність зникає.

Таблиця 2.6

Оцінки довгострокових чинників попиту і пропозиції іноземної валюти на готівковому ринку

Незалежна змінна	Довгострокові коефіцієнти			
	Залежна змінна $ESELL_t$		Залежна змінна $EBUY_t$	
	2002–2018	2010–2018	2000–2010	2010–2018
$ESELL_t$	—	—	0.595 (5.03^{***})	1.112 (3.85^{***})
$ESELL_{t-1}$	0.926 (26.46^{***})	0.945 (22.25^{***})	—	—
$EBUY_{t-1}$	—	—	0.459 (5.14^{***})	0.350 (2.21^{**})
T_{t-1}	—	—	–0.043 (–1.51)	–0.013 (–0.28)
T_{t-3}	0.058 (2.20^{**})	0.057 (1.80^{*})	—	—
G_{t-2}	–0.042 (-1.67^{*})	–0.045 (–1.46)	—	—

Продовження таблиці 2.6.

G_{t-3}	—	—	0.086 (2.41**)	0.003 (0.53)
E_t	—	—	–0.052 (–2.63**)	–0.037 (–1.07)
REM_t	—	—	–0.145 (–1.63*)	0.071 (0.53)
$CRISIS_t$	–0.627 (–3.68***)	–0.451 (–3.01***)	—	—
R^2	0.91	0.91	0.93	0.92
ADF	–7.37***	–8.41***	–6.34***	–7.11***

Примітка: * означає статистичну значущість на рівні 10% (** 5%, *** 1%).
Джерело: власні розрахунки автора

Характер залежності обсягів купівлі-продажу іноземної валюти від урядових видатків дозволяє припустити виникнення результуючих песимістичних очікувань, що стримує продаж іноземної валюти. Навпаки, попит на іноземну валюту зростає, що цілком відповідає припущенню про інструментальний характер впливу негативних очікувань на поведінку учасників ринку після збільшення урядових видатків.

Безпосередньо девальвація грошової одиниці впливає лише на попит на іноземну валюту, а отриманий від'ємний знак відповідного регресійного коефіцієнта цілком очікуваний. Проте отримана залежність втрачає статистичну значущість для періоду 2010–2018 рр.

Вплив приватних трансфертів від працюючих за кордоном подібний до наслідків обмінного курсу, але загалом механізми впливу обох чинників істотно відрізняються. Якщо обернений зв'язок між девальвацією гривні і попитом на іноземну валюту легко пояснюється її подорожчанням, тим паче за умови майже постійного заниження обмінного курсу гривні щодо деякого рівноважного значення, то у випадку надходження приватних трансфертів інструментальним чинником стає портфельний механізм, а саме: збільшення частки валютних активів зумовлює зменшення попиту на іноземну валюту.

Кризові явища впливають виключно через зменшення обсягу продаж іноземної валюти. Водночас немає очікуваного підвищення попиту на іноземну валюту. Такий результат заперечує «панічний» сценарій перебігу подій на валютному ринку, коли чинником стрімкої девальвації гривні стає ажіотажний попит на іноземну валюту. В Україні цього немає. Натомість більш реалістичною виглядає версія, коли причиною девальвації гривні стає «притримування» іноземної валюти її власниками.

Важливою структурною рисою валютного ринку є пряма залежність купівлі іноземної валюти населенням від обсягів її продажу (відповідний коефіцієнт при достатньо високий і статистично значущий на рівні 1%). Отримана залежність означає, що під час продажу іноземної валюти одночасно виникає попит на неї. Така причинність істотно посилюється в 2010–2018 рр.

Можна припустити, що продаж іноземної валюти, яка надходить з різноманітних джерел (експорт товарів і послуг, інвестиції, приватні трансферти), відразу ж створює відповідний попит на неї. Збільшення коефіцієнти при $ESELL_t$ майже вдвічі для післякризової вибірки 2010–2018 рр. природно пояснити зменшенням інтенсивності валютних інтервенцій НБУ після переходу до плаваючого обмінного курсу навесні 2014 р.

Аналіз короткострокових залежностей показує дуже оперативний характер корекції довгострокових тенденцій на валютному ринку (табл. 2.7).

Для оцінок у перших різницях підтверджується авторегресивна залежність для продажу і купівлі іноземної валюти (в другому випадку залежність дещо слабне). Так само простежується залежність продажу іноземної валюти населенням від її придбання, але посилення відповідного функціонального зв’язку менш відчутне.

Водночас не бракує відмінностей. По-перше, втрачається залежність продажу іноземної валюти від надходжень до бюджету. Це означає, що такий причинно-наслідковий зв’язок має переважно довгостроковий характер і не простежується у короткочасному періоді. По-друге, посилюється обернений зв’язок між урядовими видатками і продажем валюти населенню. Такий

результат означає намагання частини власників гривневих активів перевести власні кошти в іноземну валюту, що загалом відповідає поширеним уявленням про поведінку населення після збільшення власних доходів внаслідок відповідної фіскальної політики. По-третє, зникає залежність попиту на іноземну валюту від обмінного курсу і приватних трансфертів. Це лише підсилює висловлене вище припущення щодо домінуючого впливу чинників пропозиції на валютному ринку. По-четверте, зникає залежність продажу іноземної валюти населенням від кризових явищ. Це означає, що учасники ринку заздалегідь передбачають настання кризових явищ і обмежують продаж іноземної валюти з часовим випередженням.

Таблиця 2.7

Оцінки короткострокових чинників попиту і пропозиції іноземної валюти на готівковому ринку

Незалежна змінна	Короткострокові коефіцієнти			
	Залежна змінна $\Delta ESELL_t$		Залежна змінна $\Delta EBUY_t$	
	2002–2018	2010–2018	2002–2018	2010–2018
$\Delta ESELL_t$	—	—	0.982 (3.40***)	1.181 (2.72***)
$\Delta ESELL_{t-1}$	0.944 (4.62***)	0.819 (3.13***)	—	—
$\Delta EBUY_{t-1}$	—	—	0.310 (1.84*)	0.333 (1.71*)
ΔT_{t-3}	0.055 (1.51)	0.033 (1.13)	—	—
ΔG_{t-2}	–0.072 (–1.96*)	–0.074 (–2.33**)	—	—
ΔE_t	—	—	–0.125 (–1.30)	–0.094 (–0.93)

Продовження таблиці 2.7.

ΔREM_t	—	—	–0.087 (–1.01)	0.054 (0.62)
γ	–0.881 (–3.69***)	–0.727 (–2.42**)	–0.975 (–4.75***)	–0.858 (–3.38***)
R^2	0.25	0.22	0.39	0.40
ADF	–7.47***	–7.55***	–7.32***	–7.70***

Джерело: власні результати автора

Врахування грошового «навісу» створює декілька важливих відмінностей (табл. 2.8). Найперше зникає корекція довгострокових залежностей для продажу іноземної валюти населенням. При цьому дуже виразно простежується зменшення продажу валюти при збільшенні грошового «навісу». Це означає, що корекція довгострокових залежностей має виразний монетарний характер.

Таблиця 2.8

Оцінки короткострокових чинників попиту і пропозиції іноземної валюти на готівковому ринку

Незалежна змінна	Короткострокові коефіцієнти					
	Залежна змінна $\Delta ESELL_t$		Залежна змінна $\Delta EBUY_t$		Залежна змінна $M2C_t$	
	2002–2018	2010–2018	2002–2018	2010–2018	2002–2018	2010–2018
1	2	3	4	5	6	7
$\Delta ESELL_t$	—	—	0.863 (3.67***)	1.115 (2.53**)	—	—
$\Delta ESELL_{t-1}$	0.517 (2.14**)	0.331 (0.96)	—	—	—	—
$\Delta EBUY_{t-1}$	—	—	0.342 (2.13**)	0.205 (0.95)	—	—
ΔT_t	—	—	—	—	0.314 (1.05)	–0.138 (–0.67)

Продовження таблиці 2.8.

ΔT_{t-3}	0.032 (0.87)	0.018 (0.60)	—	—	—	—
ΔG_t	—	—	—	—	–0.778 (–1.63*)	0.206 (0.55)
ΔG_{t-2}	–0.089 (–1.86*)	–0.070 (–2.42**)	—	—	—	—
$M2C_t$	–0.060 (–3.40***)	–0.086 (–2.26**)	—	—	—	—
$M2C_{t-1}$	—	—	—	—	0.891 (11.95***)	0.814 (6.84***)
E_t	—	—	–0.136 (–1.47)	–0.112 (–1.14)	—	—
E_{t-1}	—	—	—	—	–0.755 (–1.74*)	–0.324 (–1.15)
γ	–0.389 (–1.43)	–0.238 (–0.63)	–0.948 (–4.65***)	–0.547 (–1.84*)	—	—
R^2	0.38	0.22	0.39	0.40	0,63	0,32
ADF	–7.47***	–7.55***	–7.32***	–7.70***		

Джерело: власні результати автора

Залишається практично без змін обернена залежність продажу іноземної валюти населенням від урядових видатків. Продаж валюти стає менш інерційним для післякризового періоду, а водночас зберігається незалежність від обох монетарних чинників – не лише обмінного курсу, але й грошового «навісу».

З іншого боку, грошовий «навіс» виглядає залежним переважно від власної динаміки, передусім для післякризової вибірки 2010–2018 рр. У передкризовому періоді на грошовий «навіс» вагомо впливали обмінний курс та урядові видатки. В обох випадках простежується обернений зв’язок, що можна пояснити особливостями реакції Національного банку України (НБУ).

Реакція на девальвацію грошової одиниці передбачає обмеження пропозиції грошової маси, що цілком зрозуміло. Подібна реакція на збільшення урядових видатків може пояснюватися намаганням уникнути фіскального домінування, коли зростаючий дефіцит бюджету вимагає його монетизації задля дотримання міжчасового бюджетного обмеження. Щоправда, така структурна риса зникає у коротшій вибірці 2010–2018 рр.

Так само останнім часом втрачено залежність «грошового навісу» від обмінного курсу. Таке природно пояснити відходом від політики підтримання стабільності гривні *de facto* в 2014–2019 рр., але отриманий результат так само може бути ознакою послаблення реакції НБУ на девальвацію гривні, що, на наш погляд, передчасно. Оскільки економіка залишається доларизованою, динаміка обмінного курсу відіграє важливе значення у формуванні очікувань учасників ринку, зокрема щодо майбутньої цінової динаміки, а тому необхідно запобігати надмірному зниженню обмінного курсу. На випадок зміцнення гривні цього можна не робити, адже обмінний курс української грошової одиниці залишається недооціненим практично за всіма критеріями. Зокрема, на основі паритету купівельної спроможності валют (враховується різниця рівнів цін в Україні і США) амплітуда заниження сягає 60%.

Використання векторної авто регресії дозволяє перевірити на стійкість отримані оцінки 2SLS, а також може бути більш адекватною методологією емпіричного оцінювання на випадок присутності двох коінтеграційних векторів (слабкі ознаки такої ситуації подає тест Джохансена). Як це зазначено вище, для емпіричного оцінювання використано дві моделі VAR/VEC, що відрізняються врахуванням монетарного чинника.

У моделі I використано таку схему ідентифікації ендогенічних шоків у поточному періоді: $T_t \Rightarrow G_t \Rightarrow ESELL_t \Rightarrow EBUY_t$. У моделі II розширена схема ідентифікації передбачає врахування грошового «навісу» як результату дії решти ендогенних шоків: $ESELL_t \Rightarrow EBUY_t \Rightarrow T_t \Rightarrow G_t \Rightarrow M2C_t$ (модель II).

У моделі-I схема ідентифікації ендогенних шоків передбачає, що у поточному періоді надходження до бюджету не залежать від жодних інших

ендогенних змінних. Зі свого боку, урядові видатки визначаються досягнутим рівнем надходжень до бюджету.

Надалі урядові видатки впливають на продаж іноземної валюти населенням, а це визначає обсяги її придбання. Така послідовність виглядає логічно, адже визнається пріоритетність надходжень іноземної валюти, що надалі стає ресурсом для попиту на неї. Зрозуміло, що в подальших періодах усі ендогенні змінні залежать одна від одної; тобто, купівля іноземної валюти може впливати на обсяги її продажу.

Порівняно з оцінками 2SLS, виникає можливість проаналізувати залежність фіскальних показників від обсягів купівлі-продажу іноземної валюти, що може бути наслідком специфічного використання іноземної валюти. Наприклад, продаж іноземної валюти може не лише відбивати потребу виконання податкових зобов’язань, але й сприяти збільшенню надходжень до бюджету, що цілком логічно в такій інтерпретації причинно-наслідкових зв’язків.

Як вже зазначалося вище, податкові зобов’язання можуть вимагати продажу іноземної валюти суб’єктами підприємницької діяльності. З іншого боку, збільшення урядових видатків може позначитися як купівлею, так і продажем іноземної валюти. Якщо урядові видатки створюють непевність щодо дотримання сальдо бюджету, це ймовірно сприятиме очікуванням девальвації грошової одиниці, а це, зі свого боку, позначиться підвищеним попитом на іноземну валюту. Гіпотетично продаж іноземної валюти може відбутися в ситуації, коли зростаючі урядові видатки та супутні очікування девальвації гривні схиляють до трудової міграції за кордон, а це зумовлює продаж іноземної валюти як засобу фінансування видатків домашніх господарств.

Грошовий «навіс» природно пояснити наслідком відразу декількох ендогенних шоків у поточному періоді. Зростання податкових надходжень ймовірно обмежить потребу в запозиченням державного сектора, а це сприятиме зменшенню пропозиції грошової маси. Протилежний вплив слід очікувати від збільшення урядових видатків. Навіть якщо не йдеться про

непряме фінансування дефіциту бюджету за допомогою придбання урядових облігацій на вторинному ринку, зазвичай центральні банки намагаються підтримати фіскальну політику за допомогою зниження процентної ставки. Такого поєднання слід очікувати передусім за умов низької інфляції, коли потреба в рестрикційній монетарній політиці як дієвій противазі інфляційних ефектів і збільшення дефіциту бюджету не виглядає нагальною.

Також можна зауважити, що в стані рецесії (спад виробництва нижче деякого рівноважного тренду) однаково потрібними стають збільшення дефіциту бюджету за допомогою послаблення податкового тиску і збільшення урядових видатків та експансійна монетарна політика, що сприятиме збільшенню грошового «навісу». Звичайно, обраний спосіб ідентифікації надлишкової грошової маси за допомогою відхилення фактичних значень грошового агрегата М2 від рівноважного тренду не позбавлений недоліків (зокрема, не враховується попит на гроші), але одночасно є достатньо простим і позбавленим можливих недоліків, який важко уникнути в складніших методиках. Наприклад, врахування попиту на гроші залежить від специфікації відповідної функції, що само по собі може бути джерелом потенційних помилок. Водночас слід визнати, що ідентифікацію грошового «навісу» істотно ускладнює доларизація грошового обігу. Брак інформації про кількість іноземної валюти в обігу створює істотні обмеження для ідентифікації грошового «навісу».

У доларизованій економіці з обмеженою гнучкістю обмінного курсу (це стосувалося періоду 2002–2014 рр., але немає підстав заперечувати намагання НБУ уникнути надмірної волатильності обмінного курсу навіть після переходу до «плавання» гривні – в 2015–2019 рр.) істотним джерелом «надлишкової» пропозиції грошової маси стає продаж іноземної валюти населенням за умов фіксованого обмінного курсу цьому сприяє обмеженість механізмів стерилізації монетарних ефектів платіжного балансу, а для умов обмеженої гнучкості обмінного курсу – так звана «боязнь» щодо надмірного зміцнення грошової одиниці, яке може зашкодити ціновій конкурентоспроможності експорту.

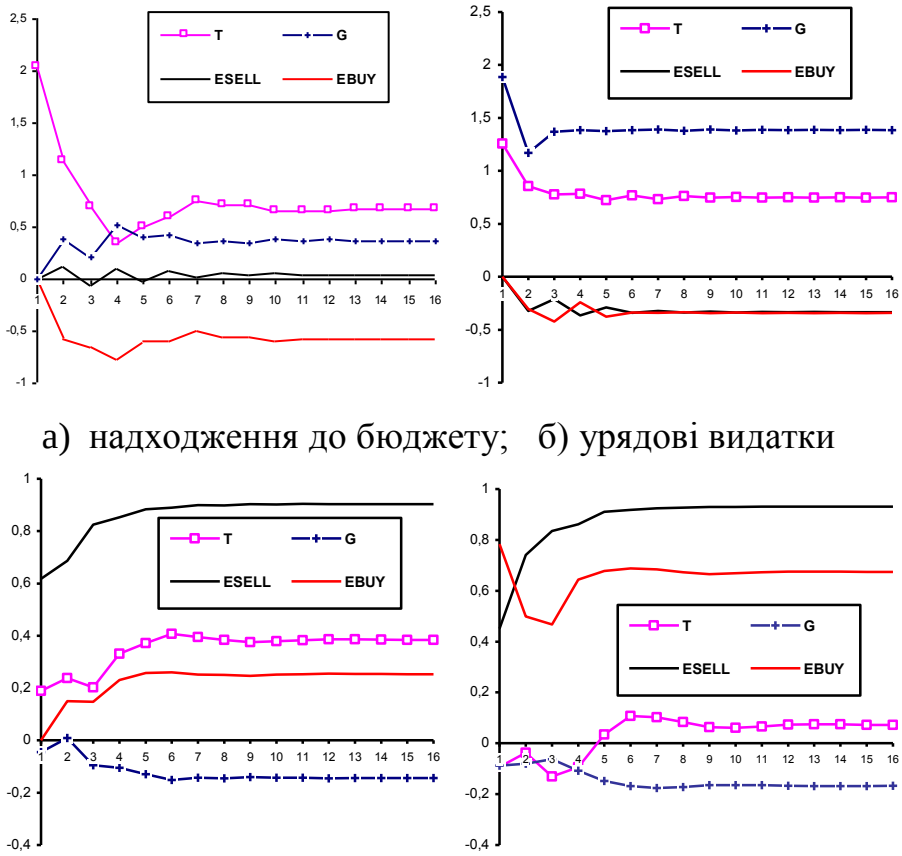
Зрозуміло, що стримування надмірної девальвації грошової одиниці стає доцільним з антиінфляційних міркувань. Передусім це стосується економік зі значним ефектом «переносу» (залежність інфляції від обмінного курсу). Купівля іноземної валюти повинна обмежити грошовий «навіс», адже у такий спосіб зменшується кількість грошей в обігу. Проте очікуваного зменшення грошової маси може не бути, якщо НБУ відразу ж стерилізує втрату грошової маси.

Загалом на підставі аналізу монетарної політики НБУ можна припустити певну асиметрію щодо реакції на поведінку валютного ринку, а саме: перевищення продажу над купівлею іноземної валюти переважно не стерилізується, тоді як протилежна ситуація – так. Таку особливість добре помітно на прикладі монетарної ситуації в 2006–2009 рр. У цей час значне від'ємне сальдо купівлі-продажу іноземної валюти спостерігалося на тлі екстремального грошового «навісу». Звичайно, власний вплив мали реалії значного припливу капіталу, передусім у банківський сектор, що збільшило пропозицію іноземної валюти для наступного придбання її населенням, але однаково зважена монетарна політика мала запобігати виникненню такого значного грошового «навісу».

Одним із способів могло бути зміцнення гривні, а іншим – своєчасне підвищення облікової ставки НБУ, яка в 2006–2008 рр. була від'ємною у реальному вимірі (з врахуванням інфляції). Ще одним доречним заходом могло стати оподаткування окремих інструментів зовнішніх запозичень, як позики комерційних банків для споживчого кредитування чи портфельні інвестиції для придбання урядових облігацій (ОВДП) на внутрішньому ринку. Проте слід зауважити, що обмеження грошового «навісу» в 2010–2011 рр. було порівняно незначним. Ситуація повторилася в 2012–2016 рр.

Отримані імпульсні функції, що показують реакцію ендогенних змінних на поточний шок величиною в одне стандартне відхилення, представлено на рис. 2.18. Найперше немає ознак можливого збільшення надходжень до бюджету після продажу іноземної валюти, хоча прямий зв'язок між

збільшенням надходжень і продажем валюти населенням підтверджується досить виразно. Водночас придбання іноземної валюти призводить до зменшення надходжень до бюджету. Такий вплив найпростіше пояснити ухиленням від сплати податків за рахунок використання неформальних (корупційних) схем.



а) надходження до бюджету; б) урядові видатки

в) продаж іноземної валюти населенням; г) купівля іноземної валюти населенням;

Рис. 2.18. Наслідки ендогенних шоків у моделі I (VAR/VEC)

Джерело: власні розрахунки

У такій інтерпретації іноземна валюти продається для того, що «віддячити» відповідним посадовим особам, а не сплатити належні платежі (інакше мала б простежуватися пряма залежність надходжень до бюджету від продажу іноземної валюти). Оскільки немає залежності купівлі іноземної валюти від надходжень до бюджету, а її придбання обмежує надходження до бюджету, це лише посилює переконливість запропонованої інтерпретації

причинно-наслідкових зв'язків. Очевидно, що «зекономлені» на сплаті податків кошти відразу ж конвертуються в іноземну валюту. Таким чином придбання іноземної валюти виглядає вагомим чинником зменшення надходжень до бюджету.

Декомпозиція залишків показує, що частка придбання іноземної валюти населення у змінах надходжень до бюджету досить висока – від 17 до 28% (табл. Б3). Натомість вплив продажу іноземної валюти відсутній. Подібно декомпозиція залишків $EBUY_t$ заперечує вагомість надходжень до бюджету, але вага T_t в декомпозиції залишків $ESELL_t$ перевищує 10%.

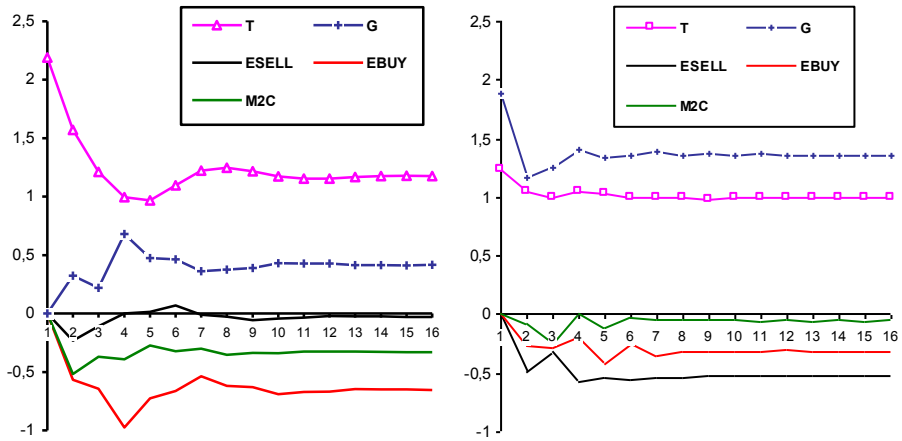
Урядові видатки не залежать від валютного ринку, що цілком очікувано, а натомість дуже виразно простежується пряма залежність G_t видатків від надходжень до бюджету. Зворотна причинність – від урядових видатків до надходжень до бюджету – набагато слабша. Це означає, що надходження до бюджету домінують у фіскальній політиці. Декомпозиція залишків показує, що вага надходжень до бюджету в декомпозиції залишків урядових видатків перебуває у межах від 27 до 23%, що досить багато.

Обсяги купівлі-продажу іноземної валюти не мають впливу на зміни урядових видатків (відповідні вагові коефіцієнти перебувають у межах 2-4%). Так само декомпозиція залишків не виявляє вагомої частки G_t у змінах на валютному ринку.

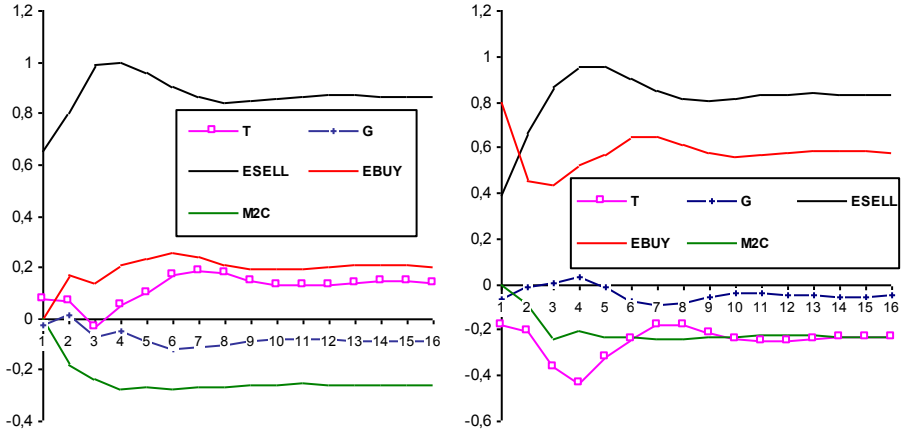
Оцінки VAR/VEV показують залежність купівлі іноземної валюти від її продажу приблизно на тому ж рівні, що й оцінки 2SLS. Декомпозиція залишків показує, що частка $ESELL_t$ в декомпозиції залишків $EBUY_t$ становить 58-63%, а це засвідчує домінуючий вплив. З'являються також ознаки, що продаж іноземної валюти може заохочуватися її придбанням населенням, проте декомпозиція залишків демонструє маргінальність такого причинно-наслідкового зв'язку (вага $EBUY_t$ в змінах $ESELL_t$ не перевищує 6%).

Якщо доповнити модель VAR/VEC врахуванням грошового «навісу», основні результати залишаються незмінними (рис. 2.19). Так само купівля іноземної валюти населенням залежить від її продажу; при цьому вага $ESELL_t$ в

декомпозиції залишків $ESELL_t$ залишається практично незмінною (табл. Б4). Придбання іноземної валюти практично не залежить від урядових видатків, хоча обернена залежність від надходжень до бюджету стає ближчою до оцінок 2SLS (вага T_t у декомпозиції залишків $EBUY_t$ зростає до 10%). Асиметрія впливу надходжень до бюджету і урядових видатків на придбання іноземної валюти населенням зберігається, але стає слабшою. Мабуть єдиною серйозною відмінністю стає втрата виразного оберненого зв'язку між збільшенням надходжень до бюджету і продажем іноземної валюти населенням.



а) надходження до бюджету; б) урядові видатки



в) продаж іноземної валюти населенням; г) купівля іноземної валюти населенням;

Рис. 2.19. Наслідки ендогенних шоків у моделі II (VAR/VEC)

Джерело: власні розрахунки автора

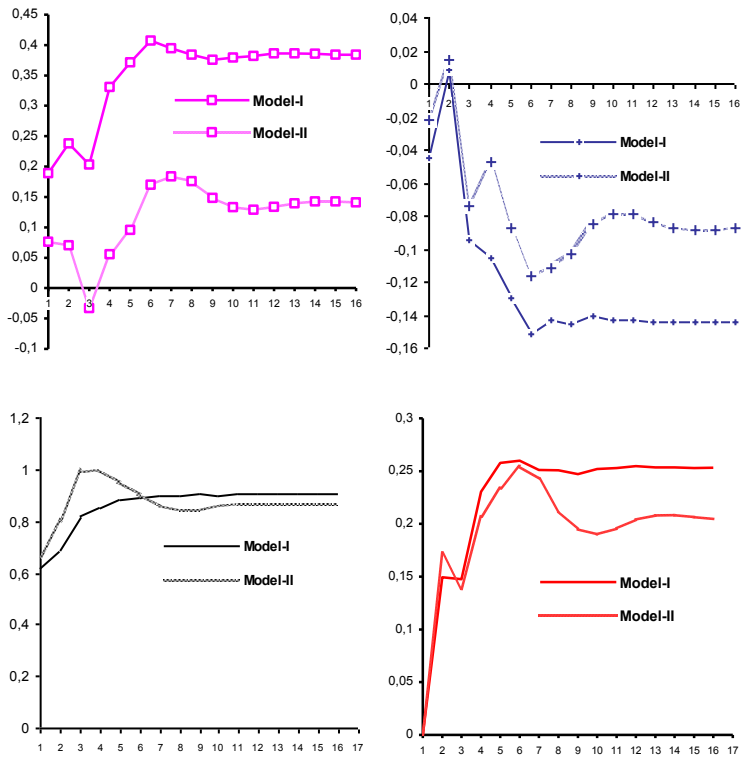
Вплив грошового «навісу» досить несподіваний у тому, що це обмежує як продаж іноземної валюти (вага T_t у декомпозиції залишків $ESELL_t$ становить 5-7%), так і її придбання населенням (3-4%). Одним з пояснень може бути відчутна залежність грошового «навісу» від продажу валюти населенням (вага $ESELL_t$ у декомпозиції залишків $M2C_t$ поступово зростає з 56 до 77%). Зрозуміло, що в такому разі не виникає своєрідної захисної реакції, коли при появі ознак надмірної пропозиції грошової маси населення починає скуповувати іноземну валюту.

Вітчизняний грошовий «навіс» досить інерційний (втім, вага власних змін у декомпозиції залишків порівняно незначна – не вище 27% у поточному періоді), що загалом не дивує з врахуванням практики підтримання грошової стабільності *de facto* упродовж більшості досліджуваного періоду.

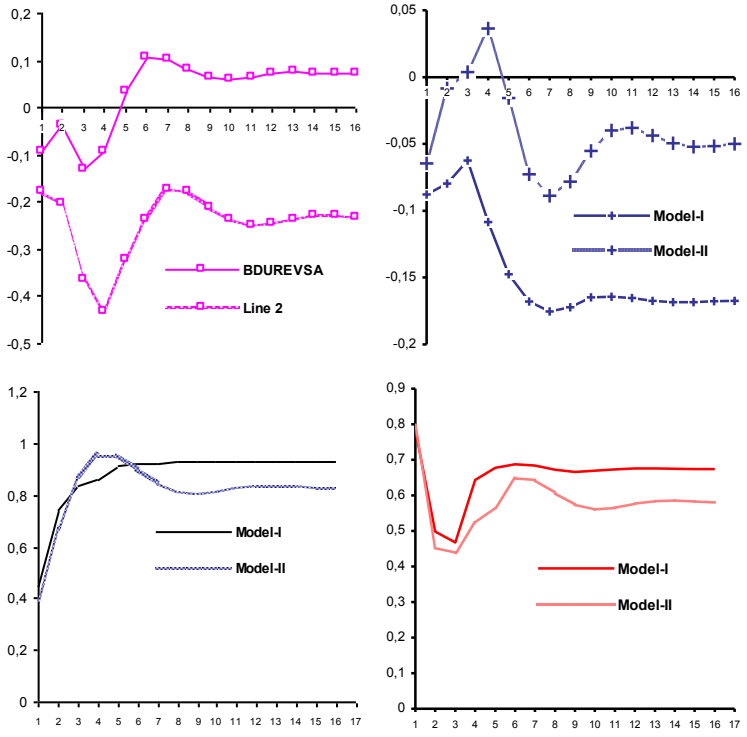
Збільшення надходжень до бюджету призводить до зменшення надлишкової пропозиції грошової маси, що цілком очікувано, адже може означати зменшення потреби у фінансуванні дефіциту бюджету, яке зазвичай супроводжується тиском на центральний банк задля придбання урядових облігацій на вторинному ринку або зниження процентної ставки.

Для зручності імпульсні функції від двох моделей VAR/VEC показано спільно на рис. 2.20. Помітно, що врахування грошового «навісу» послаблює залежність продажу іноземної валюти від надходжень до бюджету та урядових видатків (меншою мірою). Також дещо слабне залежність від купівлі іноземної валюти населення.

Для оцінок купівлі іноземної валюти населенням врахування грошового «навісу» підсилює обернену залежність між надходженнями до бюджету і купівлею іноземної валюти, як це отримано згідно оцінок 2SLS. Водночас слабне обернена залежність між урядовими видатками і придбанням іноземної валюти, передусім у короткочасному періоді.



а) чинники продажу іноземної валюти населенням



б) чинники купівлі іноземної валюти населенням

Рис. 2.20. Імпульсні функції для купівлі-продажу іноземної валюти на підставі VAR/VEC моделей

Джерело: складено на основі аналітичних розрахунків автора

Врахування валютних резервів дозволяє розширити діапазон функціональних залежностей. За квартальними даними 2010-2018 рр. отримано такі результати:

$$EBUY_t = \underset{(0,13)}{0,03EBUY_{t-1}} \underset{(1,88)^{**}}{+0,89G_t} \underset{(-1,49)}{-1,30E_t} \underset{(3,31)^{***}}{+0,34ESELL_t} \quad (2.4)$$

$$R^2 = 0,86 \qquad DW = 1,51$$

$$ESELL_t = \underset{(-1,42)}{-41,0} \underset{(2,36)^{**}}{+0,38ESELL_{t-1}} \underset{(1,0)}{+1,74G_t} \underset{(0,73)}{+1,03E_t} \underset{(3,18)^{***}}{+1,27EBUY_t} \underset{(0,87)}{+1,27RES} \quad (2.5)$$

$$R^2 = 0,88 \qquad DW = 1,59$$

$$RES_t = \underset{(1,56)^{*}}{5,93} \underset{(4,27)^{***}}{+0,68RES_{t-1}} \underset{(-1,90)^{*}}{-0,29G_t} \underset{(-2,03)^{**}}{-0,09E_t} \underset{(0,05)}{-0,10EBUY_t} \quad (2.6)$$

$$R^2 = 0,90 \qquad DW = 1,56$$

де RES_T – офіційні резерви НБУ (млн. доларів США).

Грунтуючись на результатах проведенного аналізу, встановлено що зростання видатків бюджету на 1% підвищує попит населення на іноземну валюту на 0,89%. Валютні резерви НБУ зменшуються на 0,3% в разі збільшення видатків бюджету на 1%, і девальвації гривні (кожен відсоток знижує валютні резерви на 0,1%) (рис.2.21).

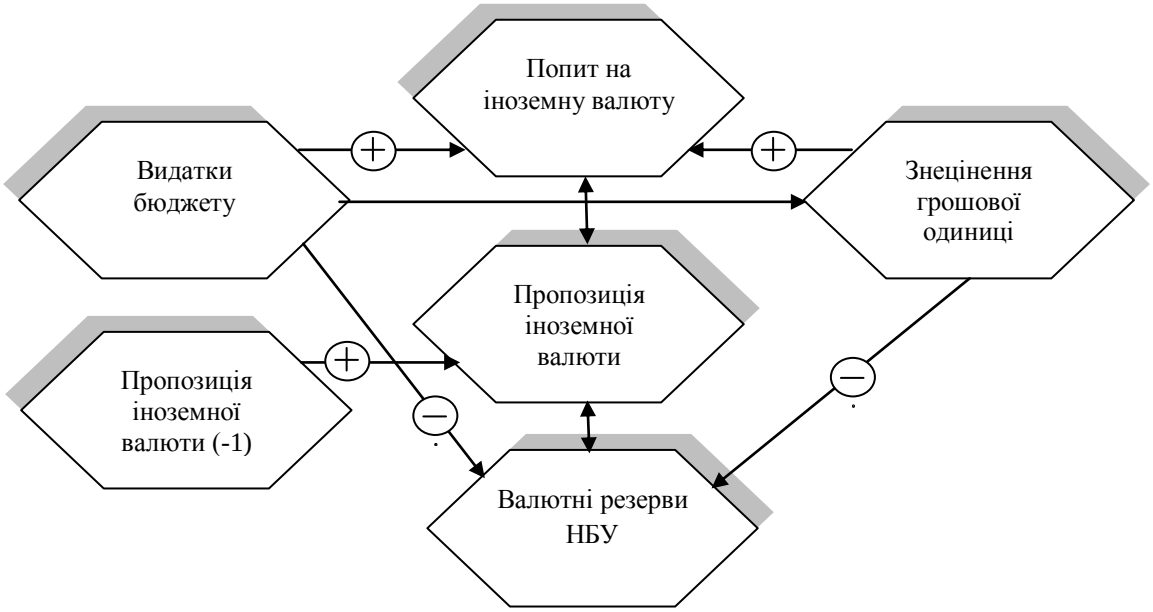


Рис. 2.21. Основні функціональні зв'язки емпіричного аналізу з врахуванням динаміки валютних резервів НБУ

Джерело: побудовано автором

Не виявлено залежності попиту на іноземну валюту від величини валютних резервів НБУ.

Проведені дослідження доводять, що в Україні урядові видатки виступають важливим фактором дестабілізації валютного ринку, оскільки з одного боку – стимулює валютний попит, а з іншого – негативно впливає на обсяги валютних резервів, що є важливою гарантією макрофінансової стабільності держави. У підсумку, такі залежності створюють потужні девальваційні та інфляційні імпульси. З іншого боку, набагато сприятливіші наслідки має збільшення надходжень до бюджету.

Висновки до розділу 2

У даному розділі здійснено оцінку впливу фіскальної політики на стабільність валютного ринку України, у тому числі досліджено такі питання: 1) сучасні тенденції формування та функціонування валютного ринку в Україні; 2) аналіз фіскальних важелів впливу на стабільність валютного ринку; 3) роль державних видатків і надходжень до бюджету в забезпеченні стабільності валютного ринку України.

Основні висновки можна можна узагальнити так:

1. Аналіз тенденцій валютного ринку України та основних показників фіскальної політики засвідчив, що вітчизняний валютний ринок є сформованим, але, з огляду на високий рівень доларизації, неефективну бюджетно-податкову і боргову політику – забезпечення його стабільності потребує ґрунтовного і системного аналізу широкого спектру факторів, в розрізі основних показників фіскальної та монетарної політики в системі управління державними фінансами. Стабільність валютного ринку України залежить від низки чинників: 1) сальдо платіжного балансу; 2) частки імпортозалежних статей витрат у структурі експорту; 3) сировинноорієнтованості експортної бази; 4) темпів зростання ВВП;

5) обсягів золотовалютних резервів; 6) залежності від зовнішнього фінансування; 7) ефективності фіскальної та боргової політики; 8) професійності менеджменту Уряду та НБУ у процесі фіскально-монетарної координації; 9) рівня доларизації; 10) інвестиційної привабливості; 11) рівня тінізації та офшоризації; 12) рівня інфляційних очікувань населення та бізнесу викликаних недовірою до державних інститутів та до національної валюти, як засобу нагромадження; 13) військового конфлікту на Сході; 14) політичної ситуації в країні.

2. Попри адміністративні регулятори НБУ, все ще існують ризики дестабілізації валютного ринку в Україні. Так, ключовими ризиками слід назвати високий рівень невизначеності стосовно розвитку світової економіки, а також зовнішніх фінансових ринків, значне погіршення платіжного балансу, високий рівень зовнішнього боргу України.

3. Збереження курсової стабільності у довгостроковій перспективі ускладнюється наслідками реструктуризації державного боргу 2015 р. Якщо короткостроковому періоді стабілізації валютного ринку сприяли надходження від ОВДП, то у довгостроковій перспективі це посилює тиск на валютний ринок. Зауважено, що значна частка боргових зобов’язань державного сектора номінована в іноземній валюті, що в свою чергу, є дестабілізуючим фактором. З’ясовано, що використання ОВДП не може виступати фундаментальним чинником стабілізації вітчизняного валютного ринку, оскільки утримання значних обсягів ОВДП у портфелі НБУ та інших державних банків здійснюється за рахунок витрат державного бюджету: погашення відбувається за рахунок коштів залучених в рамках фінансування бюджету, а обслуговування – за рахунок урядових видатків. Перекладання проблем капіталізації банківського сектору на державний бюджет є ознакою неефективності кредитування економіки.

4. Акцентовано, що збільшення обсягів державних видатків зумовлене зростанням величини державних запозичень, а розмір державного боргу спричинений не дефіцитом бюджету, а зростанням обсягів виплат за борговими

зобов'язаннями, що у свою чергу дестабілізує ситуацію на валютному ринку. З'ясовано, що надмірна, дохідність гривневих ОВДП посилює борговий тиск на державний бюджет і значною мірою є наслідком підвищення відсоткових ставок за депозитними сертифікатами НБУ, перетворюючи банківський сектор на пасивного інвестора національної економіки. Значний обсяг видатків бюджету на обслуговування боргу зменшує можливості фінансування соціально-економічних потреб країни, що в багатьох випадках призводить до зниження якості соціального капіталу та зменшення доступності суспільних послуг для широких верств населення.

5. Надходження до бюджету впливають на валютний ринок декількома шляхами: а) виконання податкових зобов'язань, б) підвищення попиту на гроші, в) загальний оптимізм, яким зазвичай супроводжується економічне зростання, схилятиме населення до продажу іноземної валюти, г) обмеження можливостей для придбання іноземної валюти. Урядові видатки впливають як на попит, так і пропозицію іноземної валюти за допомогою: а) зміни у пропозиції грошової маси, б) очікувань інфляції і обмінного курсу (зазвичай у міжчасовому контексті), б) змін платіжного балансу, в) особливостей траєкторії державного боргу. В обох випадках – зміни надходжень до бюджету і урядових видатків – вплив на валютний ринок залежить від чутливості потоків капіталу до різниці процентних ставок (у даній країні та за кордоном), а також ефектів у реальному секторі.

6. У доларизованій економіці купівля-продаж іноземної валюти населенням може вважатися досить точним індикатором механізмів впливу фіскальної політики на валютний ринок, набагато кращим, ніж безготівкові операції на міжбанківському ринку з декількох міркувань: а) немає адміністративних обмежень, що можуть спотворювати вплив фіскальної політики,б) немає спотворень у вигляді валютних інтервенцій центрального банку, які зазвичай не мають стосунку до фіскальної політики, в) в економіці сировинного типу на купівлю-продаж іноземної валюти населенням значно

менше впливають такі чинники, як умови торгівлі чи нецінова кон'юнктура зовнішніх ринків, ніж це у випадку операцій на міжбанківському ринку.

7. За допомогою економіко-математичного моделювання доведено, що вищі урядові видатки підвищують довгостроковий попит на іноземну валюту, а водночас обмежують її продаж населенням. Натомість збільшення надходжень до бюджету стимулює продаж іноземної валюти, що можна пояснити як потребою виконання податкових зобов'язань, так і підвищенням довіри до економіки. Проведене дослідження підтверджує, що економічно необґрунтоване зростання видатків бюджету, в тому числі через неефективну боргову політику, не може виступати чинником макрофінансової стабілізації та стабілізації валютного ринку зокрема, оскільки не лише стимулює попит на іноземну валюту, але й зменшує валютні резерви, що послаблює гарантії фінансової стабільності держави. З-поміж інших емпіричних результатів вартує уваги, що придбання іноземної валюти істотно залежить від обсягів її продажу в обох аспектах – коротко- і довгостроковому, а зменшення попиту на іноземну валюту внаслідок девальвації гривні або надходжень від працюючих за кордоном має виразний довгостроковий характер.

8. З метою нейтралізації впливу ризиків дестабілізації валютного ринку в Україні необхідно: 1) забезпечити відповідний ступінь ліквідності національної валюти; 2) оптимізувати механізм регулювання через застосування фінансових механізмів з ціллю забезпечення ефективного регулювання платіжного балансу і формування рівноваги на валютному ринку; 3) встановити і підтримувати оптимальний курс національної валюти та формувати стабільну грошову систему.

Основні положення розділу викладено у працях [79–80].

РОЗДІЛ 3
НАПРЯМИ ФІСКАЛЬНОЇ ПОЛІТИКИ ДЛЯ ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ СТАБІЛЬНОСТІ ВАЛЮТНОГО РИНКУ УКРАЇНИ

3.1. Оптимізація обсягу і структури державних видатків як умова стабільності вітчизняного валютного ринку

Досягнення сталого економічного розвитку є одним з найважливіших пріоритетів ефективної економічної політики держави. У доларизованій економіці важко досягти успішного результату без стабілізації обмінного курсу, а це передбачає конструктивну взаємодію різноманітних інструментів економічної політики. Як нами продемонстровано у попередньому розділі, фіскальна політика істотно впливає на рівновагу валютного ринку. Водночас потрібно зауважити, що інструментальні можливості управління надходженнями до бюджету та урядовими видатками істотно відрізняються.

Якщо немає заходів на кшталт приватизації державного майна чи зняття мораторію на продаж землі, оперативно збільшити надходження до бюджету досить важко. Зміни у податковому законодавстві досить інерційні з міркувань тривалості законодавчого процесу, що не дозволяє оперативне управління надходженнями до бюджету в короткочасному періоді.

З міркувань коротко- і середньострокової стабільності валютного ринку більше можливостей надає управління урядовими видатками. Водночас надходження до бюджету залишаються важливим чинником рівноваги валютного ринку в довгостроковому періоді. Зрозуміло, що на випадок заниження обмінного курсу доречно збільшувати надходження до бюджету, а в разі зміцнення гривні вище деякого рівноважного значення виникають передумови для послаблення податкового тиску. Наприклад, це може бути зниження ставки податку на прибуток підприємств.

В умовах макроекономічних дисбалансів, як це притаманно сучасній економіці України, окремої уваги заслуговує загальний стан державних

фінансів, який визначається рівнем фіскальної та зовнішньої стійкості економіки. Обидва поняття тісно пов’язані між собою. Від’ємне сальдо товарів і послуг вимагає зовнішнього фінансування і в такому контексті конкуренція з боку сектора державних фінансів недоречна. Крім того, забезпечення зовнішньої стійкості передбачає накопичення суб’єктами національної економіки помірного обсягу зовнішніх резервних активів, що сприяли б пом’якшенню впливу зовнішніх шоків й убезпечували національну економіку від кризи платіжного балансу та боргової кризи. Така ситуація свідчить на користь поліпшення сальдо бюджету, зокрема за рахунок скорочення урядових видатків, але потрібно враховувати, що супутнє зміцнення грошової одиниці може супроводжуватися погіршенням цінових співвідношень у зовнішній торгівлі [23].

Стійкість фіскальної політики реалізується через здатність уряду забезпечити функціональні видатки, витрати на обслуговування поточного й майбутнього боргу за рахунок достатньої акумуляції доходів у довгостроковому періоді. Фіскальна політика держави вважається нестійкою за умов, коли відносний рівень боргу та витрати на його обслуговування стрімко зростають. Визначальну роль у цьому процесі відіграє ефективність управління державними фінансами, зокрема розподіл видаткової частини державного бюджету та якісне управління державним боргом. Слід зазначити, що в економіці зі значним борговим навантаженням, значну частину видатків становлять кошти обслуговування державного боргу[20].

Враховуючи зниження рівня життя населення, що обмежує сукупний попит, наявні фіскальні дисбаланси, курсову волатильність, високий рівень доларизації, тінізації й офшоризації економіки й значний обсяг державного боргу – проблеми забезпечення фіскальної та зовнішньої стійкості національної економіки потребують ґрунтовного аналізу та диференціації підходів їх дослідження.

Проведений аналіз бюджетно-податкової, боргової та монетарної політик дає змогу ідентифікувати причини і наслідки неефективного управління

державними видатками та державним боргом, яке виступає одним із чинників дестабілізації вітчизняного валютного ринку, оскільки надмірний обсяг державного боргу – це, перш за все, колосальні витрати, які спрямовуються із державного бюджету на його обслуговування зменшуючи обсяги золотовалютних резервів НБУ та стимулюючи попит на іноземну валюту.

На думку багатьох вітчизняних експертів у питаннях боргової політики, як І. Богдан, Т. Богдан, О. Борисюк, Т. Унковська, А. Свиридовська, В. Кудряшова, Н. Кравчук, В. Ломакович, Ю. Матвєєва, О. Степанова та інших, головною проблемою управління державним боргом є те, що воно націлене на вирішення короткострокових завдань бюджетної політики та не має розробленої довгострокової основи з урахуванням обсягів і параметрів державних видатків й запозичень, що, зі свого боку, призводить до високої вартості залучення коштів, а також – до накопичення валютних ризиків і розбалансованості структури боргових виплат. Крім того, вагомим недоліком боргової політики залишаються ігнорування критичних показників боргового навантаження та недооцінка боргових ризиків у довгостроковій перспективі, а законодавче забезпечення управління державним боргом і проблем його фінансування є доволі узагальненими та не відповідають викликам сьогодення [19].

За даними Міністерства фінансів України, станом на 2018 рік валовий зовнішній державний борг склав 87,1 % від ВВП, що надто багато для країни з низьким рівнем доходу. Для порівняння: обсяг прямого державного боргу України у 2013 р. становив 31,5 % ВВП, а у 2016 р. – 69,2 % ВВП. На кінець 2018 р. обсяг прямого державного боргу мав тенденцію до зниження і становив 52,3% ВВП [68]. Однак зменшення обсягу державного боргу за аналізований період зумовлено не так підвищенням ефективності його управління чи зростанням економіки, а ревальвацією гривні внаслідок надходжень від міжнародних інвесторів, яких привабили високі ставки короткострокових внутрішніх гривневих запозичень (18-20% річних). Дана відсоткова політика дохідності ОВДП є досить витратною для державного бюджету, оскільки

видатки на обслуговування внутрішнього боргу станом на перше півріччя 2018 р. склали 36,2 млрд. грн., що в умовах протистояння зовнішній військовій агресії та недостатніми обсягами внутрішніх доходів є вкрай невиправданим. Тиск боргових платежів на державний бюджет та ВВП України відображено у табл. 3.1.

Таблиця 3.1.

Боргове навантаження на державний бюджет та ВВП України за І півріччя 2013–2018 рр.

Показники	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Платежі за державним боргом, млрд.грн.	51,1	70,4	118,0	115,8	85,8	160,1
Частка платежів за державним боргом у витратах бюджету, %	22,4	28,5	31,8	30,0	20,0	28,3
Частка відсоткових виплат за боргом у видатках бюджету, %	8,6	9,2	17,3	15,8	14,4	12,1
Відношення відсоткових виплат за борговими зобов'язаннями до ВВП, %	2,4	3,2	5,1	4,8	4,2	3,6
Відношення платежів за державними зобов'язаннями до ВВП, %	7,8	10,1	14,2	11,7	6,8	10,3

Джерело: складено за даними [49; 68].

Аналіз даних таблиці 3.1 засвідчує наявний високий рівень боргового навантаження на державний бюджет та ВВП України. Загальний обсяг виплат з обслуговування державного боргу у першому півріччі 2018 р. склав 160,1 млрд. грн. (10,3% ВВП). Питома вага видатків на фінансування державного боргу в загальному обсязі видатків державного бюджету у першому півріччі 2018 р. склала 12,1%. Щодо стосується ВВП, то обсяг платежів за борговими зобов'язаннями збільшився з 7,8 % у першому півріччі 2013 р. до 10,1 % у 2014

р. та після пікового зростання у першому півріччі 2015 р. – знизився до 10,3% у першому півріччі 2018 р.

За даними Світового банку (табл.3.2), високий рівень боргового навантаження в Україні традиційно генерує валютні ризики. Тиск зовнішньоборгових виплат на валютні надходження від експорту товарів та послуг в Україні становить 29,3%, що майже удвічі перевищує середній показник країн зі середніми та низькими доходами (14,2 %). Так, у 2016 р. співвідношення зовнішнього боргу та експорту товарів та послуг в Україні становило 233,7 %, що значно перевищує аналогічний показник для групи країн з ринками що формуються.

Таблиця 3.2

Вплив зовнішньоборгових платежів на валютні надходження від експорту країн з низьким рівнем доходу та України 2010-2016 рр.

Роки	2010	2014	2015	2016
Відносні показники зовнішнього боргу країн з низьким і середнім доходом, %				
Зовнішній борг / експорт товарів та послуг	71,4	92,3	97,8	106,7
Зовнішній борг / ВНД	20,1	25,8	25,8	26,0
Зовнішньоборгові виплати / експорт товарів і послуг	9,5	10,1	11,9	14,2
Відносні показники зовнішнього боргу України, %				
Зовнішній борг / експорт товарів і послуг	176,7	185,0	235,5	233,7
Зовнішній борг / ВНД	92,5	100,7	137,4	127,8
Зовнішньоборгові виплати / експорт товарів та послуг	38,4	27,8	58,3	29,3

Джерело: складено за даними:[206]

Крім того, вагомим аспектом погіршення боргової політики України за період 2016-2018 рр. стало значне збільшення державного боргу внаслідок проведеної у 2015 р. реструктуризації, яка передбачала [25]:

1) зменшення основної суми боргу на 20%, тобто списання боргу в розмірі 3,8 млрд. дол. США;

2) підвищення відсоткової ставки за борговими зобов'язаннями із 7,22 % до 7,75 %;

3) зміну термінів погашення боргу з 2015-2023 рр. на 2019-2027 рр. з реструктуризацією 14,4 млрд. дол. США;

4) емісію Україною нових боргових цінних паперів (ВВП-варантів), ставка дохідності яких прив'язана до зростання ВВП, що передбачає платежі для держателів боргових цінних паперів протягом 2021-2040 рр. за умов перевищення номінального ВВП у 125,4 млрд. дол. США та зростання ВВП – 3%.

Схема розрахунку виплат за ВВП-варантами затверджена постановою Кабінету Міністрів України від 11.11.2015 № 912 відповідно до якої, процедура виплат за ВВП-варантами визначає загальний період виплат і нарахувань, який становить 20 років. Крім того, прогресія виплат за ВВП-варантами посилюватиметься при зростанні річного приросту ВВП. Варто зазначити, що у 2018 році ВВП України в доларовому еквіваленті перевищив зазначений обсяг для здійснення виплат за ВВП-варантами (125,4 млрд. дол. США) і склав 128,4 млрд. дол. США. Відповідно, за таких умов, вже за результатами 2019 року буде проводитись розрахунок перших виплат, якщо реальний приріст ВВП перевищить 3 %. Перша сплата відбудеться у 2021 р., а остання – у 2040 р.[18].

Варто зауважити, що за оцінками міжнародних рейтингових агентств у довгостроковій перспективі збитки зовнішніх кредиторів України в 1,5 рази перевищать розмір списання, що закріплений в угоді про реструктуризацію та складе не 20 % від номіналу євро бондів, а 30-35%. [25].

Саме тому, на сьогодні, невирішеними залишаються проблеми реалізації ефективної боргової політики, що потребують розроблення стратегії відновлення боргової стійкості з чіткою ідентифікацією стратегічних цілей, тактичних завдань й пріоритетних напрямів бюджетно-податкової політики в умовах необхідності забезпечення валютно-курсової та макрофінансової

стабільності. Слід зазначити, що неефективне управління державним боргом має наступні макроекономічні наслідки [74]:

– знижуються темпи економічного зростання через суттєво високий рівень економічної непевності і малі обсяги приватного інвестування;

– збільшується рівень вразливості економіки зі сторони впливу зовнішніх шоків;

– знижуються можливості уряду щодо проведення антициклічної фіскальної політики;

– звужується доступ уряду до позичкового фінансування через суттєво високий рівень ризику рефінансування боргу;

– дестабілізує ситуацію на валютному та фінансовому ринках, генерує значні бюджетні та валютні ризики тощо.

В розрізі зазначеного вище, скерованість заходів щодо підвищення ефективності державної боргової політики має передбачати досягнення таких цілей:

1) поступове скорочення обсягу державного й гарантованого державою боргу до 60% ВВП;

2) збалансування структури боргу за видами валют, відсоткових ставок з урахуванням термінів погашення боргу,

3) проведення ґрунтовного й системного аналізу ризиків, пов’язаних із значним борговим навантаженням у коротко- і довгостроковій перспективі;

4) зниження вартості зовнішніх запозичень, забезпечення доступу до міжнародного ринку капіталу й справедливих умов обслуговування зовнішнього боргу;

5) залучення кредитних ресурсів враховуючи реальні потреби фінансування економіки, покращення умов співробітництва з міжнародними фінансовими організаціями;

6) ініціювання збільшення гривневих зобов’язань у структурі державного боргу до рівня 50% та активізація внутрішнього ринку державних цінних паперів;

7) координація цілей та інструментарію боргової, монетарної й фіскальної політики, взаємоузгодженість дій між Держказначейством, Міністерством фінансів й Національного банку[90].

Досягнення вище згадуваних цілей щодо підвищення ефективності державної боргової політики в розрізі існуючих проблем обслуговування державного боргу та їх впливу на валютно-курсову та макрофінансову стабільність можна досягнути з допомогою наступних інструментів (табл. 3.3).

Таблиця 3.3

Інструментарій підвищення ефективності державної боргової політики України

№	Проблеми боргової політики		Рекомендації щодо забезпечення валютно-курсової та макрофінансової стабільності України
1.	Реструкту-ризація зовнішнього боргу 2015 р.	1.За умовами угоди уряд виплачуватиме 80 % номінальної суми боргу протягом 2019-2027 рр., сплачуючи кредиторам 7,75% річної дохідності замість списаних 20% основної суми боргу потрібно буде віддавати кредиторам 15 або 40 % номінального приросту ВВП протягом 20 років якщо темпи зростання реального ВВП перевищуватимуть 3% і 4% відповідно. Сумарні виплати за ВВП-варантами можуть сягнуть 8,3 млрд. дол. США за умови якщо реальний ВВП зростатиме на 4% протягом 20 років. Такі виплати перевищать 33 млрд. дол. США у разі щорічного зростання ВВП на 5%. [135, с.64–66]	1.Переглянути схеми обслуговування ВВП-варантів, що у довгостроковому періоді сприятиме збільшенню міжнародних резервів НБУ, покращуватиме кон’юнктуру валютного ринку та підвищить кредитні рейтинги інвестиційної привабливості; 2.Сформувати процедуру щорічного звіту Мінфіну щодо ризиків виплат за ВВП-варантами; 3.Ініціювати переговорний процес з міжнародними та приватними кредиторами щодо розроблення нових програм кредитної підтримки реального сектору економіки.
2	Високий рівень боргового навантаження	1.Перманентне ігнорування критичного рівня боргового навантаження;	1.Валові потреби уряду в рефінансуванні державного боргу не повинні перевищувати критичне значення у 15% ВВП;

Продовження таблиці 3.3.

2.	та недооцінка боргових ризиків	2.Значний тиск зовнішньоборгових виплат на державний бюджет та валютний ринок за рахунок незбалансованості структури боргу за відсотковими ставками, строковістю та видами валют; 3.Необґрунтовано висока вартість залучених кошів, що стимулює підвищення валютних та фіскальних ризиків.	2.Збалансувати й оптимізувати структуру державного боргу: а) збільшити частку гривневих зобов'язань до 50%; б) частка боргових зобов'язань у власності нерезидентів - 45%; в) частка боргу в іноземній валюті – 60%; г) зменшити частку зовнішніх позик у структурі фінансування дефіциту бюджету; д) зменшити частку короткострокових ОВДП . 3.Встановити економічно обґрунтовану дохідність за ОВДП на рівні суми темпів інфляції та незначної реальної дохідності.
3	Короткозорий характер прийняття рішень щодо визначення параметрів державних запозичень	1.Відсутність державної стратегії зовнішньої та фіскальної стійкості; 2.Порушення боргового ліміту зафіксованого в Бюджетному кодексі України, що становить 60% ВВП; 3.Нарощування державного боргу за непрозорими схемами рекапіталізації банків та держпідприємств; 4.Призупинення у впровадження політики фіскальної консолідації в умовах надмірного боргового навантаження.	1.Розроблення довгострокової державної стратегії відновлення боргової стійкості з визначенням цілей і тактичних заходів; 2.Послідовне скорочення обсягів державного боргу та досягнення цільового показника боргу нарівні 60 % ВВП; 3.Відмова від фінансових вливань у статутні капітали банків та підприємств за рахунок збільшення державного боргу; 4.Продовження впровадження політики помірної фіскальної консолідації упродовж 5-ти років та зниження дефіциту бюджету до рівня 1,5% ВВП у 2020-2021 рр.

Джерело: розроблено автором на основі [23; 18; 25; 128; 90]

Підсумовуючи, наявність високого боргового навантаження й значні видатки бюджету на обслуговування державного боргу перешкоджають збільшенню первинних видатків бюджету на активізацію економічного розвитку та виступають чинниками валютно-курсової та макрофінансової дестабілізації в Україні.

Аналіз динаміки видатків зведеного бюджету України та динаміки реального ВВП (рис. 3.1) виявляє, що для економіки України характерна відсутність чіткого взаємозв'язку між показником економічного зростання й обсягами державних видатків. Так, найбільша невідповідність динаміки даних показників мала місце у 2014–2015 рр.

Рис. 3.1. Динаміка видатків зведеного бюджету України та приросту реального ВВП

Джерело: побудовано автором на основі даних [105; 49; 29]

З огляду на динаміку видатків зведеного бюджету і темпу зростання ВВП, можна зробити висновок, що доволі потужна система державних фінансів України, яка мала переважну більшість необхідних інструментів для стимулювання розвитку економіки й ефективного використання бюджетних коштів, так і не набула властивостей ефективного механізму реалізації структурних реформ.

Доцільність оптимізації обсягу і структури державних видатків актуалізує необхідність реструктуризації бюджетної сфери. Власне тому, в травні 2018 р. Кабінетом Міністрів України було внесено до Верховної Ради

України відповідний документ, що передбачав реалізацію бюджетної резолюції на 2019–2021 рр. [116]. Згідно положень даного документу планується забезпечити збалансованість і стійкість бюджетної системи України за рахунок досягнення низки встановлених індикативних показників:

– граничного дефіциту бюджету на рівні 2,2% ВВП;

– граничного обсягу державного боргу на рівні не більшому за 56% від ВВП;

– підвищення мінімальної заробітної плати, прожиткового мінімуму;

– середнього значення обмінного курсу гривні до долара у розмірі 30,5 грн. за 1 дол. США.

З огляду на це, на нашу думку, реформування державних фінансів України повинно передбачати формування прогресивної та ефективної системи акумуляції й розподілу фінансових ресурсів держави, яка б сприяла динамічному зростанню економіки на основі утримання боргової стійкості та макрофінансовій стабілізації що передбачає досягнення таких цілей:

1) трансформація системи державних фінансів на основі збільшення дохідної частини бюджету, як результату активізації підприємництва при мінімізації корупційних ризиків;

2) підвищення рівня збалансованості державних видатків й досягнення оптимального рівня видатків сектору загального державного управління відносно ВВП на основі стійкого, динамічного розвитку економіки (за умов помірної фіскальної консолідації);

3) формування сучасної, відкритої, дієвої та вільної від корупції системи державного управління, яка скерована на дотримання суспільних інтересів та в змозі ефективно використовувати державні кошти;

4) надання бюджетній політиці стратегічного характеру, що передбачає посилення фіскальної дисципліни на всіх рівнях бюджетної системи та підвищення ступеню прогнозованості фінансових потоків через формування дієвої системи середньострокового бюджетного планування;

5) підвищення ефективності використання й розподілу фінансових ресурсів у рамках програмно-цільового бюджетування.

З метою досягнення визначених цілей щодо оптимізації обсягу і структури державних видатків, зменшення дефіциту бюджету та вирішення проблем з обслуговування державного боргу, як чинників валютно-курсової та макрофінансової дестабілізації, на нашу думку, доцільним є впровадження помірної фіскальної консолідації в Україні, яка була призупинена у 2016 р. Слід зазначити, що вітчизняними експертами досягнуто консенсус щодо позитивного впливу фіскальної консолідації на зростання економіки у середньостроковому періоді в умовах надмірного боргового навантаження та розбалансованості державних фінансів [38].

Так, реалізація фіскальної консолідації передбачає формування спеціально розробленої середньо-і довгострокової програми планування видаткової частини бюджету, що має стратегічний характер терміном виконання до 5 років. На нашу думку, концептуально основу фіскальної консолідації в умовах зовнішньої та фіскальної дестабілізації економіки України має складати комплекс заходів, спрямований на реформування бюджетно-податкової й боргової політик з урахуванням посилення фіскально-монетарної координації та напрямів підвищення рівня транспарентності вітчизняної економіки. Наслідки впровадження фіскальної консолідації мають стати зменшення глибини проблем з обслуговування державного боргу й циклічним спадом виробництва в Україні, що у свою чергу сприятиме як валютно-курсовій так і макрофінансовій стабілізації загалом [201, с. 54].

У процесі дослідження з’ясовано, що оптимізація обсягу і структури державних видатків може відбутися за умов вирішення наступних проблем: 1) високий рівень соціальної незахищеності працівників бюджетного сектора, 2) значні недовиконання планових видатків через брак фінансування; 3) проблеми недофінансування деяких видів видатків [67].

Також гострою й актуальною проблемою оптимізації обсягу і структури державних видатків є незбалансованість державного бюджету, що призводить

до зростання бюджетного дефіциту. Хоча не існує універсального підходу до поняття, яким має бути оптимальний обсяг і конфігурація державних видатків у конкретній економіці. Позаяк, поширеним є твердження, що розмір державного сектора не повинен перевищувати 40% ВВП [203]. Динаміка видатків зведеного бюджету України зображена на рис.3.2.

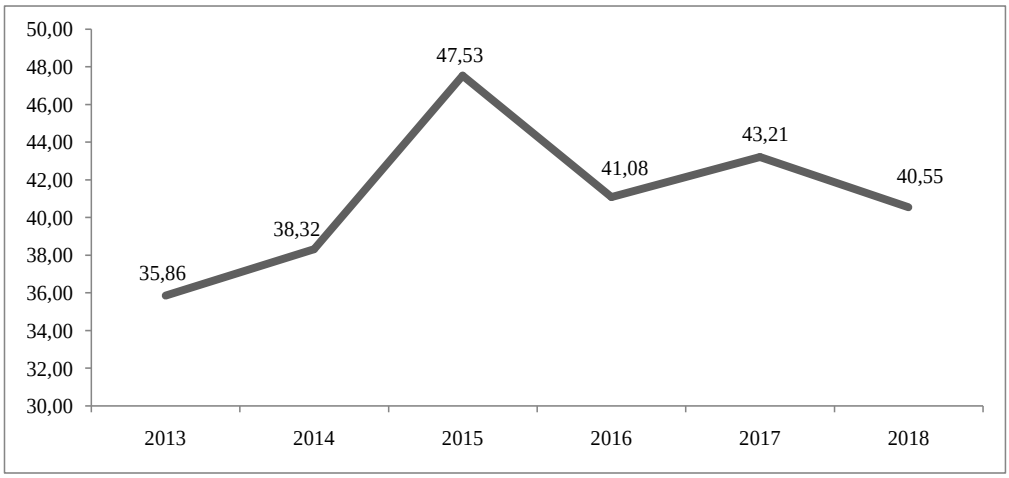


Рис. 3.2. Динаміка видатків зведеного бюджету України, % до ВВП

Джерело: побудовано автором на основі даних [105; 49; 29]

На думку більшості вітчизняних експертів, оптимальний рівень державних видатків України перебуває в межах 30-37% від ВВП [94]. Виходячи з даних (рис. 3.2), можна побачити, що лише у 2013 р. в Україні частка державних видатків у % до реального ВВП була нижчою за рекомендований оптимальний рівень і становила 35, 9 % до реального ВВП. Варто зауважити, що відхилення суми державних видатків від оптимального рівня чинить негативний вплив на підвищення реального ВВП. Таким чином, для України є характерним високий рівень перерозподілу ВВП через державні видатки, однак рівень ефективності використання коштів залишається досить низьким.

Враховуючи світові стандарти якості державного управління видатками, Україна входить до 10 країн з найвищою часткою державних видатків у ВВП.

Такий стан речей може пояснюватись неспроможністю державного апарату країни ефективно витрачати акумульовані ресурси. Водночас за міжнародними рейтингами ефективності державного управління та якістю боротьби з корупцією Україна займає низькі позиції у порівнянні з іншими країнами з ринками, що формуються. Крім того, варто зазначити, що ефективне управління видатками державного сектору може стати для вітчизняної економіки потужним стимулом розвитку й економічного зростання, що є важливим чинником як валютно-курсової так і макрофінансової стабілізації.

Отримані емпіричні та аналітичні результати дослідження впливу державних видатків на стабільність валютного ринку (розділ 2) дозволяють зробити висновок щодо необхідності розроблення комплексу заходів і рекомендацій, які б сприяли підвищенню ефективності використання обмежених державних фінансових ресурсів як чинника валютно-курсової та макрофінансової стабілізації.

Перш за все, вирішення цієї проблеми передбачає оптимізацію обсягу державних видатків до рівня 37% від реального ВВП, оскільки, як зазначалося вище, це оптимальний рівень державних видатків для України. Для реалізації цього завдання варто було б скоротити обсяги деяких видів державних видатків, зокрема видатків на соціальний захист та соціальне забезпечення для заможних верств населення. При цьому, важливо сприяти зниженню темпів зростання державних видатків до оптимального рівня. Велика увага в контексті таких дій зосереджується на підвищенні рівня ефективності контролю за цільовим використанням державних видатків.

Варто зауважити, що оптимізації обсягу та структури державних видатків вимагає розгляду динаміки та доходів та видатків зведеного бюджету України. Останнім часом зростання доходів та видатків зведеного бюджету України відбувалося досить динамічно, причому з тенденцією до випереджуючого зростання видаткової частини бюджету (рис. 3.3). Як наслідок – сальдо зведеного бюджету України стабільно залишалось від’ємним. Так, за період 2013–2018 рр. найбільший дефіцит бюджету України спостерігався у

2014 та 2018 рр. Однак, враховуючи дані показників доходів та видатків у 2018 р., які у понад вдвічі перевищували такі ж показники у 2014 р., показник сальдо зведеного бюджету України перебував на тому ж рівні, що і у 2014 р.

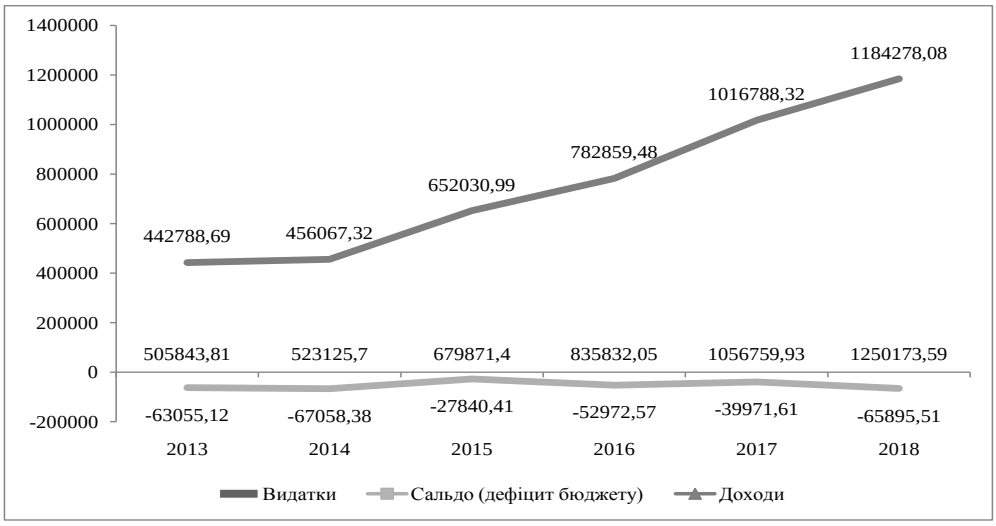


Рис. 3.3. Динаміка доходів, видатків та сальдо зведеного бюджету України, млн. грн.

Джерело: побудовано автором на основі даних [105; 49]

Щодо аналізу структури видатків зведеного бюджету України (рис. 3.4), варто зауважити, що у 2018 р. на противагу 2013 р. відбулося зниження частки видатків на соціальний захист та соціальне забезпечення, на освіту, на духовний та фізичний розвиток, на охорону здоров’я й на охорону навколишнього природного середовища. В той же час, зросла питома вага видатків на економічну діяльність, що є позитивним чинником впливу на процеси стабілізації вітчизняного валютного ринку. Попри те, значною залишається частка видатків на соціальний захист та соціальне забезпечення, які в умовах сьогодення не забезпечують належного рівня життя населення, що, зі свого боку, виступає гальмівним чинником зниження рівня соціально-економічного розвитку національної економіки (рис.3.4).

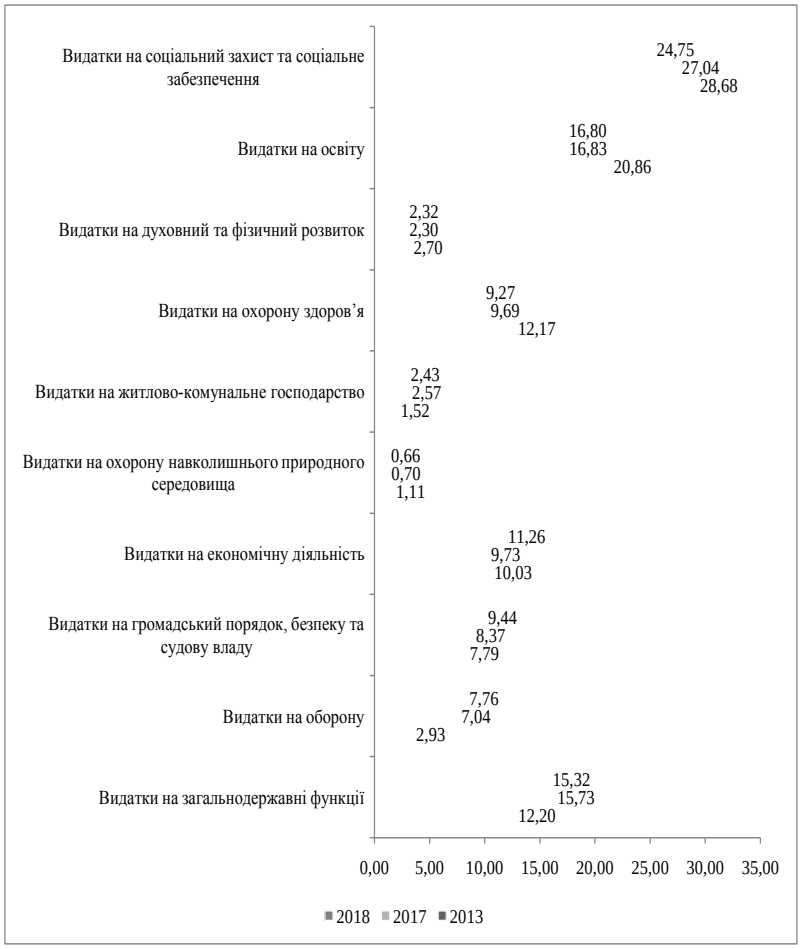


Рис. 3.4. Динаміка структури видатків зведеного бюджету України, %

Джерело: побудовано автором на основі даних [105; 49]

Слід зазначити, що з метою забезпечення валютно-курсової та макрофінансової стабільності й скорочення фіскального розриву, доцільно провести оптимізацію обсягу видатків зведеного бюджету з одночасним збільшенням надходжень до державного бюджету. Для зміни обсягів і структури надмірних державних видатків перед урядом постають нові завдання, що мають на меті реформування бюджетної сфери. Проведення бюджетної реформи дозволить знизити фінансування неефективних статей

державних видатків та зменшити рівень нецільового використання державних видатків, що сприятиме зниженню корупційних правопорушень та злочинів у сфері використання бюджетних коштів, що у свою чергу сприятиме стабілізації вітчизняного валютного ринку.

З огляду на зазначене вище, ефективна політика державних видатків та їх оптимізація мали б грунтуватись на таких принципах, зокрема:

– проведенні помірної фіскальної консолідації при впровадженні якої варто уникати напродуманих скорочень державних видатків з метою запобігання накопичення поточної заборгованості бюджетної сфери й зниження рівня ефективності діяльності державних установ;

– розробці та впровадженні прагматичних заходів раціоналізації бюджетних видатків, грунтуючись на необхідності узалежнення і захищеності їх від впливу політичної конюнктури [67].

У теоретичному сенсі стимулюючі ефекти фіскальної консолідації з’являються за умов, коли уряд здійснює скорочення власних видатків у тих сферах, де під впливом державних витрат порушується оптимальний розподіл економічних ресурсів (до прикладу, державні субсидії промисловим підприємствам). Скорочення пенсійних виплат також здебільшого позитивно впливає на рівень середніх доходів населення у довгостроковому періоді, за рахунок стимулювання продуктивної зайнятості частини громадян пенсійного віку [189].

На думку експертів ОЕСР (англ. Organisation for Economic Co-operation and Development) різні інструменти фіскальної консолідації матимуть відмінний вплив на зростання економіки у коротко- і довгостроковому періодах. Позитивний вплив на зростання економіки у довгостроковому періоді матимуть скорочення державнихсубсидій підприємствам і зменшення пенсійних виплат. Помірний позитивний вплив матимуть скорочення видатківна державне споживання й зменшення соціальних виплат [201].

За результатами дослідження структури видатків країн ОЕСР проведено ранжування інструментів фіскальної консолідації відповідно до їх впливу на

короткострокове і довгострокове зростання економіки, яка може бути придатною для України.

Аналізуючи ієрархію інструментів фіскальної консолідації (рис. 3.5), варто зазначити, що скорочення державних субсидій підприємствам, зменшення видатків на державне споживання, скорочення пенсій і соціальних допомог (крім допомоги сімям з дітьми) з високою ймовірністю матимуть мінімальний негативний вплив на рівень економічного зростання у короткостроковому періоді і – позитивний у довгостроковому періоді.

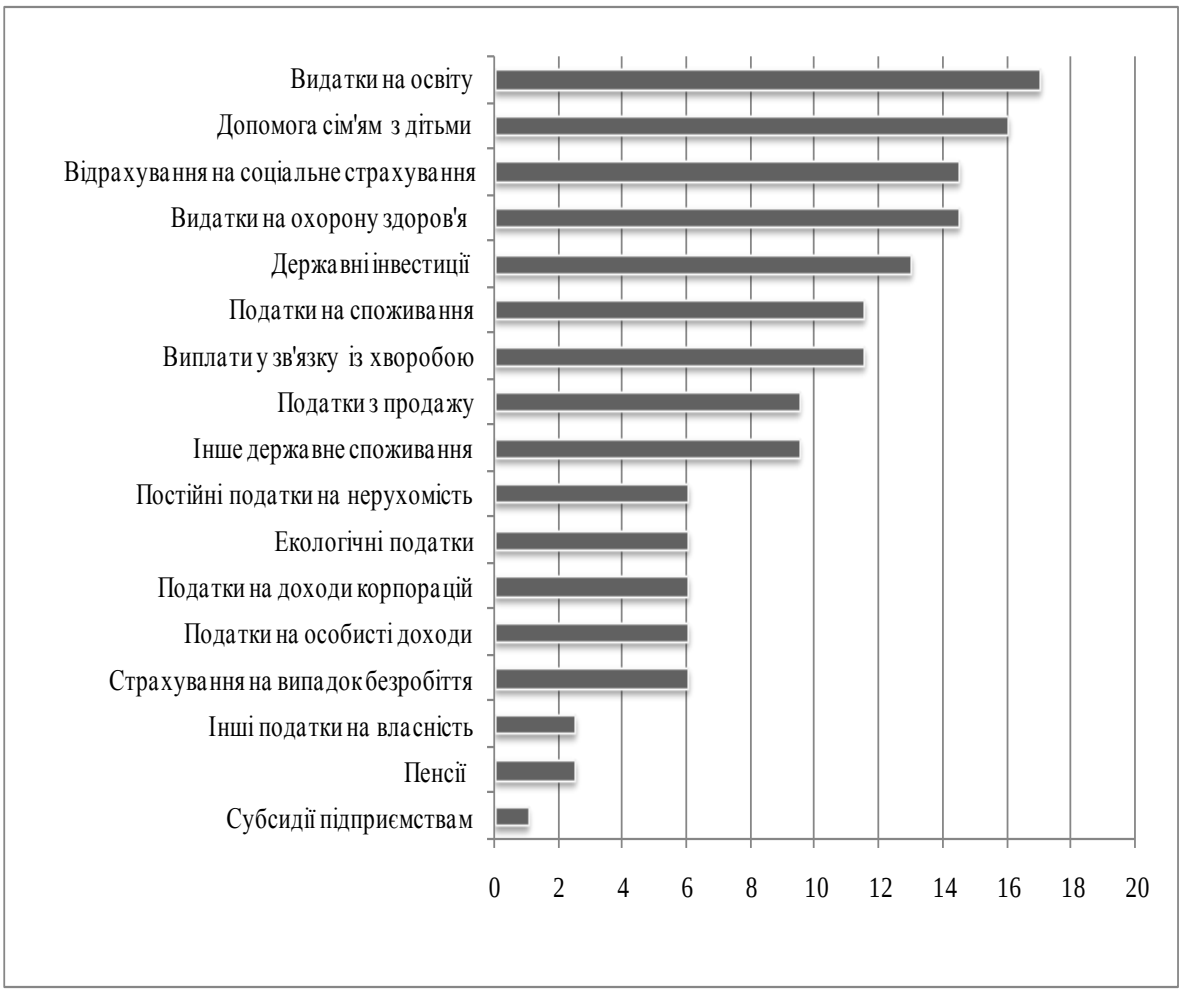


Рис. 3.5. Оптимальна ієрархія інструментів фіскальної консолідації

Джерело: побудовано автором на основі даних [67; 189]

Водночас, ґрунтуючись на дослідженнях [122], слід зауважити, що дієвість видаткової політики держави значною мірою залежить, не від структури видатків, а від їх економічної обґрунтованості та ефективності використання. Таким чином, ефективність державних видатків зумовлюється продуктивністю використання державних фінансових ресурсів, які згодом трансформуються у державні продукти.

Поряд з тим, проведення оптимізації обсягу та структури державних видатків потребує проведення реформ у сфері державних фінансів. Ключові положення щодо реформування сфери державних видатків розроблені у дослідженнях як вітчизняних так і зарубіжних експертів, в тому числі у рекомендаціях експертів МВФ.

Виходячи із стратегії, розробленої експертами МВФ щодо підвищення ефективності бюджетної політики України, оптимізація обсягу та структури державних видатків уряду має ґрунтуватись на реалізації таких завдань:

1) досягти оптимального рівня видатків на соціальний захист та соціальне забезпечення;

2) сприяти економії державних фінансових ресурсів за рахунок підвищення рівня ефективності видатків, спрямованих на покращення соціальної сфери;

3) підвищити рівень ефективності видатків за рахунок розроблення, впровадження та удосконалення системи контролю за напрямками їх використання.

Ефективність оптимізації державних видатків першочергове завдання уряду, що передбачає збільшення видатків на економічну діяльність, оскільки це один із головних факторів економічного зростання країни. В той же час, оптимальний обсяг видатків на економічну діяльність виступає чинником як фінансової так і валютно-курсової стабілізації.

З огляду на це, нами запропоновано інструментарій підвищення ефективності бюджетної політики, яка у сукупності заходів сприятиме фінансовій та валютно-курсовій стабілізації України (табл. 3.4).

Таблиця 3.4

Інструментарій підвищення ефективності державної бюджетної політики для забезпечення валютно-курсової стабільності України

№	Проблеми бюджетної політики		Рекомендації щодо забезпечення валютно-курсової та макрофінансової стабільності України
1.	1.Неефективне управління видатками бюджету	1.Невиконання ПЦМ; 2.Відсутність стратегічного планування бюджетної політики	1) забезпечення програмної класифікації видатків на основі сформованих місій міністерств, переліку цілей та завдань (зі запровадженням строгої звітності; 2) впровадження середньострокового бюджетного планування на засадах ПЦМ, що передбачало б затвердження стратегічних планів діяльності міністерств; 3) надання бюджетній політиці стратегічного характеру на основі посилення фіскальної дисципліни на всіх рівнях бюджетної системи; 4) нівелювання залежності від політичної кон'юнктури та «ручного» управління державними видатками; 5) створення програми бюджетної стратегії на основі Закону України «Про стратегічне планування» *Очікуваний ефект:*1) висока прогнозованість фінансових потоків, в тому числі і валютних, в межах скоординованих стратегій розпорядників бюджетних коштів; 2) вища ефективність використання обмежених фінансових ресурсів; 3) складання середньострокової економічної програми дозволить у повному обсязі застосувати ПЦМ; 4) посилення відповідальності уряду за бюджетну політику;
2.	Неефективність витрачання акумульованих фінансових ресурсів	Структура державних видатків не забезпечує підтримку економічного розвитку	1) відновлення фіскальної консолідації, що передбачає скорочення видатків: а) сектору загального державного управління на величину еквівалентну 0,7-0,8 % ВВП; б) на державне споживання (зі зменшенням державних субсидій підприємствам нестратегічного значення); в) видатків на державне управління; г) для дотацій Пенсійному фонду; 2) сприяти зниженню частки фіскального перерозподілу ВВП; *Очікуваний ефект:*1) посилить стимулюючу функцію видатків; 2) створить умови для здійснення приватних інвестицій, що сприятиме розширенню фінансового та валютного ринків;

Продовження таблиці 3.4			
3.	Відсутність якісного планування видатків	Перманентне планування бюджету з необґрунто-ваними дефіцитами, що збільшує частку на повернення раніше отриманих позик	1) забезпечити розподіл бюджетних видатків у часі та за цільовою спрямованістю; 2)сприяти недопущенню надмірного нагромадження нерозподілених коштів в разі сприятливого розвитку макроекономічних показників, особливо на кінець календарного року; 3) встановлення лімітів граничних обсягів видатків та кредитів державного бюджету для головних розпорядників коштів; 4) чітке визначення макропараметрів фіскальних агрегатів і граничних обсягів дефіциту (профіциту) державного бюджету, обсягів державного боргу і надання державних гарантій, державних капітальних вкладень, тощо; *Очікуваний ефект:* сприятиме досягненню позитивного фіскального впливу на монетизацію бюджетного дефіциту;
4.	Видатки на безпеку	1.Об’єктивна потреба у значних видатках на забезпечення оборони і безпеки держави	1) перетворення видатків на оборону на стимулятор розвитку національної економіки на засадах впровадження ринкових принципів розподілу оборонних видатків в межах внутрішнього ринку; *Очікуваний ефект:* 1) менша залежність від імпорту, створить додаткові робочі місця, сприятиме формуванню внутрішнього попиту, сприятиме ініціюванню військово-технічного співробітництва, залучення іноземних інвестицій в український ОПК.

Джерело: складено на основі [122]

Отже, ефективність оптимізації державних видатків першочергове завдання уряду, що передбачає збільшення видатків на економічну діяльність, оскільки це один із головних факторів економічного зростання країни. В той же час, оптимальний обсяг видатків на економічну діяльність виступає чинником як фінансової так і валютно-курсової стабілізації.

Відомо, що суттєвим ресурсом наповнення дохідної частини бюджету виступають податкові надходження. Звідси очевидно, що видаткова частина бюджету забезпечується переважно податковими надходженнями. Для України

такий результат підтверджується емпіричними оцінками (розділ 2), але можна зауважити, що причинність може бути зворотною, коли відповідно до визначеного рівня урядових видатків визначають орієнтири податкової політики.

Слід зазначити, що для країн з високою часткою міжнародної торгівлі у структурі національного доходу, як в Україні, динаміка податкових надходжень значною мірою залежить від волатильності обмінного валютного курсу та глибини контролю за капітальними операціями. Ґрунтуючись на емпіричних оцінках впливу державних доходів на кон'юнктуру вітчизняного валютного ринку (розділ 2), варто зауважити, що стабілізації вітчизняного валютного ринку значною мірою сприятиме реформування податкової сфери державної фінансової політики. Оскільки Україна за міжнародними рейтингами ефективності податкової політики належить до країн, що займають низькі позиції, дієвості податкової політики. Нами запропоновано інструментарій підвищення ефективності податкової політики, як чинника валютно-курсової та макрофінансової стабільності (табл. 3.5).

Таблиця 3.5

Інструментарій підвищення ефективності державної податкової політики для забезпечення валютно-курсової стабільності України

№	Проблеми податкової політики		Рекомендації щодо забезпечення валютно-курсової та макрофінансової стабільності України
1.	Фіскалізація стагнуючої економіки	1.Надмірне податкове навантаження, що звужує базу оподаткування, зменшує обсяги податкових надходжень та сприяє переходу бізнесу в тінь;	1) зниження ставок податків та відповідної бази оподаткування, з одночасним проведенням якісних антикорупційних заходів; 2) раціоналізація рівня податкового навантаження, який не має перевищити 29% до номінального ВВП; 3) зниження ставки податку на прибуток підприємств або заміна його на податок на виведений капітал; 4) запровадження системи цифрового урядування; *Очікуваний ефект:* спрацює як важіль стимулювання економічного зростання та позитивних структурних

Продовження таблиці 3.5

		2.Високий рівень трансакційних витрат бізнесу	зрушень, покращить конкурентоспроможність суб'єктів господарювання; нижчий податковий тиск сприятиме збільшенню доходів до бюджету; сприятиме детінізації прибутків бізнесу і деофшоризації фінансових потоків;
2.	Відсутність оптимально-го набору податків	1.Значна кількість податків та квазі платежів (понад 60) в тому числі, корупціогенних;	1) ліквідація квазі-податків та потенційно корупціогенних, що передбачають відшкодування з бюджету чи бюджетних заліків; 2) скасування податків, бюджетні доходи від яких є співставними з витратами на їх адміністрування; 3) інкорпорація податків; *Очікуваний ефект:* покращить бізнес клімат, зруйнує корупційні кланово-олігархічні схеми, сприятиме зростанню довіри бізнесу і населення до державних інститутів;
3.	Вади ПДВ	1.Проблеми відшкодування ПДВ	1) реформування ПДВ у поєднанні із запровадженням спрощеної системи оподаткування для малого і середнього бізнесу; *Очікуваний ефект:* 1) обмежить фіктивний експорт та карусельне шахрайство, штучне завищення вартості товарів; 2) стимулюватиме ІТ галузь, яка приносить більше 3 млрд.дол.США валютної виручки щорічно; 3) сприятиме вирівнюванню реальних значень ВВП, експорту та торгового балансу, що покращуватиме розрахунок доходів і витрат, валютну та інфляційну політику;
4.	Низький рівень транспарентн ості економіки	1.Високий рівень офшоризації економіки; 2. Значний обсяг тіньового імпорту	1) ліквідація податкових пільг для вітчизняних корпоративних структур інкорпорованих за кордоном, перенесення центру оподаткування в українську юрисдикцію; 2) реалізація плану BEPS; 3)підвищення ефективністі боротьби з контрабандою; *Очікуваний ефект:* Сприятиме підвищенню рівня транспарентності національної економіки й детінізації фінансових й зокрема валютних потоків.

Джерело: складено автором на основі [122]

Отже, у підсумку основні рекомендації щодо оптимізації обсягу і структури державних видатків як умови стабільності вітчизняного валютного

ринку полягають у наступному: а) вдосконалення обліку доходів та видатків бюджетних установ за рахунок посилення системи контролю і нагляду з боку Рахункової палати України; б) розроблення та впровадження програм фіскальної консолідації, що дозволить постійно покращувати баланс Державного бюджету України через поступове зниження дефіциту бюджету; в) посилення контролю за правильним та цільовим використанням коштів Державного бюджету України; г) практичне обгрунтування та вдосконалення механізму використання державних видатків; д) вдосконаленні системи державного фінансового контролю тощо.

3.2. Детінізація та деофшоризація економіки як напрями стабілізації валютного ринку України

На сьогодні проблема тінізації української економіки набуває все більшого світового масштабу. Як відомо, тінізація економіки передбачає прагнення учасників економічних відносин працювати в тіні, тобто здійснювати незаконну діяльність, пов’язану з прихованням доходів, небажанням сплачувати податки, недотриманням адміністративних норм і вимог до ведення підприємницької діяльності. На такі кроки у тіньовий сектор економіки учасників економічних відносин наводить нестабільність економіки України. Поряд з тим, визначальною проблемою слід відмітити проблему офшоризації економіки, оскільки вона відображає відтік капіталу з України, мінімізацію податкових надходжень до бюджету та відмивання коштів.

З метою розкриття сутності першої категорії окресленої проблеми, то тут доцільно відзначити, що тіньова економіка – це комплекс нерегульованих та неконтрольованих економічних відносин між суб’єктами економічної діяльності, який містить у собі ознаки економічного злочину щодо незаконного отримання доходу внаслідок його приховання або ухилення від сплати податків [31, с. 48].

Щодо другої категорії окресленої проблеми, то офшоризації економіки – це негативний процес вияву впливу результатів офшорної діяльності на національну економіку, який відображається у неефективному виведенні капіталу за кордон із використанням спеціальних схем виведення та спеціально утворених офшорних компаній задля оптимізації інвестиційних умов, мінімізації і відхилення від оподаткування чи/і відмиванні капіталу (грошей) [30, с. 8].

Визначення рівня тіньової економіки в Україні проводиться, виходячи із двох офіційно затверджених методичних документів:

– Наказу Мінекономіки (Міністерства економічного розвитку і торгівлі України) «Про затвердження Методичних рекомендацій розрахунку рівня тіньової економіки» (2009 р.) [125];

– Наказу Державного комітету статистики України (Державної служби статистики України) «Про затвердження Методологічних положень обчислення обсягів економіки, яка безпосередньо не спостерігається, та Організаційної схеми проведення та використання розрахунків економіки, яка безпосередньо не спостерігається» (2004р.) [126].

З позиції економічної теорії структура тіньової економіки має вигляд, зображений на рис. 3.6. Так, методологічні положення обчислення обсягів економіки, яка безпосередньо не спостерігається, та організаційної схеми проведення та використання розрахунків економіки, яка безпосередньо не спостерігається Державної служби статистики України були розроблені відповідно до Програми розвитку системи національних рахунків. У цих положенням запропоновані методи визначення обсягів тіньової економіки, виходячи із причин виникнення складових елементів тіньової економіки. Відповідно до отриманих результатів розрахунків можна вчасно коригувати та нейтралізувати причини виникнення складових елементів тіньової економіки. Водночас методичні рекомендації розрахунку рівня тіньової економіки, розроблені Міністерством економічного розвитку і торгівлі є більш прийнятними для оцінки рівня тіньової економіки, оскільки вони є наближеними до

методик розрахунку міжнародних організацій Рівень тіньової економіки за цими методичними рекомендаціями розраховується за такими методами, як: метод «витрати населення – роздрібний товарооборот», фінансовий метод, монетарний метод, електричний метод, метод збитковості підприємств. Структура тіньової економіки зображена у Додатку Г.

За результатами дослідження міжнародної Асоціації дипломованих сертифікованих бухгалтерів (АССА) [160] стало відомо, що за рівнем тіньової економіки Україна знаходиться у групі країн із найвищим рівнем тіньової економіки, де крім неї входять ще чотири країни: Азербайджан, Нігерія, Росія та Шрі-Ланка. Так, у 2017 р. рівень тіньової економіки України становив 46,12% від ВВП країни, а у грошовому вимірі – це понад 1 трлн. грн.

Однак, варто зазначити, що тіньовий сектор в Україні протягом остатніх років суттєво скоротився. Як засвідчують розрахунки Міністерства економічного розвитку і торгівлі України [65] в період 2013–2017 рр. найвищий рівень тіньової економіки спостерігався у 2014 р., коли відповідний показник зріс на 8 в.п. і сягнув 43% від обсягу офіційного ВВП (рис. 3.6). У наступних роках спостерігалося зниження рівня тіньової економіки. Так, у 2017 р. рівень тіньової економіки знизився до 32% від обсягу офіційного ВВП. За період січня-вересня 2018 р. рівень тіньової економіки становив також 32% та у порівнянні із аналогічним періодом попереднього року скоротися на 1%. Така динаміка рівня тіньової економіки в Україні, що відбулася, засвідчує позитивні зміни та покращення у сфері боротьби із тіньовим сектором економіки.

Враховуючи інформацію, представлену у [65], доцільно наголосити на тому, що на сьогодні однією із головних загроз з боку тіньової економіки виступає спотворення дій законів і ринкових інструментів, а це спричиняє їх неефективність. В контексті зазначеного, суттєвий вплив на значення рівня тіньової економіки мають такі системні фактори, як 1) стабільно високий рівень корупції; 2) низький рівень ефективності функціонування судової системи; 3) зміни у податковому законодавстві, що часто мають непередбачувані наслідки;

4) низький рівень захисту прав на рухому і нерухому власність, зокрема на фінансові активи.

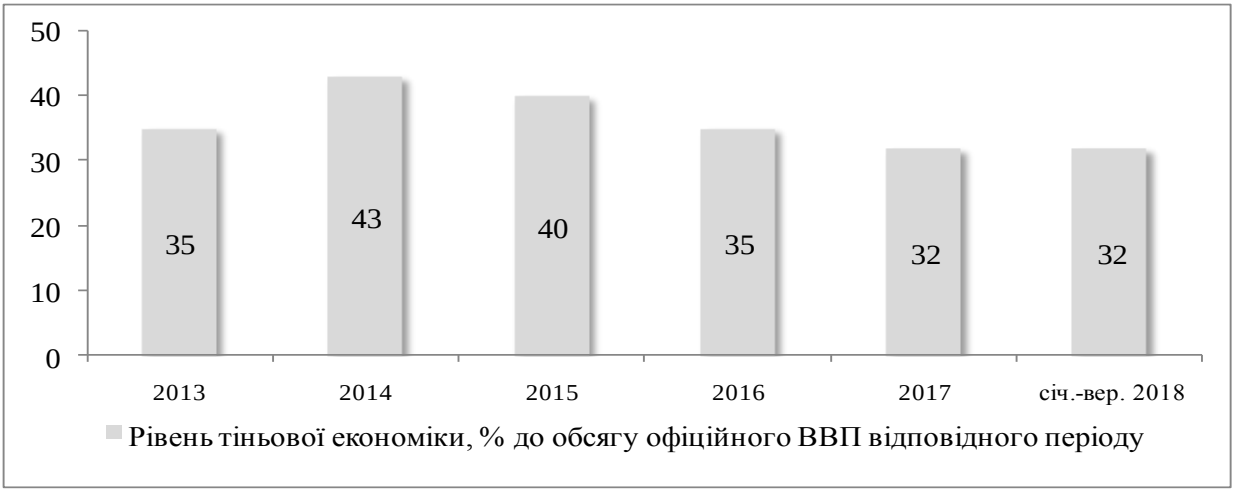


Рис. 3.6. Динаміка тіньової економіки в Україні

Джерело: побудовано автором на основі даних [65]

Разом з тим, результати дослідження засвідчили, що зниження рівня тіньової економіки можна досягти за рахунок реформування економіки у напрямку підвищення доходів населення і покращення інвестиційного клімату. Як наслідок таких дій, відбувається процес стабілізації та реформування національної економіки і її наближення до рівня європейських стандартів. Окрім того, знижується рівень споживчої інфляції, внаслідок оптимізації цін на внутрішніх ринках і здійснення НБУ жорсткої монетарної політики. Попри те, такі позитивні зрушення є характерними також і для бізнесових структур у напрямку значного росту рівня їх ділової активності.

На відміну від позитивних тенденцій, все ще нерозв’язаними та такими, що потребують нагального вирішення, залишаються проблеми стабільності національної економіки, зокрема у сфері забезпечення стабільності як фінансової системи загалом, так валютного ринку як одного із основних елементів цієї системи.

Як виявив В. Дубровський [59], в Україні щорічно досить високу частку в структурі тіньової економіки займають офшорні схеми, тіньовий імпорт та

контрабанда. Ключові схеми тіньової економіки України та їх вплив на державний бюджет України проілюстровано на рис. 3.7.

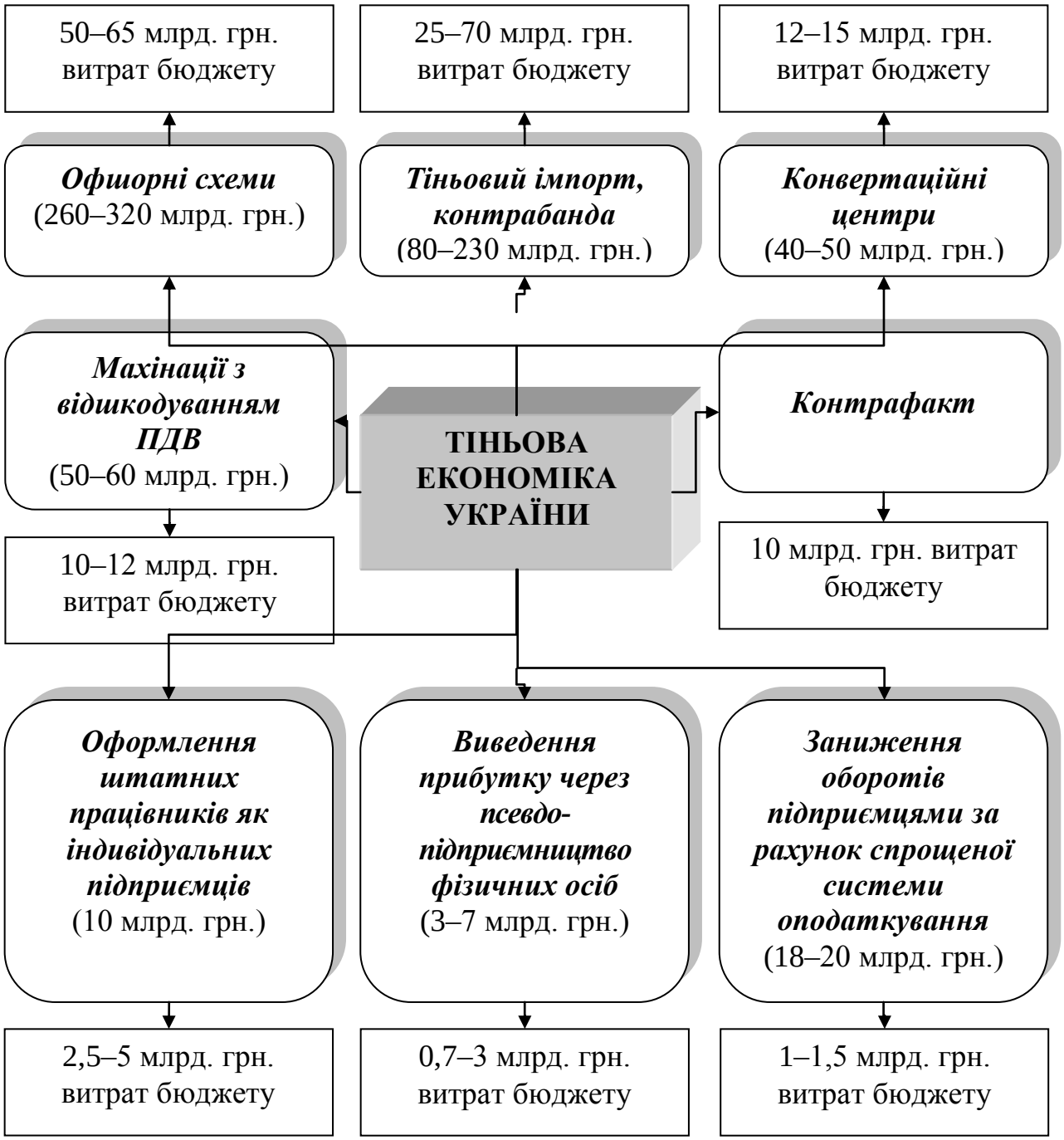


Рис. 3.7. Схеми та обсяги тіньової економіки України

Джерело: побудовано на основі [59]

Останніми роками однією із визначальних проблем, що стоїть на шляху розвитку економіки України є проблема офшоризації. Внаслідок проведених

розрахунків стає зрозумілим той факт, що рівень офшоризації економіки України є надзвичайно високим. Найбільшою країною-офшором, куди відбувається відтік українського капіталу є Республіка Кіпр, яка за підсумками 2018 р. займала понад 94% від загального обсягу прямих інвестицій з України (рис. 3.8).

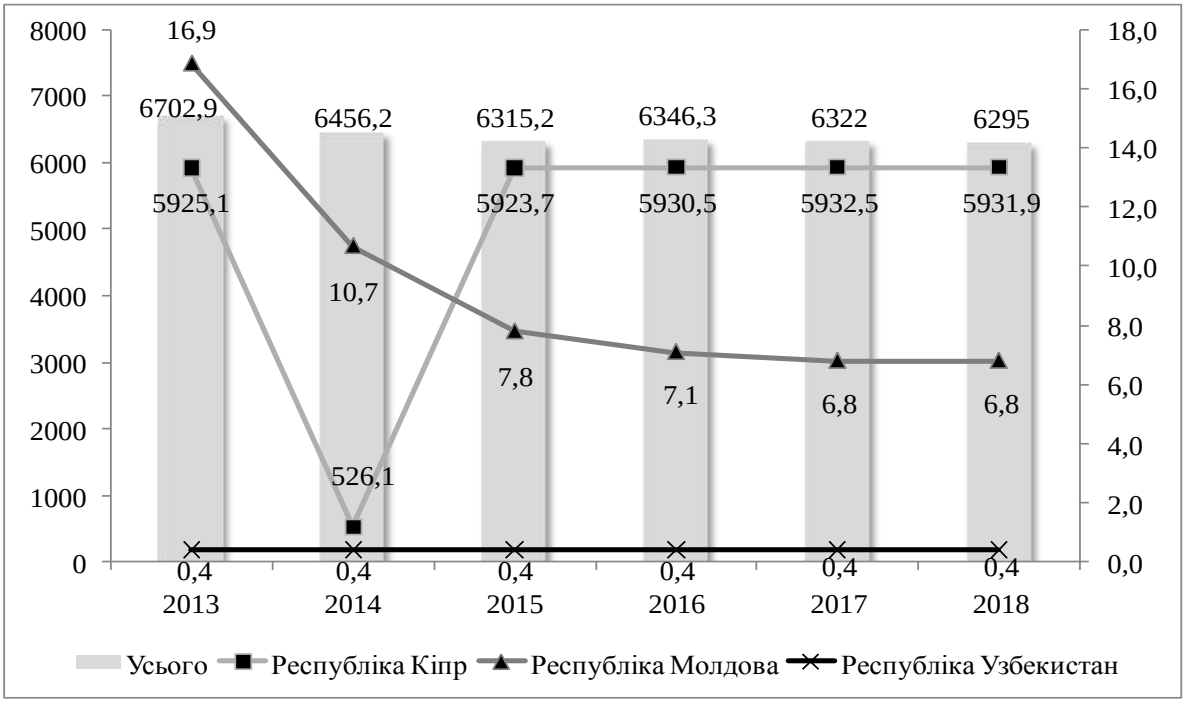


Рис. 3.8. Динаміка прямих інвестицій з України в економіки країн, що входять до списку офшорних зон, млн. дол. США на кінець року

Джерело: побудовано на основі [49]

Згідно результатів дослідження Міжнародної організації TaxJusticeNetwork [250], з країн, що розвиваються (а це майже 140 країн), починаючи із 70-х років минулого століття, до офшорів було спрямовано приблизно 15 трлн. дол. США. Це майже 200 млрд. дол. США щороку. Беручи до уваги суму неврахованого офшорного капіталу, яку було спрямовано в офшори із цих країн, слід відмітити, що сальдо їх заборгованості становить близько 11 трлн. дол. США. Як висновок, випливає наступне твердження – якби

капітал не було б спрямовано в офшори, то рівень розвитку цих країн би набагато покращився.

Опрацювання фахової літератури [28] засвідчило під деофшоризацією розуміти процес здійснення державою комплексу заходів у законодавчій, інформаційній та правовій системах з метою зменшення і подальшою нейтралізацією в національній економіці резидентів, які під виглядом іноземних осіб чи із використанням прав яких, провадять незаконну та недобросовісну діяльність. Іншими словами, деофшоризація виступає інструментом зниження залежності національної економіки від впливу офшорного бізнесу.

На сьогодні одним із основних способів подолання проблеми офшоризації в Україні виступає реалізація рекомендацій, представлених у звіті BEPS, що розроблений Організацією економічного співробітництва і розвитку (ОЕСР). Відповідно до цих положень з метою підтримання фінансової стабільності в Україні на засадах переходу до режиму вільного руху капіталу, а також задля підвищення рівня ефективності податкового регулювання і запровадження строгих вимог до прозорості починання та веденння бізнесу в Україні Міністерством фінансів України спільно із Національним банком України було розроблено та оприлюднено проект Закону України «Про внесення змін до Податкового кодексу України з метою імплементації Плану протидії розмиванню бази оподаткування та виведенню прибутку з-під оподаткування» [133].

Основні положення цього законопроекту базуються на Плані дій для боротьби з розмиванням бази оподаткування і переміщенням прибутків за кордон, що розроблений ОЕСР. Відтак, проект цього закону націлений на виконання ряду завдань, зокрема:

– представити участь фізичних осіб-резидентів України з їх власної позиції у іноземних компаніях, що перебувають під їх безпосереднім контролем, а також систему оподаткування цих компаній;

– провести ряд заходів по обмеженню витрат фізичних осіб-резидентів України, що контролюють іноземні компанії, на фінансові операції;

– провести ряд заходів по запобіганню зловживанням міжнародними договорами про уникнення подвійного оподаткування;

– не допустити до навмисного уникнення визнання статусу подвійного представництва;

– покращити контроль за системою трансфертного ціноутворення в Україні;

– розробити та представити правила звітності між країнами для міжнародних груп компаній.

Поряд з тим, базуючись на розроблених Міністерством фінансів України положеннях дорожньої карти реалізації Плану дій BEPS («Рекомендації з реалізації Плану дій з BEPS (мінімальні стандарти») [39], доцільно відзначити такі чотири основних кроки, які необхідно реалізувати, а саме:

– підвищити рівень ефективності протидії шкідливим податковим практикам, враховуючи при цьому принципи прозорості та сутності;

– не допустити до надання пільг за неналежних умов, які передбачено відповідно до угод про уникнення подвійного оподаткування;

– поліпшити систему діючих національних правових норм щодо документації з трансферного ціноутворення і звітності між країнами;

– покращити комплект чинних угод стосовно уникнення подвійного оподаткування за рахунок підвищення ефективності механізмів урегулювання спорів.

Відомо, що процес деофшоризації в Україні почався із того моменту, коли законодавчо були закріплені заходи BEPS, тобто із 2017 р. Так, із 1 січня 2017 р. Україна приєдналася до Програми розширеного співробітництва, що була розроблена ОЕСР. Реалізація плану дій BEPS, що розроблений на основі Програми розширеного співробітництва ОЕСР поки що чотирьох заходів із

запропонованих 15 сприятиме протидії агресивному податковому плануванню, розмиванню податкової бази та виведенню прибутку з-під оподаткування.

Аналіз тенденцій офшоризації національної економіки, опираючись на позиції експертів і аналітиків у сфері вирішення проблем офшоризації, дозволяє виділити такі заходи деофшоризації національної економіки:

– сформувати сприятливий інвестиційний клімат для легального вкладення капіталів в національну економіку чи їх вивезення за кордон;

– провести реформи деофшоризації бізнесу, опираючись на План дій BEPS (Додаток Д), розроблений Організацією економічного співробітництва і розвитку;

– сприяти детінізації національної економіки через відповідно розроблений механізм державного регулювання тіньового сектору економіки;

– опиратися на міжнародні стандарти та методи боротьби із офшоризацією;

– запровадити моніторинг резидентів, що здійснюють вивезення капіталу в офшорні зони з метою подальшого виявлення обсягів нелегального відтоку капіталу у офшорні зони;

– запровадити порядок обов’язкового пред’явлення компетентним органам бухгалтерської звітності резидентів, що здійснюють операції із вивезення капіталу у офшорні зони;

– покращити валютний нагляд банків за операціями, що відображають вивезення капіталу у офшорні зони.

Поділяючи думку В Дубровського [58], доцільно запропонувати такі рекомендації у сфері протидії тінізації та офшоризації національної економіки:

– удосконалити систему контролю за трансферним ціноутворенням в Україні внаслідок закріплення функцій та підвищення потенціалу діяльності за одним підрозділом Фіскальної служби України, що контролюватиме та регулюватиме діяльність бізнес-структур;

– проводити систематичну аудиторську перевірку із залученням у цей процес провідних світових аудиторських компаній;

– ввести податок на виведений капітал на основі прийняття закону про податок на виведений капітал;

– удосконалити податкове законодавство з метою зменшення та поступової ліквідації офшорних схем;

– забезпечити зниження рівня корумпованості в органах фіскальної служби внаслідок проведення незапланованих ревізій, перевірок, рейдів, що сприятиме формуванню прозорої системи оподаткування бізнесу;

– удосконалити систему контролю за достовірністю та правильністю визначення митної вартості товарів, враховуючи при цьому особливості визначення митної вартості у інших країнах;

– забезпечити зниження рівня корумпованості в зонах митного оформлення та контролю;

– сприяти ліквідації податкової міліції та сформувати відповідний виконавчий орган, у компетенції якого буде закладено одну із основних функцій – боротьба та протидія економічним злочинам;

– сприяти виявленню випадків нецільового використання ФОП спрощеної системи оподаткування.

Дослідження засвідчують, що сучасні тенденції тіньового сектора національної економіки та офшоризація українського бізнесу негативно впливають на процес валютної лібералізації. А це, в свою чергу, призводить до нестабільності ситуації на валютному ринку. Високі податкові ставки на ведення бізнесу виступають однією із ключових причин виникнення тіньового ринку. Поряд з тим, вагоме значення надається також проблемі чорного ринку валюти, оскільки саме на чорному валютному ринку обслуговуються значні трансакції, де їх учасники ухиляються від сплати податків і зборів.

Як відомо, перехід до режиму інфляційного таргетування, запроваджений НБУ, передбачає відмову від фіксованого валютного курсу на користь

гнучкому валютному курсу. Однак, реалізація таких дій супроводжується низкою проблем, серед яких особливе місце посідає проблема функціонування «тіньового» ринку валюти [167].

Запровадження системи гнучкого валютного курсу передбачає зниження валютних операцій у національній грошовій одиниці – гривні. Як наслідок, у тіньовому секторі економіки підвищується обсяг операцій із іноземною валютою, контролювати які НБУ, як емітент гривні, не може. З метою недопущення до різкого зниження курсу національної грошової одиниця НБУ змушений впроваджувати певні валютні обмеження, наприклад, у 2014 р. НБУ було обмежено суму обсягу готівкової валюту, яку може обміняти банк на іноземну валюту протягом одного операційного дня до 3000 грн. Це спричинило підвищення попиту на іноземну готівкову валюту на чорному валютному ринку, що в кінцевому результаті призвело до падіння обсягів купівлі населенням готівкової валюти у банках.

За таких дій НБУ, масштаби чорного валютного ринку зросли, де конкуренція із офіційним готівковим валютним курсом демонструвала вищу ціну за вартість обміну іноземної валюти на національну і навпаки. Нині спостерігається дещо інша ситуація, оскільки різниця між обмінним курсом на чорному валютному ринку та на офіційному готівковому валютному ринку є не такою великою, а НБУ збільшив розмір ліміту продажу до 6000 грн. Однак, все ще перед НБУ стоїть проблема детінізації готівкового валютного ринку.

Відтак, детінізація готівкового валютного ринку України повинна відображати руйнування злочинних схем, які безпосередньо пов’язані із незаконним обміном валюти.

Згідно з позицією експерта Центру економічної стратегії О. Жолудя [165], щомісячний оборот на «чорному» валютному ринку становить близько 1,2 млрд. дол. США. Це – колосальна сума. Якщо порівняти дані НБУ, то на офіційному валютному ринку середньомісячний оборот становить приблизно 57 млн. дол. США.

З метою стабілізації ситуації на валютному ринку України НБУ затверджено нову систему валютного регулювання та розроблено дорожню карту валютної лібералізації. В контексті зазначеного вище, НБУ зосереджений на зняття усіх наявних обмежень на валютному ринку України та націлений на перехід до режиму вільного руху капіталу, що у перспективі сприятиме полегшенню ведення бізнесу і формуванню сприятливого клімату в Україні, а також припливу іноземних інвестицій і стійкого економічного зростання [110].

Варто зазначити, що чинний на сьогодні Закон України «Про валюту і валютні операції» [124] дозволяє провести лібералізацію валютного ринку. Тобто поступово скасовуються деякі обмеження, що раніше були запроваджені. Здебільшого нововведення стосуються секторів середнього і великого бізнесу, зокрема у сфері зовнішньоекономічної діяльності, а саме:

– припинення валютного контролю за експортно-імпортними операціями, загальний обсяг проведення яких є меншим за 150 тис. грн.;

– припинення подвійного контролю за операціями, коли митна декларація надходить до іншого банку;

– скасування реєстрації зовнішніх запозичень;

– скасування ліміту на довготермінове погашення зовнішніх зобов’язань;

– скасування санкцій у вигляді припинення зовнішньоекономічної діяльності;

– скасування індивідуальних ліцензій на валютні операції.

Поряд з тим, згідно положень нової системи валютного регулювання НБУ передбачається надання дозволів на [124]:

– вільне відкриття рахунків юридичним особам за кордоном;

– розрахунки у іноземній валюті за відповідними державними облігаціями;

– валютні свопи банків з резидентами і нерезидентами;

– ввезення та / чи вивезення готівкової валюти і банківських металів юридичними особами;

– внесення платежів у іноземній валюті внаслідок страхування життя;

– безпоставочні форварди і форварди для хеджування боргових операцій;

– накопичення валюти на рахунках юридичних осіб з метою погашення зовнішніх запозичень;

– інвестиції і кредитування резидентів;

– інвестиції в Україну в різних валютах, а не лише в тих, що офіційно затверджені світовими;

– безлімітні інвестиції банків у цінні папери, що відносяться до інвестиційного класу.

Доцільно зазначити і про збільшення граничного терміну здійснення розрахунків за експортно-імпортними операціями до 365 днів. Також збільшується ліміт на перекази за кордон без відкриття рахунку для фізичних осіб у 10 разів до суми 150 тис. грн / рік і ліміт на купівлю банківських металів фізичними та юридичними особами із 100 г до 150 тис. грн. / день.

За новими правилами також відбувається спрощення операцій за рахунками юридичних осіб-нерезидентів у банках України та процесу переміщення валютних цінностей через кордон.

Дорожня карта валютної лібералізації, розроблена НБУ, відображає перехід до режиму вільного руху капіталу в Україні. В її основу покладені такі цілі:

– стимулювання системи економічного зростання і продуктивності;

– забезпечення розвитку валютного ринку і фінансової системи з метою підтримки високого рівня економічного зростання;

– розширення можливостей фондування та інвестування резидентами з метою диверсифікації активів.

В процесі введення в дію нової системи валютного регулювання НБУ передбачається перехід від системи тотального валютного контролю за кожною із валютних операцій до системи валютного нагляду, яка побудована за

принципом, що свідчить про зосередження більшої уваги на великі ризики і меншої уваги – на менші ризики.

Однак, досягнення вищезазначених цілей, представлених у дорожній карті валютної лібералізації, можливе лише в тому випадку, коли досягнуто макроекономічної стабільності в Україні, а її гарантом слід вважати завершення програми фіскальної консолідації. Іншу проблему становить досягнення прямого зв'язку між зростанням ВВП і надходженнями до бюджету, як системним чинником фіскальної стійкості та рівноваги валютного ринку.

3.3. Пріоритетні напрями посилення координації фіскальної та валютно-курсової політики в контексті забезпечення макрофінансової стабільності в Україні

За останні дві декади Україна зазнала декількох серйозних макроекономічних потрясінь. Восени 1998 р. гостру фінансову кризу зумовив вихід нерезидентів з ринку ОВДП, що відбувся після девальвації російського рубля та паніки на фінансових ринках практично всіх сусідніх країн. Наслідком стала девальвація гривні майже вдвічі. Згодом ситуація повториться у 2008–2009 рр. та 2014–2016 рр., коли гривня зазнала значного знецінення, що негативно вплинуло на стан фінансової стабільності в країні.

З погляду рівноваги валютного ринку доречно розрізняти три різновиди економічної політики: макроекономічну, макропруденційну і мікропруденційну (Додаток З). Нижче нами спочатку охарактеризовано зв'язки між фіскальною і монетарною політикою, що становлять основу економічної політики, а згодом пропозиції для макро- та мікропруденційної політики. У загальних рисах особливості взаємодії фіскальної і монетарної політики охарактеризовано вище (розділ 2), але для отримання практичних рекомендацій необхідніші докладніші пояснення функціональних зв'язків та уточнюючі емпіричні результати.

Поліпшення сальдо бюджету поліпшує сальдо купівлі-продажу іноземної валюти і таким чином створює передумови для зміцнення грошової одиниці, зниження інфляції і процентної ставки, що сумарно повинно позначитися збільшенням доходу. В економіці зі значною заборгованістю зниження процентної ставки полегшує обслуговування державного боргу і таким чином сприяє поліпшенню сальдо бюджету.

В економіці зі залежністю від експорту-імпорту зміцнення грошової одиниці може створити певні ризики, адже ймовірно очікувати зменшення надходжень від імпортного мита та податків на прибуток експортерів. З іншого боку, багато залежить від здатності забезпечити зростання надходжень до бюджету в унісон зі зміцненням грошової одиниці, зниженням процентної ставки та збільшенням обсягів виробництва.

Важливо, що на нижчому рівні процентної ставки підсилюються можливості для монетарної політики як антициклічного регулятора. Навіть порівняно незначні зміни ставки рефінансування центрального банку здатні спричинити повернення ВВП та інфляції до рівноважного тренду. Окрім того, низька процентна ставка підвищує оцінки довгострокової стійкості фіскальної політики, а це знижує кошти довгострокових запозичень державного сектора.

Нижча процентна ставка означатиме менше стимулів для спекулятивних потоків капіталу, які зазвичай використовують значну різницю між внутрішньою і зовнішньою процентними ставками для отримання прибутку від короткочасних операцій з цінними паперами державного і приватного секторів. Зручним прикладом може бути ринок ОВДП, який неодноразово слугував інструментальним чинником фінансової кризи в Україні.

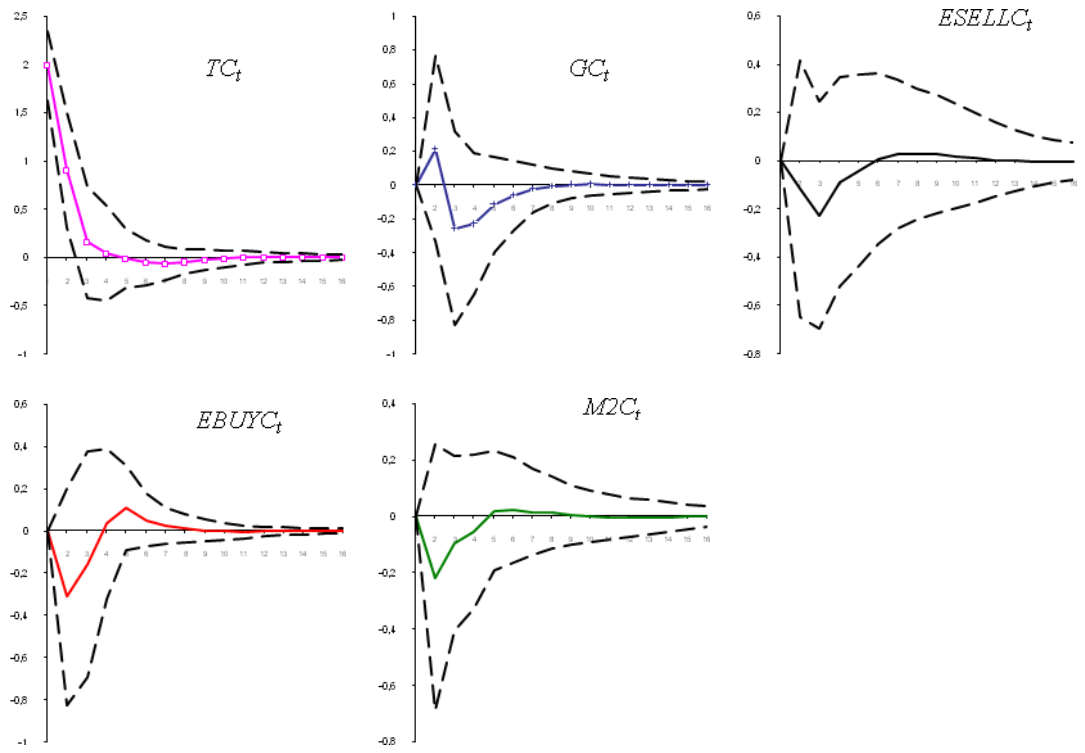
Під час надходження іноземного капіталу виникають побоювання щодо надто стрімкого зміцнення грошової одиниці, яке може перешкодити експортерам і спричинити надмірне зростання імпорту. Зазвичай центральний банк у таких ситуаціях стримує зміцнення грошової одиниці, але коштом надмірної пропозиції грошової маси. Така риса стає каталізатором кризових явищ під час відпливу капіталу, який може відбуватися під впливом будь-якої з

несприятливих подій: політична нестабільність, підвищення процентної ставки на світових ринках, побоювання щодо поширення регіонального «ефекту зараження» тощо. Надлишок грошової маси створює всі необхідні передумови для придбання іноземної валюти та стрімкої девальвації грошової одиниці.

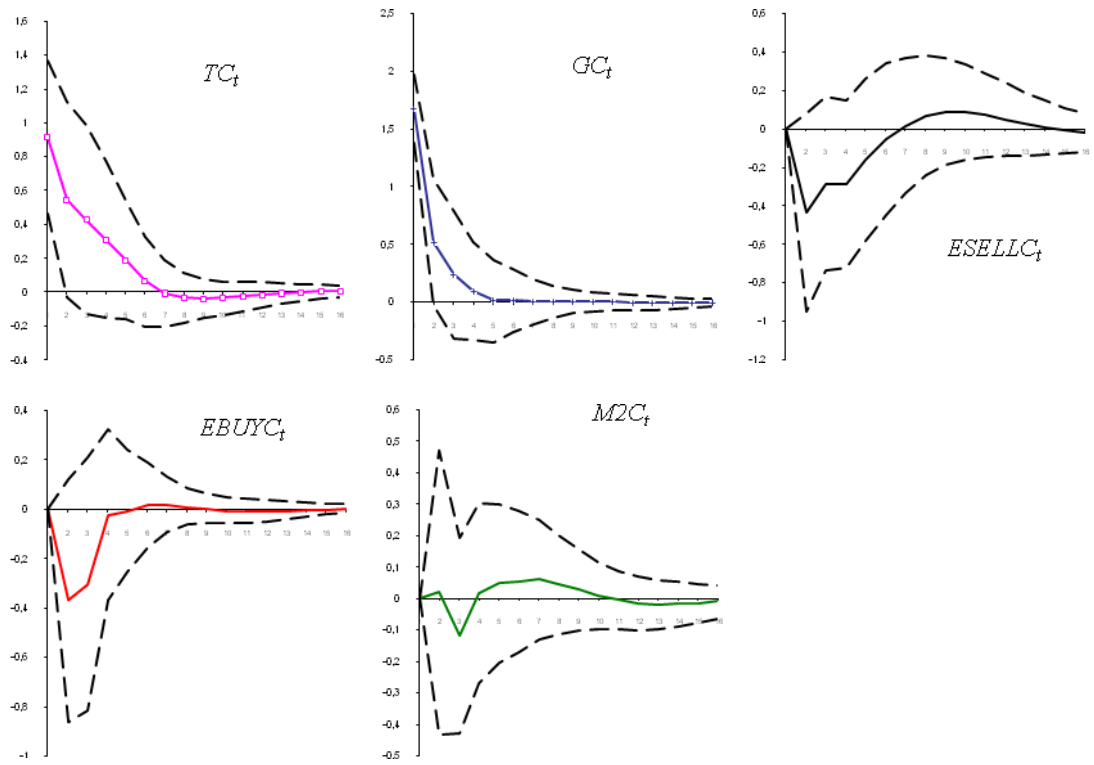
Ситуація погіршується, якщо на тлі девальвації грошової одиниці, підвищення процентної ставки та зменшення сукупного попиту виникають вимоги щодо «підтримки» реального сектора за допомогою додаткових урядових видатків. Наслідком стає виникнення інфляційної «спіралі», яка може упродовж досить тривалого часу перешкоджати досягненню фінансової стабілізації. Як це показано вище (розділ 2), зростаючі урядові видатки погіршують баланс попиту і пропозиції іноземної валюти, що підсилює тиск у бік девальвації грошової одиниці.

У доларизованій економіці певні труднощі може створювати «переліт» обмінного курсу вище або нижче деякого рівноважного значення, адже при появі відповідного тренду очікування подальшого знецінення (зміцнення) грошової одиниці стимулюватимуть зменшення чистого продажу (придбання) іноземної валюти. Відповідно надмірна амплітуда змін обмінного курсу вимагатиме корекції за допомогою монетарних інструментів, а це підвищить волатильність обмінного курсу та макроекономічної динаміки загалом, що зазвичай знижує рівноважний темп зростання ВВП. У підсумку знизяться надходження до бюджету. Як зазначено вище, під час зростання ВВП може зашкодити надмірний оптимізм населення, яке продаватиме іноземну валюту, що за таких умов матиме нижчу доходність як засіб акумуляції заощаджень.

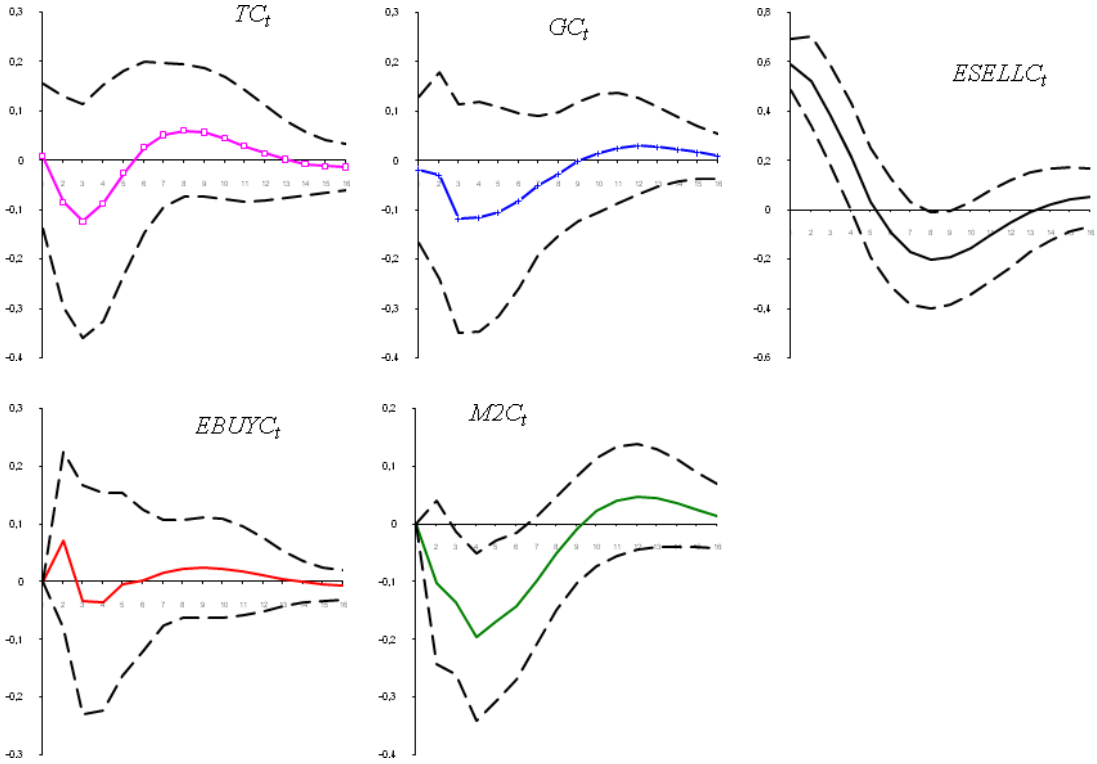
Для оцінки координації фіскальної та монетарної політики в контексті забезпечення стабільності вітчизняного валютного ринку доцільно розглянути відповідні функціональні залежності за допомогою аналізу взаємного впливу відхилень від рівноважного значення досліджуваних змінних. Оскільки такі показники стаціонарні, що цілком природно для відхилень від рівноважного тренду, необхідно використати модель VAR. Отримані імпульсні функції відображено на рис.3.9.



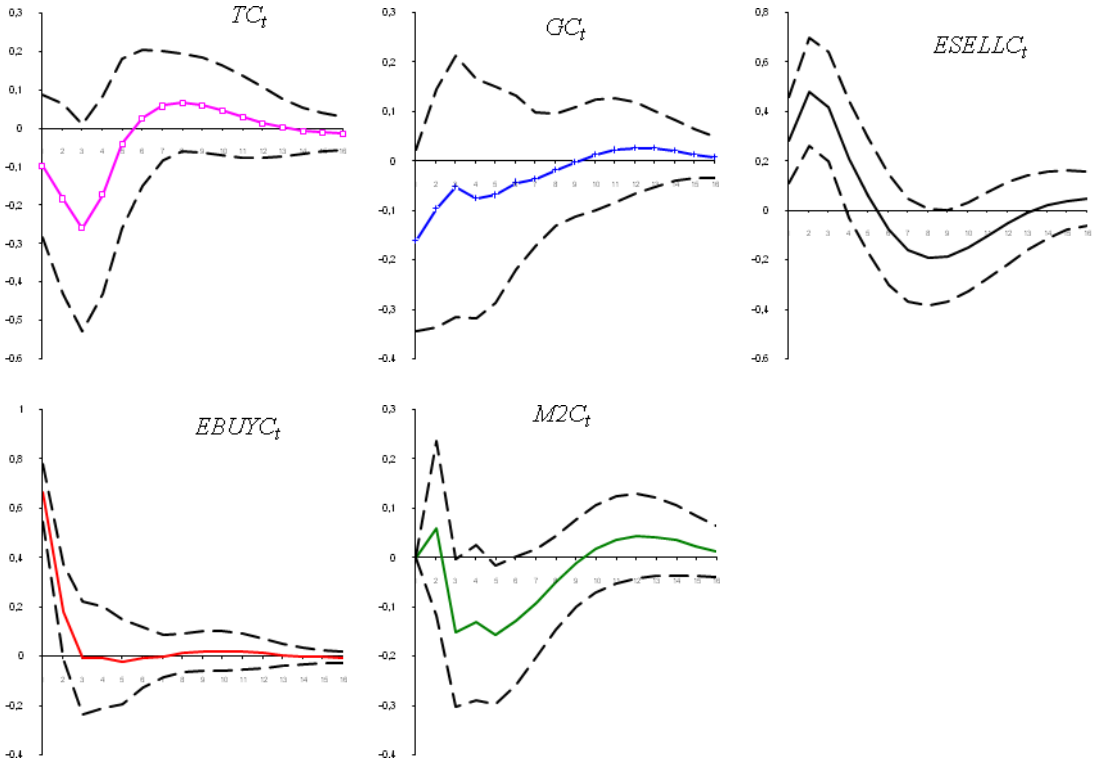
а) чинники надходжень до бюджету



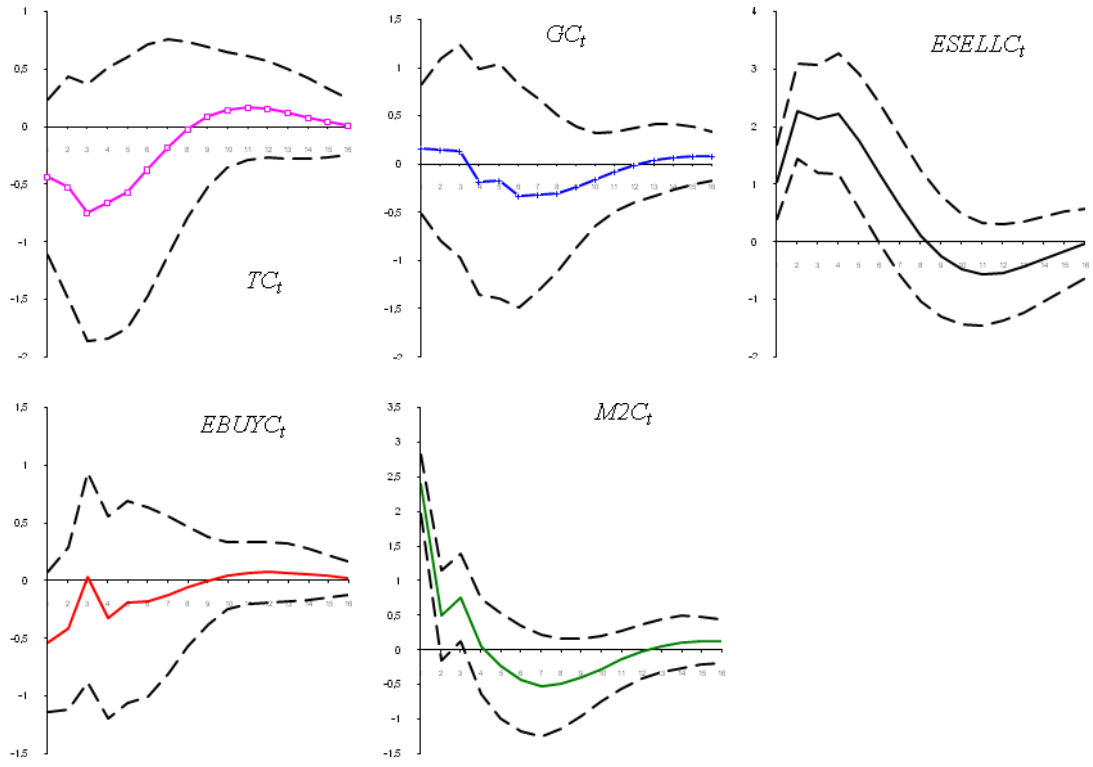
б) чинники урядових видатків



б) чинники продажу іноземної валюти населенням



г) чинники купівлі іноземної валюти населенням



д) чинники грошового «навісу»

Рис. 3.9. Оцінки функціональних залежностей для відхилень від рівноважного тренду (модель VAR)

Джерело: власні розрахунки автора

Оцінки VAR для відхилень від рівноважного тренду не заперечують оберненої залежності надходжень до бюджету від придбання іноземної валюти населенням, але такий зв'язок виглядає набагато слабше, ніж в оцінках VAR/VEC(частка $EBUYC_t$ у декомпозиції залишків TC_t лише 3%). Відповідний короткочасний імпульс надалі не коригується на довгострокову перспективу. Так само помітно деяке зростання надходжень до бюджету після експансійного шоку з боку урядових видатків. Але загалом надходження до бюджету в короткочасному аспекті, як це можна очікувати від даних у вигляді відхилень від рівноважного тренду, залежать лише від власної динаміки.

Урядові видатки потужно залежать від надходжень до бюджету, що відповідає зробленим вище оцінкам (розділ 2), а водночас простежується дуже

нетривалий обмежуючий ефект від продажу та придбання іноземної валюти населенням. Загалом попит і пропозиція іноземної валюти визначають 12% змін урядових видатків. Залежності від грошового «навісу» немає.

У циклічному контексті продаж іноземної валюти перестає залежати від надходжень до бюджету. Так само немає залежності від урядових видатків та купівлі іноземної валюти населенням. Подібно до оцінок VAR/VEC, грошовий «навіс» обмежує продаж валюти населенням (циклічна корекція триває понад рік), що можна пояснити побоюваннями щодо майбутньої девальвації гривні (вага $M2C_t$ у декомпозиції залишків $ESELL_t$ перевищує 10%). Тенденція до продажу іноземної валюти населенням коригується приблизно упродовж двох років.

Оцінки VAR не заперечують, що збільшення надходжень до бюджету обмежує попит на іноземну валюту (ефект триває близько року). Вага TC_t у декомпозиції залишків $EBUYC_t$ перевищує 10%, що трохи вище, ніж у VAR/VEC моделі II. На випадок збільшення урядових видатків можна сподіватися короткочасного (лише у поточному кварталі) зменшення попиту на іноземну валюту (щоправда, вага GC_t у декомпозиції залишків $EBUYC_t$ порівняно незначна). Залежність купівлі іноземної валюти від її продажу в часі нагадує відповідну залежність від власної динаміки для продажу іноземної валюти, а саме: короткочасне збільшення, що змінюється протилежним ефектом з лагом у 8-10 кварталів. Продаж іноземної валюти визначає понад 40% декомпозиції залишків $EBUYC_t$. Так само подібною є залежність від грошового «навісу», але з деяким запізненням. На відміну від продажу іноземної валюти населенням, попит на неї не відрізняється інерційністю (вага власної динаміки у декомпозиції залишків стає нижчою майже втричі).

Величину грошового «навісу» обмежують надходження до бюджету, тоді як залежності від урядових видатків практично немає. Доволі тривала в часі залежність від продажу іноземної валюти населенням поєднується з дуже короткочасним протилежним ефектом від збільшення урядових видатків. Подібно до оцінок VAR/VEC для рівнів, оцінки ендогенних змінних у

циклічному вигляді підтверджують вагомість отриманої залежності грошового «навісу» від продажу іноземної валюти населенням.

Отримані емпіричні оцінки не заперечують інтуїтивно очікуваної оберненої залежності між збільшенням урядових видатків та погіршенням балансу купівлі-продажу іноземної валюти населенням, але вказують на реалізацію такої причинності радше через зменшення продажу іноземної валюти населенням, ніж за допомогою зростання попиту на неї. Обернений зв'язок між збільшенням урядових видатків та купівлею іноземної валюти виглядає більше переконливо згідно оцінок 2SLSiVAR/VEC (без врахування грошового «навісу»).

Набагато переконливішим чинником валютного ринку виглядає збільшення надходжень до бюджету, але відповідний вплив теж здійснюється переважно через продаж іноземної валюти, хоча оцінки VARiVAR/VEC не виключають впливу через збільшення обсягів купівлі іноземної валюти населенням.

Таблиця 3.6

Декомпозиція залишків VAR взаємовпливу відхилень від тренду обсягів купівлі-продажу іноземної валюти населенням, надходжень до бюджету і урядових видатків та грошового «навісу», 2002–2018 рр.

Імпульс	Відгук на зміни	Горизонт прогнозу (квартали)				Імпульс	Відгук на зміни	Горизонт прогнозу (квартали)			
		4	8	12	16			4	8	12	16
Надходження до бюджету (TC_t)	TC_t	92	91	91	91	Продаж іноземної валюти населенням ($ESELL_t$)	TC_t	3	3	4	4
	G_t	3	3	3	3		G_t	3	4	4	4
	$ESELLC_t$	1	1	1	1		$ESELLC_t$	86	80	80	80
	$EBUYC_t$	2	3	3	3		$EBUYC_t$	1	1	1	1
	$M2C_t$	1	1	1	1		$M2C_t$	7	11	11	11

Продовження таблиці 3.6

Урядові видатки (GC_t)	TC_t	27	28	28	28	Купівля іноземної валюти населенням ($EBUY_t$)	TC_t	12	11	11	11
	G_t	61	60	60	59		G_t	4	4	4	4
	$ESELLC_t$	7	7	8	8		$ESELLC_t$	43	44	46	46
	$EBUYC_t$	5	4	4	4		$EBUYC_t$	38	34	32	32
	$M2C_t$	0	0	0	1		$M2C_t$	4	7	7	7
Грошовий «навіс» ($M2C_t$)	TC_t	6	6	6	6	-	-	-	-	-	-
	G_t	0	1	2	2	-	-	-	-	-	-
	$ESELLC_t$	65	67	67	67	-	-	-	-	-	-
	$EBUYC_t$	2	2	2	2	-	-	-	-	-	-
	$M2C_t$	27	23	23	23	-	-	-	-	-	-

Джерело: власне опрацювання

Слабший зв’язок між збільшенням урядових видатків та придбанням іноземної валюти, як це отримано згідно оцінок VAR/VEC, може пояснюватися підвищеною залежністю урядових видатків від надходжень до бюджету. В такому разі вплив урядових видатків так насправді може маскуватися відповідними ефектами від надходжень до бюджету. Наприклад, згідно отриманих оцінок збільшення надходжень до бюджету на 1% від ВВП збільшує урядові видатки на 0,5% від ВВП, а це зменшує купівлю іноземної валюти населенням на 0,2 млрд. доларів з лагом у рік (0,1 млрд. у поточному кварталі). За такої причинності урядові видатки як наслідок збільшення надходжень до бюджету стають нейтральними щодо купівлі іноземної валюти. Це означає, що покупці іноземної валюти не розрізняють двох різновидів фіскальної політики – надходжень до бюджету і урядових видатків. Водночас продавці іноземної валюти такий розподіл фіскальних шоків розрізняють. Звичайно, що зазначене припущення не заперечує іншого пояснення, коли підвищення податків збільшує попит на іноземну валюту.

Не виключено, що будь-яке несподіване збільшення податкових надходжень слугує підставою для негайного збільшення урядових видатків –

без альтернативи на зразок збільшення заощаджень державного сектора. Навпаки, в ситуації з недостатніми надходженнями до бюджету (наприклад, при погіршенні зовнішньоекономічної кон'юнктури) стає необхідним офіційний секвестр урядових видатків або неформальне скорочення урядових видатків, яке зазвичай виглядає як недофінансування видаткової частини бюджету.

Випереджуючий характер урядових видатків мав би означати підпорядкування податкових надходжень та інших джерел надходжень до бюджету (наприклад, від приватизації) визначеним пріоритетам у рівні та структурі урядових видатків. Прикладом може бути політика останніх років у сусідній Польщі, коли задекларoване значне збільшення видатків на соціальні цілі потягнуло за собою «ущільнення» податку на додану вартість та інші заходи щодо збільшення податкових надходжень. В Україні такого радше немає. Така особливість лише підсилює важливість макропропруденційних заходів.

У рамках вирішення макропруденційних завдань, виникає взаємодія з іншими видами економічної політики України. Незважаючи на відмінність цілей, така взаємодія повинна відбуватися злагоджено. На прикладі усіх фінансових криз в Україні помітно недосконалість макропруденційної політики.

Аналіз дозволив виділити такі особливості макропруденційної політики в Україні [89]:

– протягом певного періоду часу дії НБУ яскраво відображали досягнення макропруденційних завдань, хоча на той час макропруденційна політика не була офіційно підтвердженою;

– процес переходу на стандарти Базель III, за якими передбачаються контрциклічні вимоги до банківського капіталу, був дуже розтягнутим у часі і досить повільним;

– ключовим із інструментів за стандартами Базель III, з позиції НБУ виступає коефіцієнт покриття ліквідністю, який націлений на підвищення стійкості банківського сектору до неочікуваних шоків ліквідності;

– виходячи із позиції НБУ, реалізація повноцінної макропруденційної політики повинна відбутися вже у 2019–2020 рр.

Макропруденційна політика покликана підтримувати належний стан фінансової системи та протистояти ризикам, що виникають та діють у фінансовому секторі. Однак, все ж таки, її можливості щодо нейтралізації системних ризиків видаються недостатніми. Причин декілька.

Так, згідно розробленої НБУ «Стратегії макропруденційної політики», макропруденційна політика «не здатна повністю усувати системні ризики, але може не допустити їх надмірного накопичення та знизити ймовірність реалізації» [152]. Отже, макропруденційна політика лише збільшує рівень стійкості економіки та сприяє зниженню волатильності ВВП. Однак, на противагу цьому, знижується доступність до кредитних ресурсів як в населення, так і у представників бізнесу.

Виходячи із основних положень розробленої НБУ «Стратегії макропруденційної політики», слід наголосити на тому, що кінцевою ціллю виступає забезпечення фінансової стабільності за рахунок збільшення рівня стійкості фінансової системи і недопущення нагромадження системних ризиків. Реалізація цієї основної стратегічної цілі виконується лише в тому випадку, коли досягнуто проміжні цілі (Додаток Є). Взаємодія макропруденційної політики із фіскальною, монетарною й мікропруденційною зображено на рис.3.10.

Як відомо, основним суб’єктом проведення макропруденційної політики в Україні виступає НБУ. Окрім того, макропруденційну політику у межах повноважень НБУ координує Комітет з фінансової стабільності. Цей комітет очолює Голова НБУ. Серед основних завдань, які знаходяться в компетенції Комітету з фінансової стабільності виступає встановлення системних ризиків, способів їх усунення, а також розроблення рекомендацій щодо застосування

макропруденційних інструментів і координації дій між підрозділами НБУ у сфері забезпечення стабільності фінансового сектору.

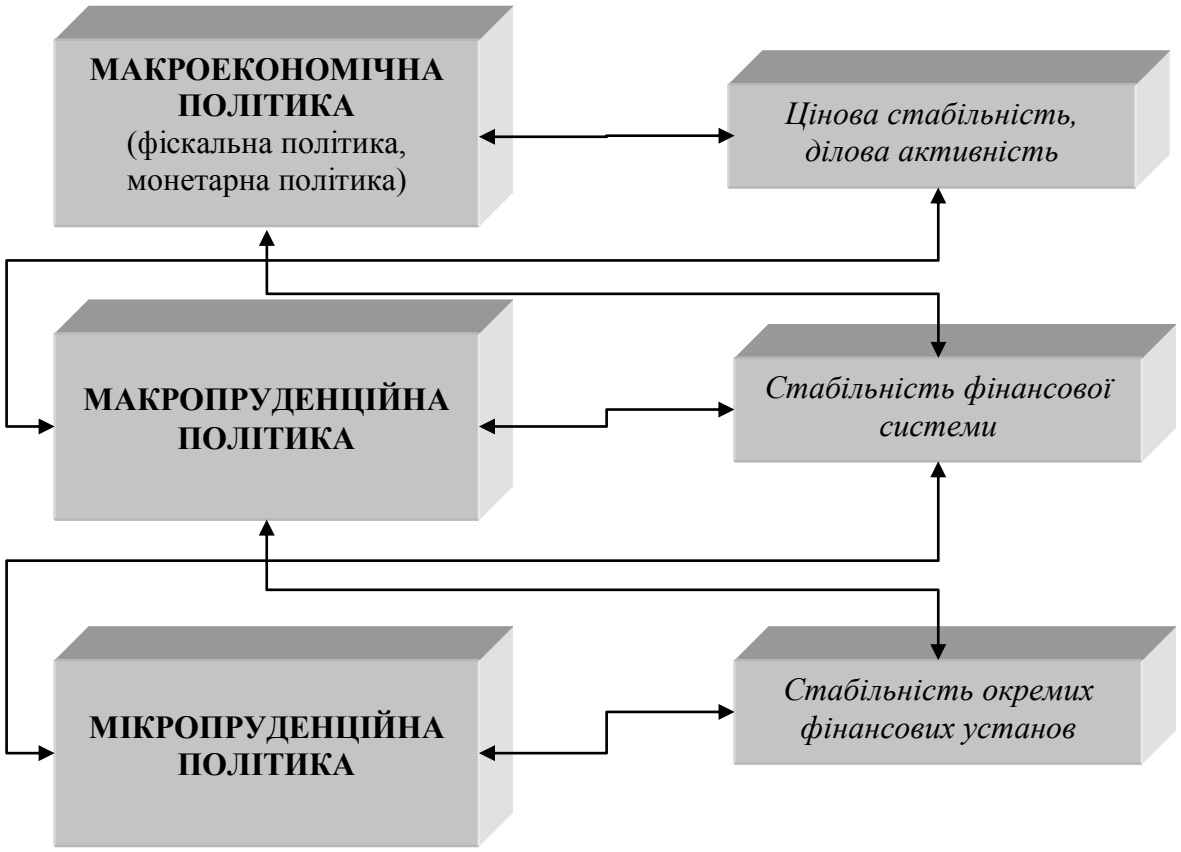


Рис. 3.10. Взаємодія макропруденційної політики із іншими видами економічної політики

Джерело: побудовано автором

Відповідно до Рішення Ради Національного банку України “Про Стратегію монетарної політики Національного банку України” [132], монетарний режим інфляційного таргетування дозволяє зменшити рівень інфляції до мінімуму та стабілізувати її. Як наслідок, формуються бажані умови забезпечення макроекономічної стабільності в Україні. Поряд з тим, відбувається створення сприятливого середовища для забезпечення фінансової стабільності і відповідно підвищується рівень економічного зростання держави, знижуються процентні ставки і рівень безробіття та зростає рівень інвестиційної привабливості.

Згідно Стратегії монетарної політики НБУ, на сьогодні НБУ лише реалізується перший етап режиму інфляційного таргетування. При чому особливістю його реалізації виступає проходження процесу дезінфляції, основна суть якого полягає у поступовому зниженні рівня інфляції до оптимального цільового значення. В кінцевому результаті, зусилля спрямовуються на підвищення інституційної спроможності досягати інфляційні цілі і створюються бажані умови для ефективного функціонування режиму інфляційного таргетування.

В контексті зазначеного вище, передбачено виконання таких завдань:

– в рамках режиму інфляційного таргетування досягти бажаного рівня цінової стабільності за рахунок сприяння цілям НБУ з боку уряду;

– удосконалити монетарну політику та монетарний інструментарій;

– удосконалити систему прийняття управлінських рішень щодо реалізації цілей монетарної політики;

– покращити діяльність фінансових ринків, а також удосконалити інструментарій післякризового відновлення функціонування банківської системи;

– забезпечити прозорість здійснення монетарної політики в рамках відображення цієї діяльності у комунікаціях із суспільством.

Тут доцільно відмітити, що сама суть монетарного режиму інфляційного таргетування визначається у публічному оголошенні кількісних цілей стосовно зниження рівня інфляції і представленні зобов’язань НБУ досягати ці цілі в середньостроковий період.

В рамках реалізації монетарного режиму інфляційного таргетування в Україні ключовим інструментом виступає процентна (облікова) ставка. Управлінські рішення щодо зміни процентної (облікової) ставки приймаються на основі прогнозу рівня інфляції завдяки проведенню поглибленого аналізу і здійсненню процесів прогнозування рівня розвитку держави з позиції макроекономічного, монетарного і фінансового боку. В контексті проведення

таких дій НБУ щодо зміни процентної (облікової) ставки спостерігається вплив на рівень інфляції, а також на ВВП.

З метою регулювання ліквідності банківської системи НБУ окрім облікової ставки застосовуються і інші інструменти, а саме тендери рефінансування і тендери з розміщення депозитних сертифікатів та інструменти обов'язкового резервування [132].

Разом з тим, ключовою особливістю монетарного режиму інфляційного тергетування виступає те, що НБУ притримується режиму плаваючого валютного курсу. При цьому, використовуються валютні інтервенції, які сприятимуть примноженню суми міжнародних резервів, попередженню негативних тенденцій коливання обмінного курсу гривні, а також підтримці трансмісії процентної ставки.

Поділяючи позицію Т.П. Богдан [21] з метою досягнення та підтримання належного стану фінансової системи України, і тим самим, підтримання макрофінансової стабільності, доцільно покращити інвестиційний клімат України. Такі дії дозволять примножити масштаби надходження прямих іноземних інвестицій, адже це один із основних джерел зовнішнього фінансування державного бюджету. Для цього потрібно буде спростити систему оподаткування в України, реалізовувати заходи боротьби із корупцією, проводити заходи захисту від демонополізації економіки тощо. Наступним напрямком підтримання макроекономічної стабільності виступатиме здійснення ряду реформ фінансового сектору, зокрема банківської системи. Також забезпеченню макроекономічної стабільності сприятиме призупинення відтоку капіталу за кордон і повернення вже виведеного за кордон капіталу.

Щодо розвитку ринку ОВДП в Україні, то опираючись на результати дослідження [22], необхідно проводити регулярний випуск стандартизованих державних облігацій, які сприяли б забезпеченню високого рівня ліквідності ринку ОВДП. Поряд з тим, залучення до ринку ОВДП фізичних осіб також сприятиме розвитку цього ринку.

Поділяючи думки авторів «Нового економічного курсу України» [111] необхідно відмітити, що досягненню макрофінансової стабільності в Україні сприятиме виконання ряду рекомендацій, зокрема:

– оптимізація структури державного боргу у розрізі валют, термінів погашення та відсоткових ставок, а також зниження ризиків, що виникають внаслідок рефінансування боргу – це дозволить знизити рівень нестійкості фінансової позиції уряду;

– збереження активної фази співробітництва із МВФ, зниження обсягів зовнішньоборгового навантаження та зміцнення активної участі України у системі міжнародних валютно-кредитних відносин;

– збільшення частки гривневих запозичень при розміщення ОВДП, що дозволить знизити частку валютних запозичень та залежність державних фінансів від поведінки обмінного курсу;

– постійний моніторинг та вдосконалення системи управління ризиками довгострокової платоспроможності держави і ризиками державного боргу;

– утримання помірного боргового навантаження на економіку і державні фінанси України, що дозволить підвищити можливості використання урядом фіскальних важелів.

Для здійснення комплексного управляння за державним боргом Урядом України було ухвалено Середньострокову стратегію управління державним боргом [143]. В основу даної стратегії закладено такі цілі:

– погашення державного боргу за спеціально розробленим графіком;

– розроблення та впровадження програми довгострокового пільгового фінансування;

– збільшення питомої ваги державного боргу у національній валюті;

– розширення та зміцнення взаємовідносин з інвесторами.

В контексті досягнення вищезазначеного, передбачається:

– покращити кон’юнктуру та стан внутрішнього ринку України;

– збільшити обсяги випуску ОЗДП у національній валюті, доларах США та євро, що дозволить частково реструктуризувати зовнішній державний борг України;

– збільшити кількість зовнішніх інвесторів і покращити доступність ринків ОЗДП;

– покращити співпрацю із міжнародними фінансовими організаціями і урядами інших держав стосовно надання пільгового фінансування.

У рамках координації монетарної та фіскальної політики взаємодія забезпечується лише тоді, коли виконуються усі умови дотримання принципу незалежності НБУ. Своєю чергою, НБУ зобов'язується уникати різного роду форм фіскального домінування, зокрема як прямої, так і непрямої підтримки бюджетних видатків. Також, серед основних напрямків, на які буде націлена взаємодія монетарної та фіскальної політики слід назвати:

– формування макроекономічних умов для забезпечення низького і стабільного рівня інфляції;

– покращення стану розвитку грошово-кредитного ринку у сфері випуску внутрішніх зобов'язань і здійснення бюджетних видатків;

– забезпечення стійкості фінансової системи України.

Схематична інтепретація концептуальних складових координації фіскальної та валютно-курсової політики в контексті забезпечення макрофінансової стабільності в Україні представлено у Додатку Е.

Поділяючи думки експертів, доцільно зауважити, що основний принцип координації фіскальної та монетарної політики націлений на взаємоузгоджену підтримку активних станів внутрішньої та зовнішньої рівноваги. Так, підтримання внутрішньої рівноваги передбачає досягнення оптимальної динаміки темпів економічного зростання та інфляції. Водночас забезпечення зовнішньої рівноваги вимагає досягнення рівноваги платіжного балансу і утримання постійного такого стану.

Ще однією із проблем, що лежить на шляху забезпечення стабільності валютного ринку в Україні є проблема стабілізації національної грошової

одиниці. Враховуючи позиції експертів, що досліджують дану проблематику, доцільно запропонувати такі рекомендації щодо забезпечення стабілізації національної грошової одиниці України:

1) врахування динаміки обмінного курсу при визначенні облікової ставки НБУ,

2) подолання надмірного заниження обмінного курсу гривні, яке станом на осінь 2019 р. сягає щонайменше 70-80% (за різними оцінками),

3) відмова від визначення щорічного орієнтира обмінного курсу при прийнятті державного бюджету на наступний рік.

Враховуючи вагомий вплив фіскальної політики на рівновагу валютного ринку, ефективна монетарна політика НБУ неможлива без досягнення збалансованого бюджету, що повинно стати кінцевою метою фіскальної консолідації. Водночас дезорієнтуючими виглядають щорічні орієнтири обмінного курсу під час прийняття Державного бюджету, які провокують хибні очікування учасників валютного ринку.

Врозрізі вищезазначеного, на рис.3.11 сформовано напрями фіскальної консолідації в розрізі податкової, бюджетної, боргової політики у поєднанні із заходами фіскально-монетарної координації.

Наслідком фіскальної консолідації має стати зменшення глибини проблем з обслуговуванням державного боргу і циклічним спадом виробництва в Україні, що сприятиме динамічному розвитку національної економіки та консолідації макрофінансової стабілізації загалом.

Таким чином, на основі вище проведених досліджень, та враховуючи позиції вітчизняних експертів у сфері координації фіскальної та монетарної політики, слід наголосити, що впровадження політики помірної фіскальної консолідації має передбачати оптимізацію обсягів і структури державних видатків з одночасною акумуляцією податкових надходжень та зменшенням боргового навантаження, як основних чинників забезпечення довгострокової макрофінансової стабільності та стабілізації валютного ринку зокрема.

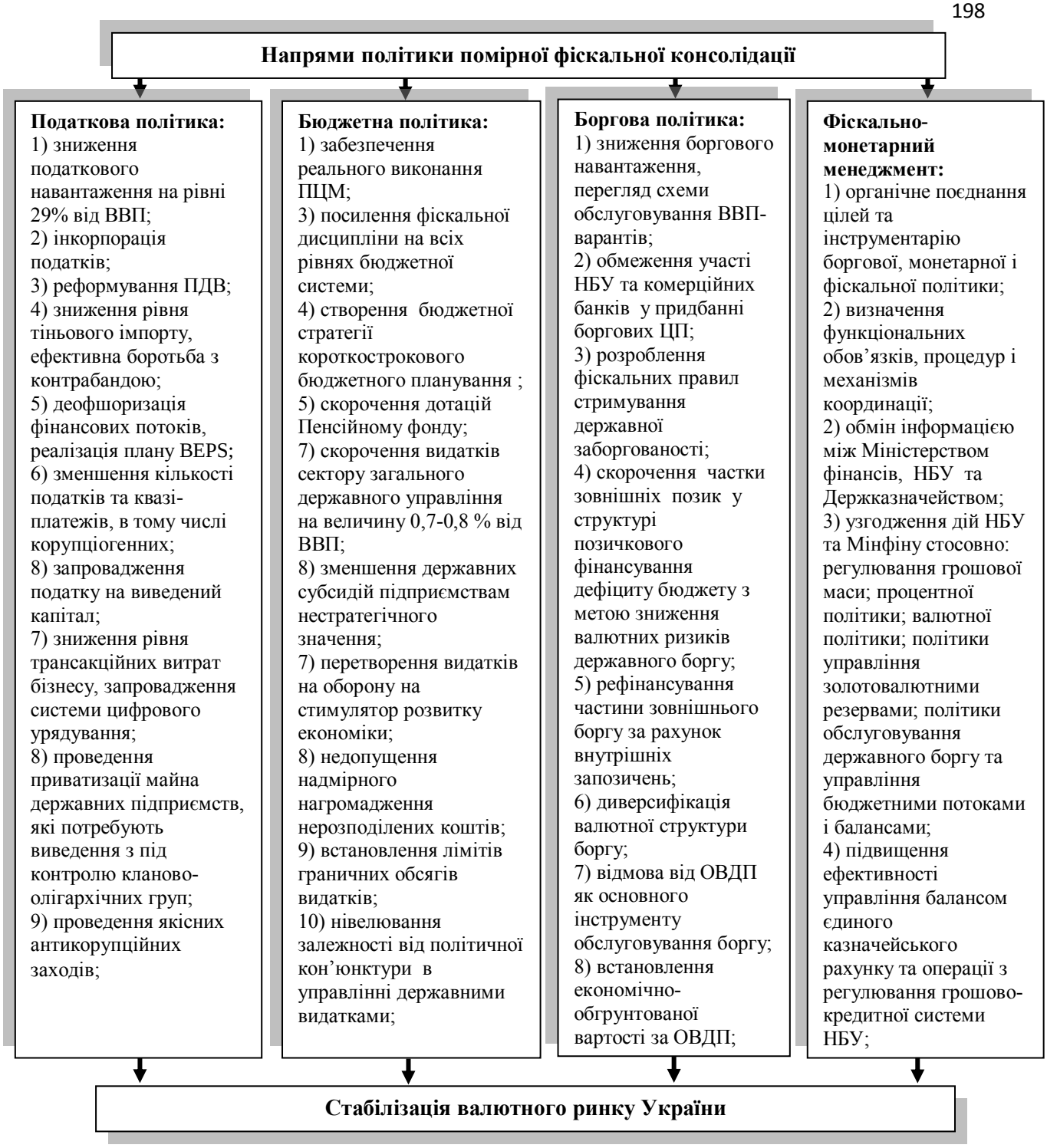


Рис. 3.11. Рекомендації щодо впровадження політики помірної фіскальної консолідації для забезпечення макрофінансової та валютно-курсової стабілізації України

Джерело: запропоновано автором

Підсумовуючи вище сказане, варто зазначити, що успішність фіскальної консолідації залежить від групи факторів [201]:

1. структура та терміни консолідації. досвід показує , що зменшення державних видатків позитивно впливає на ймовірний успіх фіскальної консолідації, в той же час, консолідація, за рахунок підвищення податків є менш успішною. Доцільним напрямком скорочення державних видатків є зниження зарплат державним службовцям та регулювання у сфері державного управління. Ефективність політики реалізується у довгостроковому періоді, однак, якщо у перші роки не досягнуто хоча б якогось успіху, швидше за все впровадження фіскальної консолідації було малоефективним;

2. політичні й інституційні фактори. На думку експертів впровадження фіскальної консолідації більш успішне у країнах з однопартійними, а не коаліційними урядами. Ефективність бюджетно-податкової консолідації підвищується з одночасним проведенням структурних реформ;

3. раціональність очікувань економічних агентів щодо наслідків фіскальної консолідації спричиняє позитивний вплив;

4. монетарні фактори. Успішним епізодам фіскальної консолідації переважно передує девальвація національної валюти. Супроводжуючим процесом консолідаційних заходів виступає дефляція, опосередкована фіксацією режиму валютного курсу та зниження процентних ставок.

Висновки до розділу 3

Проведене дослідження показало, що фіскальна політика відіграє важливе значення не лише як компонент сукупного попиту – як безпосередньо, так і через вплив на приватне споживання та інвестиції, але й дієвий чинник рівноваги валютного ринку, що визначає динаміку валютного курсу. Не менш важливими є функціональні механізми державного боргу, що у відкритій економіці здатні створити нестабільність потоків капіталу, яка зазвичай стає однією з передумов для фінансової кризи. У короткочасному періоді

надходження від іноземних інвесторів здатні зміцнити грошову одиницю і зменшити гостроту проблеми обслуговування державного боргу, але проблеми зазвичай виникають на довгострокову перспективу.

Основні висновки можна узагальнити так:

1. Акумуляція державного боргу в Україні виступає важливим чинником валютного ризику, що провокує кризові явища і створює перешкоди для економічного зростання. Зокрема, на найближчі роки перешкоджатимуть виплати за ВВП-варантами (після реструктуризації зовнішнього державного боргу в 2015 р.), які передбачають прогресію виплат за при зростанні річного приросту ВВП.

2. Для підвищення ефективності державної боргової політики доцільно передбачити поступове скорочення обсягу державного й гарантованого державою боргу до 60% ВВП, збалансування його структури за видами валют, зниження вартості зовнішніх запозичень, покращення умов співробітництва з міжнародними фінансовими організаціями, зростання частки гривневих зобов'язань у структурі державного боргу до рівня 50% та активізація внутрішнього ринку державних цінних паперів; поліпшення координації цілей та інструментарію боргової, монетарної й фіскальної політики, взаємодії між Держказначейством, Міністерством фінансів й Національного банку.

3. Збільшення надходжень до бюджету здатне полегшити обслуговування державного боргу не лише безпосередньо – через акумуляцію відповідних коштів, але й опосередковано – за допомогою зміцнення грошової одиниці. Задля підвищення ефективності податкової політики як чинника забезпечення валютно-курсової стабільності України доречно: а) знизити ставки податків на прибуток підприємств та відповідної бази оподаткування (з одночасним проведенням якісних антикорупційних заходів); б) знизити рівень податкового навантаження до 29% від ВВП; в) відмовитися від квазі податків та податків, що неефективні з погляду адміністрування, а також від пільг для вітчизняних корпоративних структур інкорпорованих за кордоном. Важливими повинні

стати реалізація плану BEPS та підвищення ефективності боротьби з контрабандою.

4. Для реалізації цілей фіскальної політики необхідно продовжити заходи фіскальної консолідації, передусім за рахунок скорочення видатків: а) сектору загального державного управління на величину еквівалентну 0,7-0,8 % ВВП; б) на державне споживання (зі зменшенням державних субсидій підприємствам нестратегічного значення); в) видатків на державне управління; г) для дотацій Пенсійному фонду. Інші заходи передбачають:

– забезпечення програмної класифікації видатків на основі сформованих місій міністерств, переліку цілей та завдань (зі запровадженням строгої звітності;

– впровадження середньострокового бюджетного планування на засадах ПЦМ, що передбачало б затвердження стратегічних планів діяльності міністерств;

– надання бюджетній політиці стратегічного характеру на основі посилення фіскальної дисципліни на всіх рівнях бюджетної системи;

– нівелювання залежності від політичної кон’юнктури та «ручного» управління державними видатками;

– створення програми бюджетної стратегії на основі Закону України «Про стратегічне планування», що мала б чітко визначити макропараметри фіскальних агрегатів і граничних обсягів дефіциту (профіциту) державного бюджету, обсягів державного боргу і надання державних гарантій, державних капітальних вкладень, тощо;

– перетворення видатків на оборону на стимулятор розвитку національної економіки на засадах впровадження ринкових принципів розподілу оборонних видатків в межах внутрішнього ринку.

5. Досягнення цілей валютної лібералізації можливе лише тоді, коли досягнуто макроекономічної стабільності в Україні, а її гарантом слід вважати завершення програми фіскальної консолідації. Іншу проблему становить

досягнення прямого зв'язку між зростанням ВВП і надходженнями до бюджету, як системним чинником фіскальної стійкості та рівноваги валютного ринку.

6. Емпіричні оцінки VAR для даних у вигляді відхилень від рівноважного тренду виявили такі результати:

– підтверджено обернену залежність надходжень до бюджету від придбання іноземної валюти населенням, але такий зв'язок виглядає набагато слабше, ніж в оцінках VAR/VEC;

– урядові видатки потужно залежать від надходжень до бюджету, що відповідає зробленим вище оцінкам (розділ 2). Загалом попит і пропозиція іноземної валюти визначають 12% змін урядових видатків. Залежності від грошового «навісу» немає;

– у циклічному контексті продаж іноземної валюти перестає залежати від надходжень до бюджету. Так само немає залежності від урядових видатків та купівлі іноземної валюти населенням;

– оцінки VAR не заперечують, що збільшення надходжень до бюджету обмежує попит на іноземну валюту (ефект триває близько року);

– на випадок збільшення урядових видатків можна сподіватися короткочасного зменшення попиту на іноземну валюту

Величину грошового «навісу» обмежують надходження до бюджету, тоді як залежності від урядових видатків практично немає.

Отримані емпіричні оцінки не заперечують інтуїтивно очікуваної оберненої залежності між збільшенням урядових видатків та погіршенням балансу купівлі-продажу іноземної валюти населенням, але вказують на реалізацію такої причинності радше через зменшення продажу іноземної валюти населенням, ніж за допомогою зростання попиту на неї Обернений зв'язок між збільшенням урядових видатків та купівлею іноземної валюти виглядає більш переконливо згідно оцінок 2SLSiVAR/VEC (без врахування грошового «навісу»).

7.Задля стабілізації національної грошової одиниці України доцільно: а) враховувати динаміку обмінного курсу при визначенні облікової ставки

НБУ, б) подолати надмірне заниження обмінного курсу гривні, яке станом на осінь 2019 р. сягає щонайменше 70-80% (за різними оцінками), в) відмовитися від практики визначення щорічного орієнтира обмінного курсу при прийнятті державного бюджету. Враховуючи вагомий вплив фіскальної політики на рівновагу валютного ринку, ефективна монетарна політика НБУ неможлива без досягнення збалансованого бюджету, що повинно стати кінцевою метою фіскальної консолідації.

Основні положення розділу викладено у працях [78; 79; 87].

ВИСНОВКИ

У дисертації запропоновано нове вирішення наукового завдання щодо теоретико-аналітичного й економіко-математичного обґрунтування впливу фіскальної політики на стабільність валютного ринку України та розроблено практичних рекомендацій щодо заходів стабілізації вітчизняного валютного ринку з урахуванням змін у динаміці основних фіскальних важелів таких як державні доходи, державні видатки та державний борг в умовах необхідності досягнення макрофінансової й валютно-курсової стабільності національної економіки.

За результатами проведеного дослідження зроблено наступні висновки:

1. З’ясовано, що за економічним змістом валютний ринок – це сектор грошового ринку, де врівноважується попит і пропозиція на такий специфічний товар як валюта. Об’єктом купівлі-продажу є валютні цінності, а суб’єктами ринку – будь-які економічні агенти та посередники. Хоча стабільність валютного ринку визначається співвідношенням між попитом і пропозицією, у дисертації виокремлено чотири групи факторів та визначено чинники, які впливають на кон’юнктуру валютного ринку. Запропоновано авторське визначення поняття «стабілізація валютного ринку», під якою розуміється система заходів збереження стійкого стану (стійкої позиції) та сталого розвитку кон'юнктури валютного ринку у міжнародній та національній валютній системі з метою запобігання надмірній волатильності та мінімізації впливу руйнівних ефектів задля налагодження функціонування його ключових елементів, високого рівня ефективності функціонування (діяльності) його учасників та суб’єктів у поточному періоді і у перспективі.

2. Визначено, що фіскальна політика є вагомою складовою комплексу стратегічних заходів фінансової політики держави у забезпеченні довгострокової валютно-курсової та макрофінансової стабільності. Встановлено, що вплив фіскальної політики на кон’юнктуру валютного ринку здійснюється не безпосередньо, а опосередковано через систему чинників таких

як: внутрішній валовий дохід, грошова маса, процентна ставка, рівень цін та режим курсоутворення. З'ясовано, що рестрикційна фіскальна політика за умов плаваючого обмінного курсу з врахуванням залежності сукупної пропозиції від реального обмінного курсу при обмеженій мобільності капіталу матиме такі наслідки: зниження РОК; зниження процентної ставки; рівень валового внутрішнього доходу може залишатись незмінним або зрости (залежно від амплітуди збільшення сукупної пропозиції), що, зі свого боку, впливатиме на валютний ринок. Вплив експансійної фіскальної політики з урахуванням залежності сукупної пропозиції від РОК при обмеженій мобільності капіталу (плаваючий обмінний курс) – матиме протилежні наслідки.

3. Розроблено схему й обґрунтовано причинно-наслідкові зв'язки між важелями фіскальної політики та кон'юнктурою валютного ринку, з допомогою базових теоретичних моделей фіскально-монетарної взаємодії , що надало можливість визначити вплив державних доходів і видатків, дефіциту бюджету та державного боргу на попит і пропозицію іноземної валюти й валютні резерви.

4. Встановлено, що фективність взаємодії фіскальної та монетарної політики у забезпеченні стабільності валютного ринку має ґрунтуватись на координації фіскальної, монетарної та боргової складових й передбачати поєднання цілей та інструментарію боргової, монетарної і фіскальної політики з визначенням, процедур і механізмів координації, а також –узгодженість дій між урядом та центральним банком щодо регулювання: грошової маси; відсоткової й валютно-курсової політик, політики управління валютними резервами, політики запозичень і обслуговування державного боргу.

5. Проведено аналіз тенденцій валютного ринку України та основних показників фіскальної політики на основі якого з'ясовано що хоча вітчизняний валютний ринок є сформованим, але, з огляду на високий рівень доларизації, неефективну бюджетно-податкову і боргову політику – забезпечення його стабільності потребує врахування широкого спектру факторів, в розрізі

основних показників фіскальної та монетарної політики в системі управління державними фінансами.

6. Зясовано, що збільшення обсягів державних видатків зумовлене зростанням величини державних запозичень, а розмір державного боргу спричинений не дефіцитом бюджету, а зростанням обсягів виплат за борговими зобов'язаннями, що у свою чергу дестабілізує ситуацію на валютному ринку. Встановлено, що надмірна, дохідність гривневих ОВДП посилює борговий тиск на державний бюджет і значною мірою є наслідком підвищення відсоткових ставок за депозитними сертифікатами НБУ, перетворюючи банківський сектор на пасивного інвестора національної економіки. Значний обсяг видатків бюджету на обслуговування боргу зменшує можливості фінансування соціально-економічних потреб країни, що в багатьох випадках призводить до зниження якості соціального капіталу та зменшення доступності суспільних послуг для широких верств населення.

7. Доведено на основі економіко-математичного моделювання, що надмірне збільшення державних видатків стимулює довгостроковий попит на іноземну валюту та обмежує її продаж населенням. Натомість збільшення надходжень до бюджету стимулює продаж іноземної валюти, що можна пояснити як потребою виконання податкових зобов'язань, так і підвищенням довіри до економіки. Проведене дослідження підтверджує, що економічно необґрунтоване зростання видатків бюджету, в тому числі через неефективну боргову політику, не може виступати чинником макрофінансової стабілізації та стабілізації валютного ринку зокрема, оскільки не лише стимулює попит на іноземну валюту, але й зменшує валютні резерви, що послаблює гарантії фінансової стабільності держави. З-поміж інших емпіричних результатів встановлено, що придбання іноземної валюти істотно залежить від обсягів її продажу в обох аспектах – коротко- і довгостроковому, а зменшення попиту на іноземну валюту внаслідок девальвації гривні або надходжень від працюючих за кордоном має виразний довгостроковий характер.

8. У процесі дослідження виявлено, що акумуляція державного боргу в Україні виступає важливим чинником валютного ризику, що провокує кризові явища і створює перешкоди для економічного зростання. З'ясовано, на найближчі роки перешкоджатимуть виплати за ВВП-варантами (після реструктуризації зовнішнього державного боргу в 2015 р.), які передбачають прогресію виплат при зростанні річного приросту ВВП. Для підвищення ефективності державної боргової політики рекомендовано передбачити поступове скорочення обсягу державного й гарантованого державою боргу до 60% ВВП, збалансування його структури за видами валют, зниження вартості зовнішніх запозичень та покращення умов співробітництва з міжнародними фінансовими організаціями, а також зростання частки гривневих зобов'язань у структурі державного боргу до рівня 50% та активізації внутрішнього ринку державних цінних паперів; поліпшення координації цілей та інструментарію боргової, монетарної й фіскальної політики, взаємодії між Держказначейством, Міністерством фінансів й Національного банку.

9. Отримані результати засвідчили, що для реалізації цілей фіскальної політики необхідно продовжити заходи фіскальної консолідації, передусім за рахунок: забезпечення програмної класифікації видатків на основі сформованих місій міністерств, переліку цілей та завдань (зі запровадженням строгої звітності; впровадження середньострокового бюджетного планування на засадах ПЦМ, що передбачало б затвердження стратегічних планів діяльності міністерств; надання бюджетній політиці стратегічного характеру на основі посилення фіскальної дисципліни на всіх рівнях бюджетної системи; нівелювання залежності від політичної кон'юнктури та «ручного» управління державними видатками; створення програми бюджетної стратегії на основі Закону України «Про стратегічне планування», що мала б чітко визначити макропараметри фіскальних агрегатів і граничних обсягів дефіциту (профіциту) державного бюджету, обсягів державного боргу і надання державних гарантій, державних капітальних вкладень; перетворення видатків на оборону на стимулятор розвитку національної економіки на засадах впровадження

ринкових принципів розподілу оборонних видатків в межах внутрішнього ринку.

10. Задля стабілізації національної грошової одиниці України запропоновано: враховувати динаміку обмінного курсу при визначенні облікової ставки НБУ; подолати надмірне заниження обмінного курсу гривні, яке станом на осінь 2019 р. сягає щонайменше 70-80% (за різними оцінками); відмовитися від практики визначення щорічного орієнтира обмінного курсу при прийнятті державного бюджету. Враховуючи вагомий вплив фіскальної політики на стабільність валютного ринку.

Отримані наукові результати, рекомендації та пропозиції щодо підвищення ефективності державної фіскальної політики сприятимуть стабілізації валютного ринку України.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Алиев Б.Х., Абдулгалимов А. М. Теоретические основы налогообложения: учеб. пособие; под ред. А. З. Дадашева. М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2004. 159 с.

2. Аналітичний огляд валютного ринку України за підсумками 2014 року. Національне рейтингове агентство «Рюрик». С. 30. URL: https://rurik.com.ua/documents/research/Currency_market_review_4_2014.pdf (Дата звернення: 15.04.2018).

3. Андрущак Є., Хар В. Організаційно-економічні аспекти координації грошово-кредитної та фіскальної політики в Україні. *Науковий журнал «Економіка та управління»*. 2010. № 2. С. 55–61.

4. Арбузов С., Щербакова О. Стан і перспективи розвитку грошово-кредитного ринку України. *Вісник Національного банку України*. 2012. № 6 (196). С. 3–8.

5. Артем'єва І.О. Динаміка посткризової трансформації в системі забезпечення макрофінансової стабільності. *Вісник СевНТУ. Серія Економіка і фінанси: збірник наукових праць*. 2012. Вип. 130. С. 14–21.

6. Барановський О.І.Сутність і різновиди фінансових криз. *Фінанси України.* 2009. № 6. С. 3–13. URL: http://nbuv.gov.ua/UJRN/Fu_2009_6_2 (дата звернення: 07.09.2018).

7. Башко В. Й. Фундаментальні фактори валютного курсу в Україні. *Фінанси України*. 2018. № 9. С. 25–44.

8. Белінська Я. В., Биховченко В. П. Фінансова стабільність: сутність та напрями забезпечення. *Стратегічні пріоритети*. 2010. № 4 (17). С. 57–67.

9. Береславська О.І. Валютна політика України: теорія та практика: монографія. Державна податкова адміністрація України, Національний університет державної податкової служби, Науково-дослідний центр з проблем оподаткування. Ірпінь: Національний університет ДПС України, 2010. 329 с.

10. Береславська О.І. Валютно-курсова політика в умовах інфляційного таргетування в Україні. *Збірник наукових праць Національного університету*

державної податкової служби України: електронне наукове видання. 2017. № 2. С.24–36.

11. Береславська О.І. Механізм валютного регулювання в Україні : автореф. дис. на здобуття наук. ступ. д-ра. екон. наук: спец. : 08.00.08. Київ, 2011. 31 с.

12. Береславська О. І. Перспективи стабілізації обмінного курсу гривні у контексті світових зовнішньоекономічних тенденцій. *Глобальні тенденції і перспективи: світова економіка та Україна*. Київ: Заповіт, 2018. С.15–22.

13. Береславська О.І. Теоретичні засади формування механізму валютного регулювання. *Науковий вісник національного університету ДПС України*. 2011. № 2 (53). С. 60–67.

14. Береславська О.І., Овсяник В. А. Інструменти валютного регулювання: структура та класифікація. *Збірник наукових праць Національного університету державної податкової служби України*. 2014. № 1. С. 6–13.

15. Береславська О. Чинники курсової нестабільності в Україні. *Вісник НБУ*. 2009. № 2. С. 8–14.

16. Бланк И. А. Основы финансового менеджмента. Москва, 2012. Т. 1. 624 с.

17. Богацька Н.М. Регулювання валютного ринку Національним банком України. *Ефективна економіка*, 2018. № 3. URL: http://www.economy.nayka.com.ua/?op=1&z=6164 (дата звернення: 02.06.2018).

18. Богдан І.В., Свиридовська А.О. Реструктуризація зовнішнього державного боргу 2015 року та її наслідки для фіскального простору України. *Фінанси України*. 2019. № 7. С. 52–71.

19. Богдан Т. Бюджетно-боргова політика поглиблення спаду. URL: https://dt.ua/macrolevel/byudzhetno-borgova-politika-pogliblennya-spadu-_.html (Дата звернення: 18.06.2019).

20. Богдан Т. Зовнішня фінансова вразливість як передвісник майбутніх криз. URL: https://dt.ua/macrolevel/zovnishnya-finansova-vrazlivist-yak-peredvisnik-maybutnih-kriz-282988_.html (Дата звернення: 18.06.2019).

21. Богдан Т.П. Зовнішнє боргове навантаження та виклики для валютно-фінансової політики України. *Економіка України*. 2016. № 7. С. 21–32. – URL: http://nbuv.gov.ua/UJRN/EkUk_2016_7_3 (Дата звернення: 21.07.2019).

22. Богдан Т.П. Стратегічне управління державним боргом в умовах нестійкої боргової позиції. *Фінанси України*. 2018. № 4. С. 75–92.

23. Богдан Т. Фіскальні дисбаланси і виклики для бюджетно-боргової політики України. URL: https://dt.ua/macrolevel/fiskalni-disbalansi-i-vikliki-dlya-byudzhetno-borgovoyi-politiki-ukrayini-287107_.html (Дата звернення: 18.06.2019).

24. Бодрова Н.Е. Валютний ринок України: стан, проблеми й перспективи. *Вісник Сумського державного університету*. 2012. № 1. С. 102–114.

25. Борисюк О. До питання реструктуризації зовнішнього боргу України. *Економічний часопис Східноєвропейського національного університету імені Лесі Українки*. 2015. № 4. С. 26–31

26. Босак А. О., Григор'єв О. Ю., Скибінський О. С., Чернобай. Л. І. Міжнародна економіка: конспект лекцій для студентів Інституту економіки і менеджменту напряму 6.0501 «Економіка і підприємництво». Львів: Видавництво Національного університету «Львівська політехніка», 2009. 156 с.

27. Бурда М., Виплош Ч., Панчишин С. Макроекономіка: Європейський контекст: пер. с англ.; пер. С. Панчишин, О. Ватаманюк, А. Стасишин. Київ: Основи, 1998. 682 с.

28. Бусол О. Деофшоризація в Україні у світлі нової світової тенденції. Центр досліджень соціальних комунікацій НБУВ. URL: http://nbuviap.gov.ua/index.php?option=com_content&view=article&id=2173:deofshorizatsiya-v-ukrajini&catid=8&Itemid=350 (Дата звернення: 11.01.2019).

29. Валовий внутрішній продукт. Мінфін. URL: https://index.minfin.com.ua/economy/gdp/ (Дата звернення: 18.06.2019).

30. Варналій З. Офшоризації – інституціональна загроза національній економічній безпеці та державності України. *Публічне управління економікою України в умовах загроз державності: зб. матеріалів круглого столу*. 2018. С. 7–8.

31. Варналій З.С. Теоретичні засади детінізації економіки України. *Вісник Вінницького політехнічного Інституту*. 2014. № 1. С. 46–53.

32. Василик О. Бюджетний механізм в управлінні економікою. *Фінанси України*. 1999. № 9. С. 88–95.

33. Вдовиченко А. Як фіскальна політика впливає на ВВП та інфляцію в Україні? *Visnyk of the National Bank of Ukraine*. 2018. № 244. С. 26–45.

34. Вдовиченко А., Ніколайчук С. Взаємодія фіскальної та монетарної політики в Україні: від домінування до координації. Економіка, VoxUkraine. URL: https://voxukraine.org/uk/vzayemodiya-fiskalnoyi-ta-monetarnoyi-politiki-v-ukrayini-vid-dominuvannya-do-koordinatsiyi/ (Дата звернення: 26.05.2017).

35. Веремчук Д.В. Сутність податкової політики та її роль у державному регулюванні економіки. *Збірник наукових праць «Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України»*. Суми, 2010. Вип. 28. С. 37–45.

36. Веріга Г.В. Критичний огляд категорій валютного ринку та аналіз підходів до його регулювання. *Збірник наукових праць Національного університету державної податкової служби України*. 2015. № 1. С. 34–55.

37. Веріга Г.В. Механізми регулювання валютного ринку України [Текст] : дис. док. економ. наук : спец. : 08. 00. 08. Гроші, фінанси і кредит. Донецьк, 2013. 466 с.

38. Виконання видаткової частини Державного бюджету України за 12 місяців 2018 року. Офіс з фінансового та економічного аналізу у Верховній Раді України. Квітень, 2019. 12 с. URL: https://feao.org.ua/wp-content/uploads/2019/04/vydatky_12_2018.pdf (Дата звернення: 13.02.2019).

39. Вірт М.Я., Куцик П. О. Регулювання валютного курсу та його оптимальний режим для України. *Науковий вісник НЛТУ України*. 2011. Вип. 21.3. С. 157–163.

40. Власенко Є.Ю., Брітченко І. Г. Державне регулювання валютного курсу в сучасних економічних умовах. *Науковий вісник Ужгородського університету*. Ужгород: Видавництво УжНУ «Говерла», 2012. Випуск 3 (37). С. 75–79.

41. Волатильність. URL: https://bank.gov.ua/control/uk/publish/ article? art_id =123193&cat_id=122978. (Дата звернення: 13.02.2019).

42. Гальчинський А. С. Теорія грошей: навч.-метод. посіб. К.: Вид-во Соломії Павличко «ОСНОВИ», 2001. 416 с.

43. Гасанов С.С., Пугачова М. В., Ященко Л. О. та ін. Науково-методичні засади статистичного аналізу стійкості державних фінансів. К.: ДННУ «Акад. фін. управління», 2013. 524 с.

44. Голова ради НБУ назвав умови стабілізації валютного ринку до кінця року. Економічна правда. URL: https://www.epravda.com.ua/news/2018/ 10/18/641724/ (Дата звернення: 26.05.2017).

45. Горлякова М.В. Валютное регулирование современной экономической политике России. *Проблеми современной економики*. 2007. №1(21). С. 67–75.

46. Грошово-кредитна та фінансова статистика. URL: https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=27843415&cat_id=44578#1 (Дата звернення: 08.07.2019).

47. Груй А., Лепушинський В. Застосування валютних інтервенцій як додаткового інструменту за режиму інфляційного таргетування: приклад України. *Вісник Національного банку України*. 2016. № 238. С. 41–59.

48. Дадашова П.А. Напрями взаємоузгодження монетарної та фіскальної політики для досягнення макроекономічної стабільності. *Економічний вісник університету*. 2014. Випуск № 23 (1). С. 128–134.

49. Державна служба статистики України. URL: http:// www.ukrstat. gov.ua/ (Дата звернення: 09.06.2019).

50. Державна фіскальна служба України. URL: http://www.sfs.gov.ua/ (Дата звернення: 09.06.2019).

51. Дєгтяр А.О. Гармонізація вітчизняного податкового законодавства до міжнародних стандартів як чинник прискорення євроінтеграційних процесів в Україні. *Державне будівництво*. 2008. № 2. С. 3–13.

52. Дзюблюк О. В. Валютна політика: підручник. К.: Знання, 2007. 422 с.

53. Дзюблюк О. Грошово-кредитна політика в період кризових явищ на світових фінансових ринках. *Вісник Національного банку України*. 2009. № 5. С. 20–30.

54. Дзюблюк О., Владимир О. Іноземний капітал у банківській системі України: вплив на розвиток валютного ринку та діяльність банків. *Вісник Національного банку України*. 2014. № 5. С. 26–33.

55. Дмитренко Г. Роль фіскальної політики в антициклічному регулюванні економіки. *Вісник Національної академії державного управління при Президентові України*. 2009. Вип. 3. С. 79–86.

56. Добровольська О.В., Халатур С. М. Фінансовий ринок: навчальний посібник для студентів ВНЗ. Дніпропетровськ: Монолит, 2015. 383 с.

57. Дорошенко І. Фіскальні важелі впливу на розвиток ринку капіталу на національному рівні. *Економіст*. 2013. № 7. С. 16–21.

58. Дубровський В. Черкашин В. Порівняльний аналіз фіскального ефекту від застосування інструментів ухилення/уникнення оподаткування в Україні. Інститут соціально-економічної трансформації. URL: http://iset-ua.org/ua/doslidzhennya/item/111-porivnialnyi-analiz-fiskalnoho-efektu-skhem (Дата звернення: 11.01.2019).

59. Дубровський В. Що таке тіньова економіка і як з нею боротися. Економічна правда. URL: https://www.epravda.com.ua/columns/2017/11/3/630788/ (Дата звернення: 11.01.2019).

60. Едронова В.Н., Мамыкина Н.Н. Сущность и элементы налоговой политики. Финансы и кредит. 2005. № 5. С. 37–40.

61. Економічна теорія. Політекономія: підручник; за ред. В. Д. Базилевича. Київ: Знання, 2007. 719 с.

62. Економічна теорія: вступ, макроекономіка, мікроекономіка: навчальний посібник; за ред. О. З. Ватаманюка. Львів: «Інтелект-Захід», 2011. 656 с.

63. Еш С.М. Фінансовий ринок: навчальний посібник. К.: Центр учбової літератури, 2009. 528 с.

64. Єпіфанова М.А. Інструменти валютного регулювання: сутність, класифікація, характеристика. *Актуальні проблеми економіки*. 2010. № 3. С. 113–117.

65. Загальні тенденції тіньової економіки в Україні у січні-вересні 2018 року. Департамент економічної стратегії та макроекономічного прогнозування Міністерства економічного розвитку і торгівлі України. URL: http://www.me.gov.ua/Documents/List?lang=uk-UA&id=e384c5a7-6533-4ab6-b56f-50e5243eb15a&tag=TendentsiiTinovoiEkonomiki (Дата звернення: 11.01.2019).

66. Загородній А. Г., Вознюк. Г. Л. Фінансово-економічний словник. Львів: Видавництво Національного університету «Львівська політехніка», 2005. 714 с.

67. Західна О.Р. Трохімчук Д.В., Глинський Р.А. Система видатків державного бюджету в сучасних умовах. *Молодий вчений*. 2018. № 9 (61). С. 485–488.

68. Звітність. Державна казначейська служба України. URL: https://www.treasury.gov.ua/ua/file-storage/vikonannya-derzhavnogo-byudzhetu (Дата звернення: 18.06.2019).

69. Зовнішньоекономічний словник-довідник; за ред. А. С. Філіпенка. ВЦ «Академія», 2009. 248 с.

70. Золотько І.А. Податкова система: навч. посібн. К.: КНЕУ, 2005. 204 с.

71. Інтервенції на валютному ринку. URL: https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=85319 (Дата звернення: 18.04.2019).

72. Карп М.В. Налоговый менеджмент: учебник для вузов М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2001. 477 с.

73. Кічор В.П., Фещур Р.В, Козик В.В., Воробець С.Н., Семченко Н.Є. Економіко-статистичне моделювання і прогнозування: навчальний посібник. Львів: Видавництво Національного університету «Львівська політехніка», 2007. 156 с.

74. Коваленко Д.І., Венгер В.В. Фінанси, гроші та кредит: теорія та практика: навчальний посібник. К.: Центр учбової літератури, 2013. 578 с.

75. Козакевич О. Особливості фіскальної політики у системі важелів стимулювання національної економіки України. *Traektoriâ Nauki = Path of Science*. 2018. Vol. 4, № 7. С. 1001–1006.

76. Козакевич О.Р. Валютний курс: сутність та методи регулювання. *Актуальні питання економічних наук.* V Міжнародно-практична конференція (28–29 вересня 2018 р, м. Київ.). Херсон: Видавництво «Молодий вчений», 2018. С. 76–77.

77. Козакевич О.Р. Валютний ринок України: аналіз поточних тенденцій та особливостей розвитку. *Збірник наукових праць «Наукові записки»*. Острог: Видавництво Національного університету «Острозька академія», 2013. Випуск 23. 384 с.

78. Козакевич О.Р. Взаємодія валютно-курсової та фіскальної політики в умовах переходу до гнучкого режиму курсоутворення. *Збірник наукових праць «Економічний простір»*. Дніпропетровськ: ПДАБА, 2015. № 101. С. 25–38.

79. Козакевич О.Р. Видатки державного бюджету та рівновага валютного ринку України. *Український журнал прикладної економіки*. 2018. Том 3., № 1. С. 53–62.

80. Козакевич О.Р. Вплив податків на рівновагу валютного ринку: емпірична оцінка. *Вісник Львівського університету. Серія економічна, збірник наукових праць*. 2016. Випуск 53. С. 196–203.

81. Козакевич О.Р. Вплив фіскальної політики на забезпечення стабільності валютного ринку України. *Ефективна економіка*. 2018. № 12 URL: http://www.economy.nayka.com.ua/index.php?op=1&z=6803 (Дата звернення: 05.02.2019).

82. Козакевич О.Р. Еластичність попиту та пропозиції іноземної валюти. *Економіка, фінанси, управління та право: теоретичні підходи та практичні аспекти розвитку.* Міжнародна науково-практична конференція (23 липня 2018 р. м. Полтава,). Полтава: ЦФЕНД, 2018. Ч. 2. С. 15–16.

83. Козакевич О.Р. Модель валютного курсу. *Актуальні проблеми економіки та фінансів.* XIV Міжнародна науково-практична конференція (31 липня 2018 р., Київ–Санкт-Петербург–Відень,). Фінансово-економічна наукова рада, 2018. С. 41–42.

84. Козакевич О.Р. Особливості валютного регулювання в Україні. *Інноваційні механізми для розвитку підприємств, регіонів, країн*. Міжнародна науково-практична конференція (13–14 вересня 2013 р.). Дніпропетровськ: Видавничий дім «Гельветика», 2013. С. 152–156.

85. Козакевич О.Р. Сутність податкової політики та її роль у державному регулюванні економіки. *Економіка, облік, фінанси та право: сучасні тенденції та перспективи розвитку в Україні та світі*. Міжнародна науково-практична конференція. Полтава, 2018. Ч. 2. С. 43–44.

86. Козакевич О.Р. Теоретичні моделі взаємодії між фіскальною та монетарною політикою в умовах макроекономічної дестабілізації. *Формування ринкової економіки в Україні*. 2018. Вип. 40. Ч. 1. С. 228–234.

87. Козакевич О.Р. Фіскальна політика як інструмент регулювання валютного ринку України. *Наукові записи Львівськоо університету бізнесу і права. Серія економічна.* 2018. № 17. С. 68–71.

88. Козик В.В., Панкова Л.А., Григор'єв О.Ю., Босак А.О. Міжнародна економіка та міжнародні економічні відносини: практикум. К.: Вікар, 2006. 589 с.

89. Козюк В. Макропруденційна політика орієнтири для України. Kyiv School of Economics. URL: https://medium.com (Дата звернення: 21.07.2019).

90. Колісник О., Пруський О. Фіскальна консолідація в системі антикризових заходів макроекономічного регулювання. *Економіка*. 2010. №7 (10). С. 53–59.

91. Коляда Т.А. Джерела фінансування дефіциту бюджету: тенденції у застосуванні та виклики для стабільності державних фінансів України. *БізнесІнформ*. 2015. № 2. С. 215–222.

92. Крисоватий А.І., Кощук Т.В. Гармонізація оподаткування у парадигмі загальнодержавних інтересів. *Фінанси України*. 2004. № 2. С. 109–117.

93. Крупка М.І., Мрочко М.С., Вишивана Б.М. та ін. Гроші та кредит: підручник; за ред. д-ра екон. наук, проф. М. І. Крупки. Львів: ЛНУ імені Івана Франка. 2011. 420 с.

94. Кухта П. та ін. Яким є оптимальний масштаб державних видатків в Україні: аналітична записка. *Центр економічної стратегії*. 2015. 20 с.

95. Кучер Р.В. Проблеми валютної політики та шляхи їх вирішення. *Часопис економічних реформ*. 2012. № 2 (26). С. 56–60.

96. Крупка І.М. Державне регулювання вітчизняного ринку фінансових послуг у контексті євроінтенраційних процесів. Вісник Київського національного університету імені Тараса Шевченка. Економіка.2014. № 8 (161). С.36 –39.

97. Крупка І.М. Актуальні проблеми функціонування банків на вітчизняному фінансовому ринку. Формування ринкової економіки в Україні. 2016.Випуск 35. Ч.1. С.269 – 279.

98. Луцик А.І. Напрями трансформації інструментарію фіскальної політики. Сучасна парадигма фіскальної політики України в умовах формування суспільства сталого розвитку : монографія; за наук. ред. А. І. Крисоватого. Тернопіль : ТНЕУ, 2015. С. 394–402.

99. Луцик А.І. Використання податкового інструменту фіскальної політики за умов економічної кризи. *Перспективи розвитку фінансової системи України*: всеукр. наук.-практ. конф. Тернопіль: ТНЕУ, 2012. С.338–340.

100. Луцик А.І. Імплементація європейських фіскальних стандартів у вітчизняну фіскальну практику. Формування фіскального простору України в умовах глобалізаційних дисбалансів: монографія; за ред. д.е.н., професора А. І. Крисоватого. – Тернопіль: ТНЕУ, 2018. С.123–135.

101. Луцик А.І. Проблематика функціонування фіскальних інститутів в Україні. Формування фіскального простору України в умовах глобалізаційних дисбалансів: монографія; за ред. д.е.н., професора А.І. Крисоватого. Тернопіль: ТНЕУ, 2018. С.203–216.

102. Луцик А.І. Тіньова економіка та розміри податкових надходжень: діалектика взаємозалежності. *Актуальні проблеми розвитку економіки регіону*: наук. зб.; за ред. І. Г. Ткачук. Ів.-Франківськ: ВДВ ЦІТ Прикарпат. нац. ун-ту ім. В. Стефаника, 2008. Вип. IV, т. 2. С. 66–70.

103. Луцик, А.І., Синютка Н.Г. Трансформація фіскальної політики та фіскального простору за умов експансії цифрових технологій. *Облік і фінанси*. 2018. №4 (82).С. 108–113.

104. Макаренко Ю.П. Лібералізація валютного ринку і мінімізація його ризиків. *Вісник Бердянського університету менеджменту і бізнесу*. 2014. № 2 (26). С. 116–123.

105. Макроекономічні показники. URL: https://bank.gov.ua/control /uk/ publish/ article?art_id=23487024&cat_id=57896 (Дата звернення: 20.06.2019).

106. Мануілов О.В. Посилення координації грошово-кредитної та бюджетно-податкової політики як інструмент забезпечення макроекономічної стабільності. *Наукові праці НДФІ*. 2017. № 2(79). С. 77–87.

107. Мельник В.М Фіскальна політика держави в умовах фінансової кризи. *Фінанси України*. 2008. № 11. С. 11–17.

108. Міжнародні резерви України сягнули п’ятирічного максимуму – НБУ.Укрінформ.URL:https://www.ukrinform.ua/rubric-economy/2615925-miznarodni-rezervi-ukraini-sagnuli-patiricnogo-maksimumu-nbu.html (Дата звернення: 02.02.2019).

109. Науменкова С. В., Міщенко В. І. Валюта і валютна політика. К.: Знання, 2010. 84 с.

110. Національний банк затвердив нову систему валютного регулювання та оприлюднив дорожню карту валютної лібералізації. URL: https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=85295172&cat_id=55838 (Дата звернення: 21.07.2019).

111. Новий економічний курс Украни: Стратегія інноваційного розвитку; за загальною редакцією Ю.В. Тимошенко, В.А. Ломаковича. 2018. 401 с. URL: http://optimacenter.org/research/novyj-ekonomichnyj-kurs-ukrajiny-strategija-innovatsijnogo-rozvytku/ (Дата звернення: 21.07.2019).

112. Новий курс: реформи в Україні. 2010–2015. національна доповідь; за заг. ред. В. М. Гейця та ін. К.: НВЦ НБУВ, 2010. 232 с.

113. Носаченко І.М. Зовнішньоекономічні аспекти ринкової економіки: навчальний посібник. Львів: Світ, 2000. 112 с.

114. Олейніков Ю., Сєрова Л. Детермінанти збалансованості валютного ринку України. *Вісник КНТЕУ*. 2018. № 2 (118). С. 67–79.

115. Орлова В.К., Негрич І. М.Крива Лаффера: теорія і практика. *Вісник Національного університету «Львівська політехніка»*. 2001. № 417. С. 477–480.

116. Основні напрями бюджетної політики на 2019–2021 рр. Uteka URL: https://uteka.ua/ua/publication/news-14-novosti-zakonodatelstva-1-osnovnye-napravleniya-byudzhetnoj-politiki-na-2019-2021 (Дата звернення: 13.02.2019).

117. Паєнтко Т.В. Інструменти фіскального регулювання фінансових потоків. *Ефективна економіка*. 2011. № 8. URL: http://nbuv.gov.ua/UJRN/efek_2011_8_18 (Дата звернення: 24.05.2017).

118. Петленко Ю., Милованова Є. Теоретичні та методологічні аспекти фіскальної політики держави. *Вісник Київського національного університету імені Тараса Шевченка*. 2017. № 1 (190). С. 28–35.

119. Петраков Я. В. Підходи до оцінки впливу фіскального регулювання на ринки різного типу. *Економіка і суспільство*. 2016. Випуск № 7. С. 818–824.

120. Петченко М.В. Вплив сукупності важелів фіскальної політики на економічний ріст країни через визначення її етапів. *Ефективна економіка*. 2017. № 12. URL: www.economy.nayka.com.ua/?op=1&z=6289 (Дата звернення: 24.05.2017).

121. Півняк Ю.В. Теорії й моделі фінансової стабільності: макроекономічний підхід. *Науковий вісник Ужгородського університету. Серія Економіка*. 2013. Випуск 4 (41). С. 76–81.

122. Піонтківська І. та ін. Оцінка ефективності та шляхи оптимізації державних видатків України: аналітична записка. Центр економічної стратегії. 2016. 68 с.

123. Податкова політика України: стан, проблеми та перспективи: монографія; за ред. З. С. Варналія. Київ: Знання України, 2008. 675 с.

124. Про валюту і валютні операції. Закон України від 21 черв. 2018 № 2473-VIII. Відомості Верховної Ради (ВВР), 2018, № 30, ст. 239. URL: http://zakon.rada.gov.ua/laws/show/2473-19 (Дата звернення 18.03.2019)

125. Про затвердження Методичних рекомендацій розрахунку рівня тіньової економіки. Наказ Мінекономіки від 18.02.2009 № 123. URL:

http://www.me.gov.ua/LegislativeActs/Detail?lang=uk-UA&id=4bb297a0-c900-404f-8c6f-5f76f18b1503 (Дата звернення: 11.01.2019).

126. Про затвердження Методологічних положень обчислення обсягів економіки, яка безпосередньо не спостерігається, та Організаційної схеми проведення та використання розрахунків економіки, яка безпосередньо не спостерігається. Наказ Державного комітету статистики України від 13.12.2004 № 680. URL: https://zakon.rada.gov.ua/go/v0680202-04 (Дата звернення: 11.01.2019).

127. Про затвердження Положення про структуру валютного ринку України, умови та порядок торгівлі іноземною валютою та банківськими металами на валютному ринку України. Постанова Правління Національного банку України від 02.01.2019 № 1. URL: https://zakon.rada. gov.ua/laws/show/ v0001500-19?lang=en. (Дата звернення: 17.02.2019).

128. Про затвердження Середньострокової стратегії управління державним боргом на 2019–2022 роки. Постанова Кабінету Міністрів України від 5 червня 2019 р. № 473. URL: https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/473-2019-%D0%BF (Дата звернення: 09.06.2019).

129. Про затвердження Стратегії валютних інтервенцій Національного банку України на 2016–2020 роки. Рішення Правління Національного банку України від 06.09.2016 № 261-рш. URL: https://zakon.rada.gov.ua/go/vr261500-16. (Дата звернення: 17.02.2018).

130. Про національний банк України. Закон України від 10.11.2018 № 679-XIV. Відомості Верховної Ради України (ВВР), 1999, № 29, ст. 238. URL: http://zakon.rada.gov.ua/laws/show/679-14 (Дата звернення: 30.05.2018).

131. Про стан валютного ринку України. Рішення Ради Національного банку України від 30 січ. 2018 № vr004500-18. URL: http://zakon.rada.gov. ua/laws/show/vr004500-18 (Дата звернення: 30.03.2018).

132. Про стратегію монетарної політики Національного банку України. Рішення Ради Національного банку України від 13.07.2018 № 37-рд. URL: https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/vr037500-18 (Дата звернення: 21.07.2019).

133. Проект Закону України «Про внесення змін до Податкового кодексу України з метою імплементації Плану протидії розмиванню бази

оподаткування та виведенню прибутку з-під оподаткування». Мінфін. URL: https://minfin.com.ua/ua/2018/10/17/35284150/ (Дата звернення: 11.01.2019).

134. Промова Голови НБУ Якова Смолія на відкритті Щорічної дослідницької конференції Національного банку України та Національного банку Польщі «Взаємодія фіскальної та монетарної політики» URL: https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=70717049&cat_id=72996 (Дата звернення: 27.05.2017).

135. Пшик Б.І. Фінансова стабільність: сутність та особливості прояву. *Вісник СевНТУ: зб. наук. пр*. 2013. Вип. 138. С. 91–96.

136. Рудан В. Координація фіскальної та монетарної політики як умова розвитку економіки України. *Банківська справа*. 2012. № 6. С. 69–84.

137. Савлук М., Мороз М. Гроші та кредит: підручник. К.: КНЕУ, 2001. 602 с.

138. Савченко А.Г., Соломенко С.М. Бюджет повної зайнятості та фіскальна політика. *Фінанси України*. 2007. № 4. С. 3–12.

139. Савченко Т.Г., Єпіфанова М.А. Оцінка ефективності інструментів валютного регулювання в Україні. *Актуальні проблеми економіки*. 2011. № 2. С. 161–170.

140. Сенкевич Д. Глобалістика та глобалізація фіскальної та монетарної політики в підготовці майбутніх менеджерів підприємства. *Молодь і ринок*. 2014. № 3. С. 150–157.

141. Серебрянський Д., Капелюш А. Взаємодія фіскальної та монетарної політики в умовах фінансової стабілізації економіки України. *Вісник Національного банку України*. 2015. № 6. С. 22–28.

142. Серебрянський Д.М., Вдовиченко А.М., Зубрицький А.І. Оцінювання рівня та ефективності перерозподілу ВВП через публічний сектор економіки України. *Фінанси України*. 2013. № 4. С. 45–57.

143. Середньострокова стратегія управління державним боргом на 2018–2020 роки. Міністерство фінансів України. URL: https://www.kmu.gov.ua /ua/news/uryad-shvaliv-serednostrokovu-strategiyu-upravlinnya-derzhavnim-borgom (Дата звернення: 21.07.2019).

144. Скоропад І. С., Гарасимчук О. В. Фіскальна політика як спосіб наповнення державного бюджету. *Вісник Національного університету «Львівська політехніка»*. 2011. №714. С. 529–533.

145. Скриньковський Р.М., Семчук Ж.В. Валютний курс та методи його регулювання. *Розвиток економік єврорегіонів: макро- та мікрорівні.* Міжнародна науково-практична конференція (29–30 березня 2013 р., м. Київ.): К.: КЕНЦ, 2013. Ч. 2. С. 88–90.

146. Скриньковський Р., Римар Ю., Сліпко І. Міжнародна валютна ліквідність. *Настоящи изследвания и развитие 2013*. 9-а международна научна практична конференция (17–25.01.2013 р., България, м. София,). Том 2. Икономики. София: «Бял ГРАД-БГ» ООД, 2013. С. 3–5.

147. Скриньковський, Р.М., Крамар Р.І. Діагностика формування і використання прибутку підприємства та відповідальність керівника за порушення податкового законодавства. *Підприємництво, господарство і право*. 2016. № 6. С. 130–134.

148. Соколовська А.М. Податкова політика в Україні у контексті її впливу на розвиток економіки. *Фінанси України*. 2006. № 9. С. 65–81.

149. Стабільність валютного ринку є результатом грамотної політики НБУ,експерт.IPress.ua.URL:http://ipress.ua/news/stabilnist_valyutnogo_rynku_ie_rezultatom_gramotnoi_polityky_nbu__ekspert_37370.html (Дата звернення: 29.05.2018).

150. Статистика зовнішнього сектору. URL: https://bank.gov.ua /control/uk/publish/article?art_id=44502&cat_id=44446 (Дата звернення: 30.04.2019).

151. Стойко О.Я., Дема Д.І.Фінанси: навч. посіб.; за ред. О.Я. Стойка. К.: Алерта, 2017. 432 с.

152. Стратегія макропруденційної політики. URL: https://bank.gov.ua /control/uk/publish/article?art_id=32146413 (Дата звернення: 21.07.2019).

153. Сунцова О.О. Сучасні методології у сфері дослідження макрофінансової стабільності національного господарства. *Актуальні проблеми економіки*. 2012. № 4. С. 148–161.

154. Сучасний тлумачний словник української мови: 60000 слів (Н. Кусайкіна, Ю. Цибульник); за заг. ред. д-ра філол. наук, проф. В. В. Дубічинського. Х.: ВД «ШКОЛА», 2014. 784 с.

155. Таргетування інфляції. URL: https://bank.gov.ua /control/uk/publish/ article?art_id=123682&cat_id=123322. (дата звертання 15.01.2019).

156. Тенденції тіньової економіки в Україні у 2014 році. Департамент економічної стратегії та макроекономічного прогнозування Міністерства економічного розвитку і торгівлі. URL: www.me.gov.ua /Documents/ Download?id=6d4dea98-c4b3-4642-a383-edbadbf60e73/ (Дата звернення: 21.04.2017).

157. Тропіна В. Макрофінансова стабільність: теоретичні підходи та емпіричний аналіз. *Світ фінансів*. № 1. С. 7–15.

158. У 2017 році міжнародні резерви зросли на 21 %: прес-реліз. URL: https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=61838762 (Дата зверненя: 30.03.2018).

159. Удинець-Ходаківська В.П. Сучасна фіскальна політика на фінансових ринках. *Збірник наукових праць Національного університету державної податкової служби України*. 2013. № 2. С. 177–192.

160. Україна потрапила в топ-5 країн з найбільшою тіньовою економікою. РБК – Україна. URL: https://www.rbc.ua/ukr/news/ukraina-popala-top-5-stran-krupneyshey-tenevoy-1498836744.html (Дата звернення: 11.01.2019).

161. Химич І., Юрик Н. Валютний ринок України: оцінка тенденцій зміни та основні антикризові заходи політики стабілізації. *Соціально-економічні проблеми і держава*. 2018. Вип. 1 (18). С. 149–165.

162. Хлівний В., Рудик Н. Основи розробки системи макрофінансових індикаторів. *Ринок цінних паперів України*. 2013. № 7–8. С. 31–38.

163. Циган Р.М., Костенко М. І. Розробка механізму стабілізації валютної системи та валютного курсу в Україні. *Глобальні та національні проблеми економіки*. 2015. Випуск 8. С. 1002–1006.

164. Чепінога В.Г. Економічна теорія: підручник. К.: Юрінком Інтер, 2011. 653 с.

165. Чорний ринок валюти оцінили в 1,2 мільярда на місяць. Економічна правда. URL: https://www.epravda.com.ua/news/2016/09/13/605325/ (Дата звернення: 11.01.2019).

166. Чурій О., Ніколайчук С. Монетарна політика НБУ: вчора, сьогодні, завтра. Дзеркало тижня. URL: https://dt.ua./macrolevel/monetarna-politika-nbu-vchora-sogodni-zavtra-_.html (Дата звернення: 18.04.2017).

167. Шавалюк Л. Почути тінь. Як дії НБУ стимулюють чорний ринок валюти. Тиждень.ua. URL: https://tyzhden.ua/Economics/163298 (Дата звернення: 11.01.2019).

168. Шевченко В.М. Принципи фіскальної політики держави на різних фазах економічного циклу. *Бюлетень Міжнародного Нобелівського економічного форуму*. 2012. № 1 (5). Том 2. С. 399–403.

169. Шевчук В. Взаємний вплив фіскальної і монетарної політики в Україні (1998-2009 рр.). *Соціально-економічні проблеми сучасного періоду України. Фінансовий ринок України: стабілізація та євроінтеграція. Збірник наукових праць*. Львів: НАН України; Ін-т регіональних досліджень, 2010. С. 15–22.

170. Шевчук В. Використання інструментів фіскальної політики для підтримання рівноваги платіжного балансу в «залежній» економіці. Вісник *ЛКА*. Серія економічна. Львів:ЛКА, 2011. Вип. 37. С. 5–14.

171. Шевчук В.О. Міжнародна економіка: теорія і практика: підручник. К.: Знання, 2008. 663 с.

172. Шевчук В.О., Копич Р.І. Фіскальна політика країн Центральної і Східної Європи: євроінтеграційні виклики. Львів: ПАЇС, 2011. 544 с.

173. Шевчук В. Платіжний баланс та макроекономічна рівновага у трансформаційних економіках: досвід України. Львів: Каменяр, 2001. 495 с.

174. Шпек Р., Блінов О. Фіскальне домінування у монетарній політиці України. *Політика монетарного розширення на підтримку зростання і розвитку*. 2016. С. 107–115.

175. Що таке волатильність простими словами. BestInvestpro. URL: http://bestinvestpro.com/uk/shho-take-volatilnist-prostimi-slovami/. (Дата звернення: 13.02.2019).

176. Як втримати макростабільність та прискорити економіку: аналітична записка. Центр економічної стратегії. URL: https://minfin.com.ua /ua/2018/10/17/35284150/. (Дата звернення: 13.02.2019).

177. Agénor P.R., Pereirada Silva L.A. Macroeconomic stability, financial stability, and monetar policy rules. *International Finance*. 2012. No. 15(2). P. 205–224.

178. Alvarez F., Kehoe P.J., Neumeyer P.A., Alvarez F. The time consistency of optimal monetary and fiscal policies. *Econometrica*. 2004. No. 72(2) P. 541–567.

179. Andersen T.M., Schneider F. Coordination of fiscal and monetary policy under different institutional arrangements. *European Journal of Political Economy*. 1986. No. 2(2). P. 169–191.

180. Auerbach A., Gorodnichenko Y. Effects of fiscal shocks in globalized world. *IMF Economic Rewiev*. 2016. Vol. 64(1). P. 177–215.

181. Balderston C.C. Fiscal and Monetary Policy. *The ANNALS of the American Academy of Political and Social Science*. 1968. No. 379 (1). P. 78–82.

182. Beetsma R.M., Jensen H. Monetary and fiscal policy interactions in a MicroFounded Model of a Monetary Union. *Journal of international Economics*. 2005. No. 67(2). P. 320–352.

183. Bhattarai S., Lee J.W., Park W.Y. Monetary-Fiscal Policy Interactions and Indeterminacy in Postwar US Data. *The American Economic Review*. 2012. No. 102(3). 173–178.

184. Bianchi F., Melosi L. The Dire Effects of the Lack of Monetary and Fiscal Coordination. National Bureau of Economic Research, 2017. 49 p.

185. Blinder A.S. et al. Central bank independence and credibility during. *The American Economic Review*. 2013. No. 107(3). 121–131.

186. Branch W.A., Davig T., McGough B. Monetary fiscal policy interactions under implementable monetary policy rules. *Journal of Money, Credit and Banking*. 2008. No. 40(5). P. 1095–1102.

187. Cecchetti S. Fiscal policy and its implications for monetary and financial stability. 2011. URL: http://www.bis.org/events/conf110623/cecchetti.pdf. (Дата звернення: 21.07.2019).

188. Chatterjee S., Mursagulov A. Fiscal Policyand the Real Exchange Rate. *IMF WorkingPaper*. 2012. №.12/52. 40 p.

189. Choosing fiscal consolidation instruments compatible with growth and equity. OECDiLibrary. URL: https://www.oecd-ilibrary.org/economics/choosing-fiscal-consolidation-instruments-compatible-with-growth-and-equity_5k43nxq6dzd4-en/ (Дата звернення: 13.02.2019).

190. Corsetti G., Kuester K., Meier A., Müller G. J. Sovereign risk, fiscal policy, and macroeconomic stability. *The Economic Journal*. 2013. No. 123(566). 99–132 pp.

191. Dadashova P.A, Lukianenko I.H. Monetary and Fiscal Policies Interaction in Ukraine. *Актуальні проблеми економіки*. 2016. № 5 (179). С. 295–307.

192. Dadashova P.A. Definition of Macroeconomic Stability and Features of Its Modeling. *Ефективна економіка та менеджмент: теорія і практика*: Міжнародна науково-практична конференція (14–15 листопада 2014 р., м. Дніпропетровськ). 2014. Ч. 2. С.170–172.

193. Dadashova P.A. Role of Government Debt in Monetary Transmission Mechanism. Інноваційна стратегія і тактика фінансово-економічного розвитку суб’єктів національного господарства: Міжнародна науково-практична конференція (19–20 грудня 2014 р. м. Чернівці). Чернівці: видавничий дім «Гельветика», 2014. С.187–191.

194. Shevchuk, V., Kopych, R. Fiscal Policy Effects in Ukraine // Argumenta Oeconomica Cracoviensia. ─ 2018. ─ No. 18. ─ P. 33─50.

195. Financial stability Report Bank of England. URL: http://www.bankofengland.co.uk/financialstability/index.htm (Дата звернення: 12.05.2018).

196. Financial stability. Czech National Bank. URL: http://www.cnb.cz/en/financial_stabiliti/ (Дата звернення: 12.05.2018).

197. Fiscal-MonetaryCoordination: TheoryandInternationalExperiences. ReserveBankofIndia. P. 8–43. URL: http://www.rbi.org.in/scripts/ PublicationsView .aspx?id= 14938 (Дата звернення: 23.05.2019).

198. Foreign Exchange Markets. URL: http://www.pondiuni.edu.in /storage/dde/downloads/ibiv_forex.pdf. (дата звернення: 19.04.2019).

199. Kirsanova T., Wren-Lewis S. Optimal Fiscal Feedback on Debt in an Economy with Nominal Rigidities. *The Economic Journal*. 2012. No. 122 (559). P. 238–264.

200. Kirsanova T.,. Stehn S.J., Vines D. The interactions between fiscal policy and monetary policy. *Oxford Review of Economic Policy*. 2005. No. 21 (4). P. 532–564.

201. Laurens B., Piedra E.G. de la. Coordination of Monatery amd Fiscal Policies. *IMF Working Paper*. 1998. Available at. URL: http://www.imf.org /external/pubs/ft/wp/wp9825.pdf (Дата звернення: 13.02.2019).

202. OECD. URL: https://www.oecd.org/countries/ukraine/ (Дата звернення: 09.06.2019).

203. Persson M., Persson T., Svensson L.E. Time consistency of fiscal and monetary policy: a solution. *Econometrica.* 2006. Vol. 74(1). P. 193–212.

204. Schinasi G.J. Safequarding financial stability: theory and practice. Washington, D.C.: International Monetary Fund, 2005. 89 p.

205. Stability. The Cambridge English Dictionalry. URL: https://dictionary. cambridge.org /dictionary/english/stability (Дата звернення: 12.05.2018).

206. Tax Justice Network. URL:https://www.taxjustice.net/ (Дата звернення: 11.01.2019).

207. World Bank Group. URL: https://datacatalog.worldbank.org/ search/datasets?search_api_views_fulltext_op=AND&query=ukraine+debt&f%5B0 %5D=field_wbddh_country%3A264&f%5B1%5D=field_frequency%3A3&f%5B3% 5D=type%3Adataset&sort_by=search_api_relevance&sort_by=search_api_relevance (Дата звернення: 09.06.2019).

ДОДАТКИ

Додаток А

УКРАЇНА: ВИБРАНІ ФІСКАЛЬНІ ПОКАЗНИКИ

Таблиця А.1

Динаміка зведеного бюджету України, млн. грн.

Період	Доходи	Видатки	Сальдо (дефіцит бюджету)
2013	442788,69	505843,81	-63055,12
2014	456067,32	523125,70	-67058,38
2015	652030,99	679871,40	-27840,41
2016	782859,48	835832,05	-52972,57
2017	1016788,32	1056759,93	-39971,61
2018	1184278,08	1250173,59	-65895,51

Джерело: складено автором на основі даних [105].

Продовження додатку А

Таблиця А.2

Динаміка податкових надходжень зведеного бюджету України млн. грн.

Показник	Період					
	2013	**2014**	**2015**	**2016**	**2017**	**2018**
Податкові надходження	353968,12	367511,93	507635,90	650781,68	828158,82	986348,5
Податки на доходи, податки на прибуток, податки на збільшення ринкової вартості:	127144,92	115404,43	139036,34	199005,02	259082,93	336083,0
Податок та збір на доходи фізичних осіб	72151,07	75202,95	99983,17	138781,79	185686,13	229900,6
Податок на прибуток підприємств, з них:	54993,85	40201,49	39053,17	60223,23	73396,80	106182,3
Рентна плата та плата за спеціальне використання природних ресурсів, з них:	28862,96	33596,69	41958,19	46608,40	51132,33	50086,9
Рентна плата за користування надрами	14225,34	19620,44	38008,28	40780,81	44978,65	43045,3
Внутрішні податки на товари та послуги, з них:	164937,49	184123,83	249247,61	337256,69	435430,03	507158,0
Акцизний податок з вироблених в Україні підакцизних товарів (продукції), включаючи особливий податок на операції з відчуження цінних паперів та операцій з деривативами	27721,35	28244,19	38783,76	55116,25	67774,17	72695,5
Акцизний податок з ввезених на митну територію України підакцизних товарів (продукції)	8946,84	16855,38	24326,83	35006,22	47674,45	54062,3

Продовження додатку А

Продовження таблиці А.2

Податок на додану вартість з вироблених в Україні товарів (робіт, послуг) з урахуванням бюджетного відшкодування	31725,57	31736,99	39688,04	54052,75	63450,37	79130,9
Податок на додану вартість з ввезених на територію України товарів	96543,74	107287,27	138764,35	181453,28	250530,23	295377,3
Місцеві податки і збори, з них:	7316,20	8055,15	27041,19	42261,50	53281,98	61026,4
Єдиний податок	6640,52	7413,25	10975,09	17167,10	24083,43	29564,2
Інші податки та збори, з них:	6089,18	7336,21	2804,37	4998,69	4700,59	4923,4
Екологічний податок	3899,49	4830,91	2691,04	4987,44	4698,44	4921,5
Збір на розвиток виноградарства, садівництва і хмелярства	1102,99	1038,29	104,21	-0,84	-0,55	0,3

Джерело: побудовано автором на основі даних [105]

Таблиця А.3

Динаміка основних джерел фінансування зведеного бюджету України, млн. грн.

Показник	Період					
	2013	**2014**	**2015**	**2016**	**2017**	**2018**
Фінансування (дефіцит “+”/ профіцит “-”)	63590,30	72030,46	30898,25	54813,91	42093,76	67788,54
Фінансування бюджету за типом кредитора						
Внутрішнє фінансування	49691,76	29855,52	-78752,87	21551,83	5110,63	23038,20
Зовнішнє фінансування	13898,54	42174,94	109651,11	33262,08	36983,13	44750,33
Фінансування бюджету за типом боргового зобов’язання						
Фінансування за борговими операціями	80479,76	200942,82	114814,24	174374,82	120730,61	54284,70
Фінансування за рахунок надходжень від приватизації	1 479,97	466,92	151,49	188,92	3 376,76	268,76
Фінансування за активними операціями	-18369,43	-129379,28	-84067,49	-119749,84	-81981,64	13235,08

Джерело: складено авторм на основі даних[105]

Продовження додатку А

Таблиця А.4

Динаміка видатків зведеного бюджету України за функціональною класифікацією, млн. грн.

Показник	Період					
	2013	**2014**	**2015**	**2016**	**2017**	**2018**
Видатки загалом	505843,81	523125,70	679871,40	835832,05	1056973,09	1250173,59
Видатки на загальнодержавні функції	61702,23	76845,87	117642,40	134256,93	166295,10	191541,82
Видатки на оборону	14844,36	27365,46	52015,77	59359,14	74 360,39	97 023,98
Видатки на громадський порядок, безпеку та судову владу	39409,25	44864,57	54962,97	72056,64	88 485,29	118025,17
Видатки на економічну діяльність	50757,83	43637,57	56257,34	66191,27	102883,35	140761,27
Видатки на охорону навколишнього природного середовища	5594,19	3481,75	5529,70	6255,42	7 349,26	8 242,07
Видатки на житлово-комунальне господарство	7704,70	17808,51	15700,43	17547,52	27 187,47	30 345,47
Видатки на охорону здоров’я	61568,77	57150,07	71001,12	75503,43	102392,43	115847,81
Видатки на духовний та фізичний розвиток	13661,18	13857,67	16228,34	16897,85	24 342,31	28 992,93
Видатки на освіту	105538,70	100109,53	114193,49	129437,71	177915,76	210029,44
Видатки на соціальний захист та соціальне забезпечення	145062,61	138004,68	176339,84	258326,14	285761,73	309363,63

Джерело: побудовано на основі даних [105]

Продовження додатку А

Таблиця А.5

Динаміка видатків зведеного бюджету України за економічною класифікацією, млн. грн.

Показник	Період					
	2013	**2014**	**2015**	**2016**	**2017**	**2018**
Поточні видатки	*476463,61*	*502926,04*	*633118,83*	*762702,45*	*957083,13*	*1106002,61*
Видатки на оплату праці і нарахування на заробітну плату	167676,49	162453,22	185565,73	221664,11	263710,04	326116,88
Видатки на використання товарів і послуг	99110,82	107949,72	142694,67	157659,62	247934,11	302458,35
Видатки на обслуговування боргових зобов’язань	35904,20	52483,51	88484,03	97687,38	111592,87	116936,89
Видатки на поточні трансферти	29712,62	37248,79	27217,19	25353,08	46730,34	52854,26
Видатки на соціальне забезпечення	139515,01	133825,44	170411,17	253084,52	280045,45	300737,41
Інші поточні видатки	4544,47	8965,36	18746,05	7253,73	7070,32	6898,83
Капітальні видатки	*29380,20*	*20199,66*	*46752,57*	*73129,60*	*99889,96*	*144170,97*
Видатки на придбання основного капіталу	17061,80	14626,04	35758,16	51958,14	60305,32	85887,03
Видатки на капітальні трансферти	12318,41	5573,62	10994,41	21171,46	39584,64	58283,94

Джерело: побудовано на основі даних [105]

Додаток Б

СТАТИСТИЧНІ ТЕСТИ ДЛЯ ОЦІНЮВАННЯ ВЗАЄМНОГО ЗВ'ЯЗКУ МІЖ ФІСКАЛЬНИМИ ПОКАЗНИКАМИ І ПАРАМЕТРАМИ ВАЛЮТНОГО РИНКУ

Таблиця Б1

Тест ADF на стаціонарність

Показник	Рівні		Перші різниці	
	1	2	1	2
$ESELL_t$	–2.23	–2.60	-3.84^{***}	-6.02^{***}
$EBUY_t$	–1.76	–1.94	-4.81^{***}	-4.01^{***}
T_t	0.85	0.18	-8.97^{***}	-6.51^{***}
G_t	0.43	0.49	-6.92^{***}	-6.54^{***}

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

Таблиця Б2

Коінтеграційний тест Джохансена

	Лаги	LR(0)	LR(1)	LR(2)	LR(3)	LR(4)
Модель-I	2	78.6^{***}	34.8^{*}	15.6	4.4	
Модель-II	2	88.3^{***}	46.9^{*}	25.5^{*}	10.2	0.6

Примітка: LR(r) означає статистику правдоподібності для нульової гіпотези H_0: r коінтеграційних векторів проти гіпотези H_1: стаціонарна VAR; * означає заперечення нульової гіпотези H_0 на рівні статистичної значущості 10% (** 5%, *** на рівні 1%).

Джерело: власні розрахунки автора

Продовження додатку Б

Таблиця Б3

Декомпозиція залишків VAR/VEC взаємовпливу купівлі-продажу іноземної валюти населенням, надходжень до бюджету і урядових видатків, 2002–2018 рр.

Імпульс	Відгук на зміни	Горизонт прогнозу (квартали)				Імпульс	Відгук на зміни	Горизонт прогнозу (квартали)			
		4	8	12	16			4	8	12	16
Надходження до бюджету (T_t)	T_t	76	67	63	60	Продаж іноземної валюти населенням ($ESELL_t$)	T_t	9	13	13	13
	G_t	6	9	11	12		G_t	1	2	2	2
	$ESELL_t$	0	0	0	0		$ESELL_t$	86	81	80	79
	$EBUY_t$	17	23	26	28		$EBUY_t$	4	5	6	6
Урядові видатки (G_t)	T_t	27	24	23	23	Купівля іноземної валюти населенням ($EBUY_t$)	T_t	1	1	1	1
	G_t	68	69	70	70		G_t	1	2	2	2
	$ESELL_t$	2	3	3	4		$ESELL_t$	58	61	62	63
	$EBUY_t$	3	3	4	4		$EBUY_t$	40	37	35	35

Джерело: власне опрацювання автора

Продовження додатку Б

Таблиця Б4

Декомпозиція залишків VAR/VEC взаємовпливу купівлі-продажу іноземної валюти населенням, надходжень до бюджету і урядових видатків та грошового «навісу», 2002–2018 рр.

Імпульс	Відгук на зміни	Горизонт прогнозу (квартали)				Імпульс	Відгук на зміни	Горизонт прогнозу (квартали)			
		4	8	12	16			4	8	12	16
Надходження до бюджету (T_t)	T_t	77	72	70	69	Продаж іноземної валюти населенням ($ESELL_t$)	T_t	0	2	2	2
	G_t	5	6	7	7		G_t	0	1	1	1
	$ESELL_t$	1	0	0	0		$ESELL_t$	92	87	86	86
	$EBUY_t$	13	16	18	18		$EBUY_t$	3	4	4	6
	$M2C_t$	4	5	5	5		$M2C_t$	5	6	7	7
Урядові видатки (G_t)	T_t	33	33	32	31	Купівля іноземної валюти населенням ($EBUY_t$)	T_t	10	7	6	6
	G_t	60	58	58	58		G_t	0	0	0	0
	$ESELL_t$	5	7	7	8		$ESELL_t$	55	58	59	60
	$EBUY_t$	1	2	3	3		$EBUY_t$	32	31	30	30
	$M2C_t$	0	0	0	0		$M2C_t$	3	4	4	4
Грошовий «навіс» ($M2C_t$)	T_t	12	10	9	8	-	-	-	-	-	-
	G_t	0	1	1	1	-	-	-	-	-	-
	$ESELL_t$	56	72	76	77	-	-	-	-	-	-
	$EBUY_t$	5	2	2	1	-	-	-	-	-	-
	$M2C_t$	27	16	13	12	-	-	-	-	-	-

Джерело: власне опрацювання автора

Додаток В

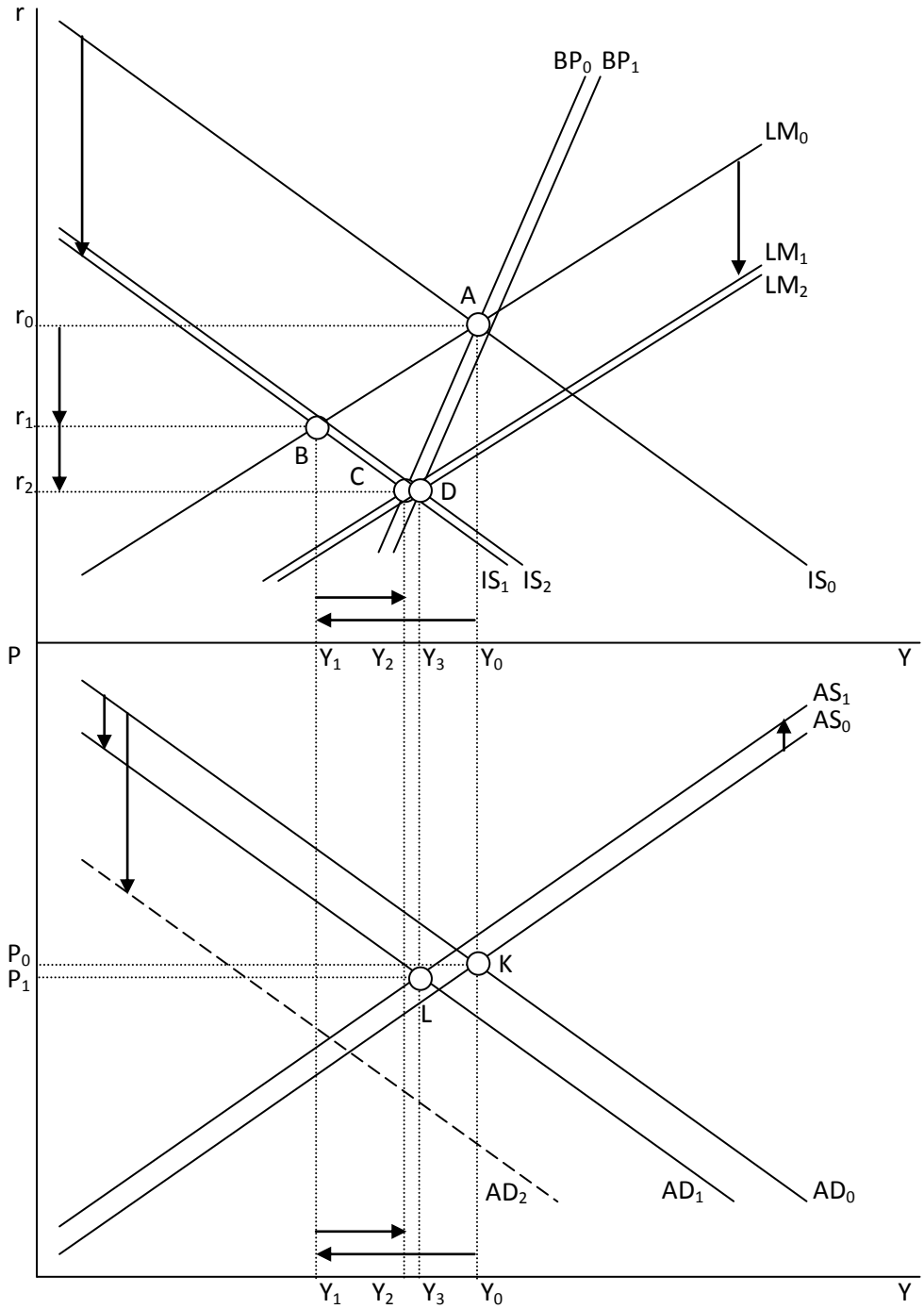


Рис. В. 1. Рестрикційна фіскальна політика з урахуванням залежності сукупної пропозиції від реального обмінного курсу для обмеженої мобільності капіталу (фіксований обмінний курс)

Джерело: побудовано автором

Продовження додатку В

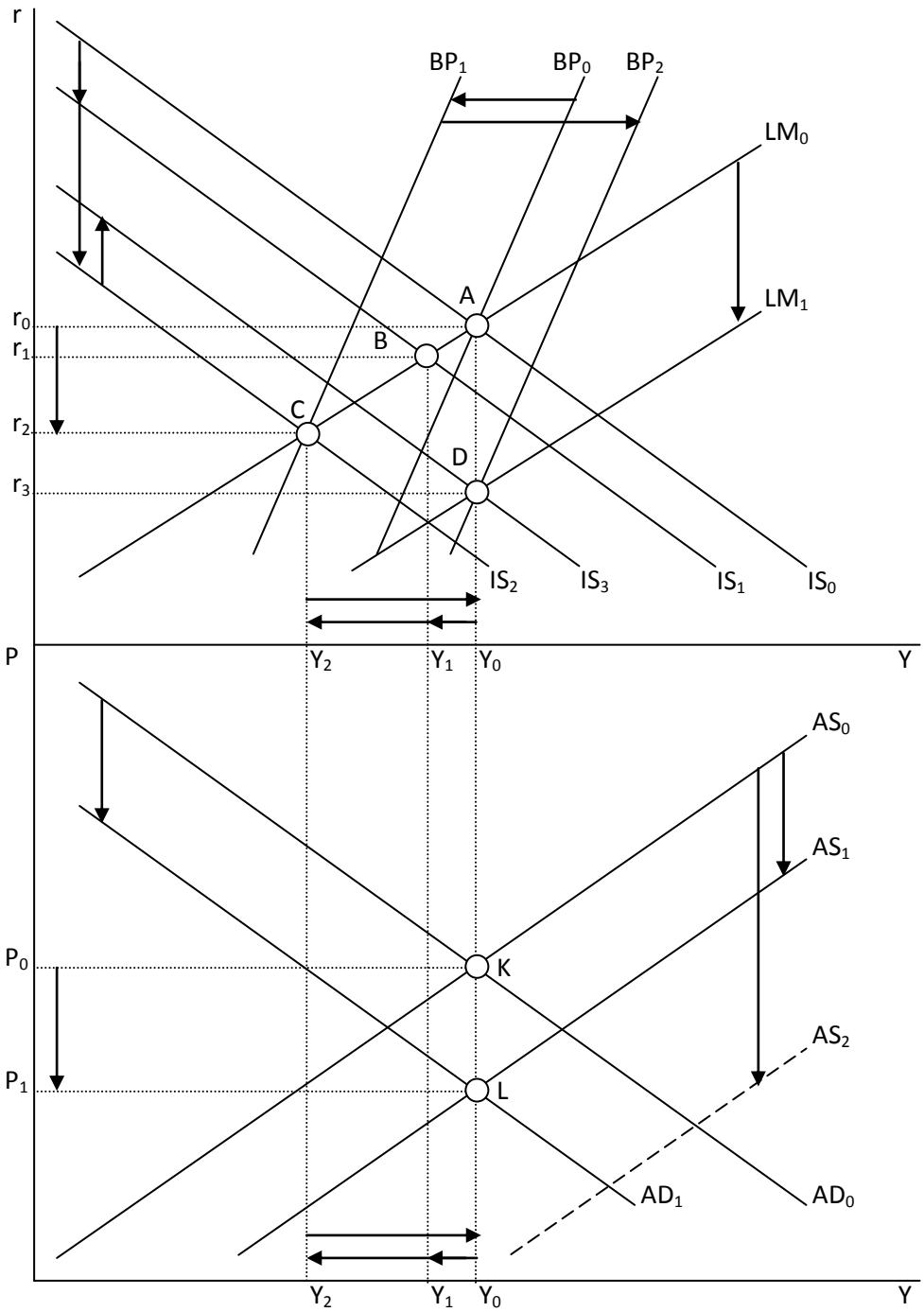


Рис. В.2. Рестрикційна фіскальна політика з урахуванням залежності сукупної пропозиції від реального обмінного курсу для обмеженої мобільності капіталу (плаваючий обмінний курс)

Джерело: побудовано автором

Продовження додатку В

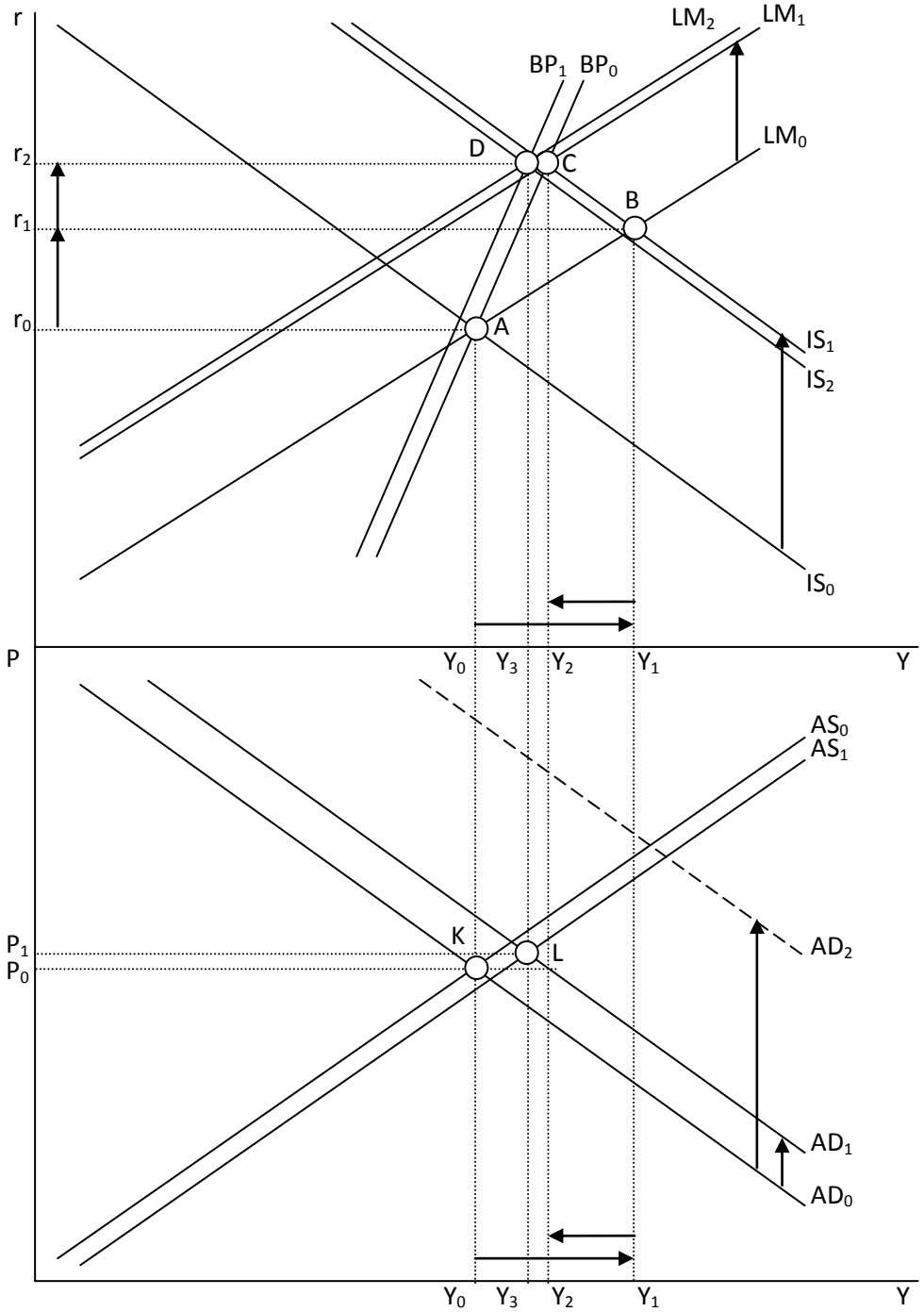


Рис. В.3. Експансійна фіскальна політика з урахуванням залежності сукупної пропозиції від реального обмінного курсу для обмеженої мобільності капіталу (фіксований обмінний курс)

Джерело: побудовано автором

Продовження додатку В

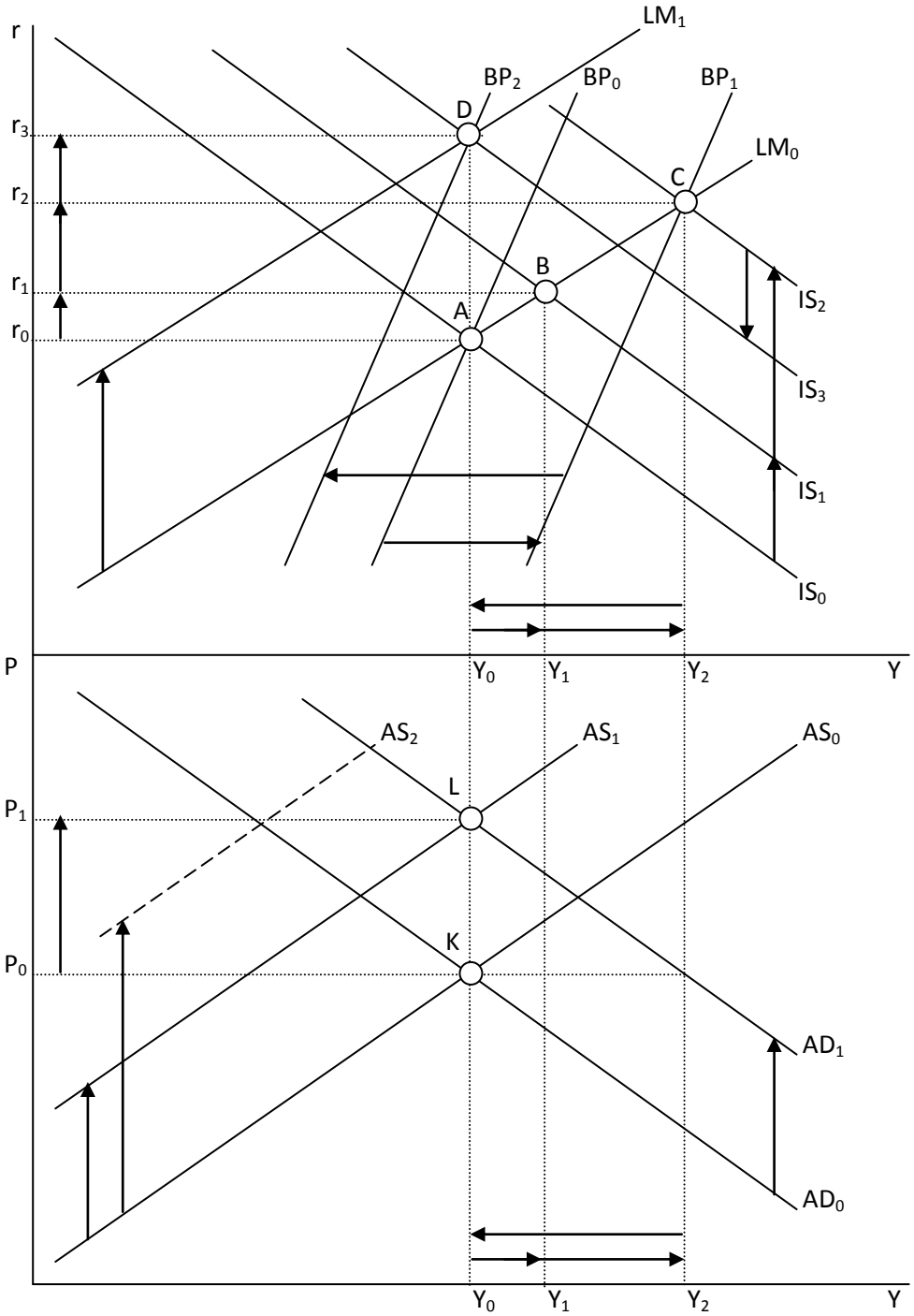


Рис. В.4. Експансійна фіскальна політика з урахуванням залежності сукупної пропозиції від реального обмінного курсу для обмеженої мобільності капіталу (плаваючий обмінний курс)

Джерело: побудовано автором

Додаток Г

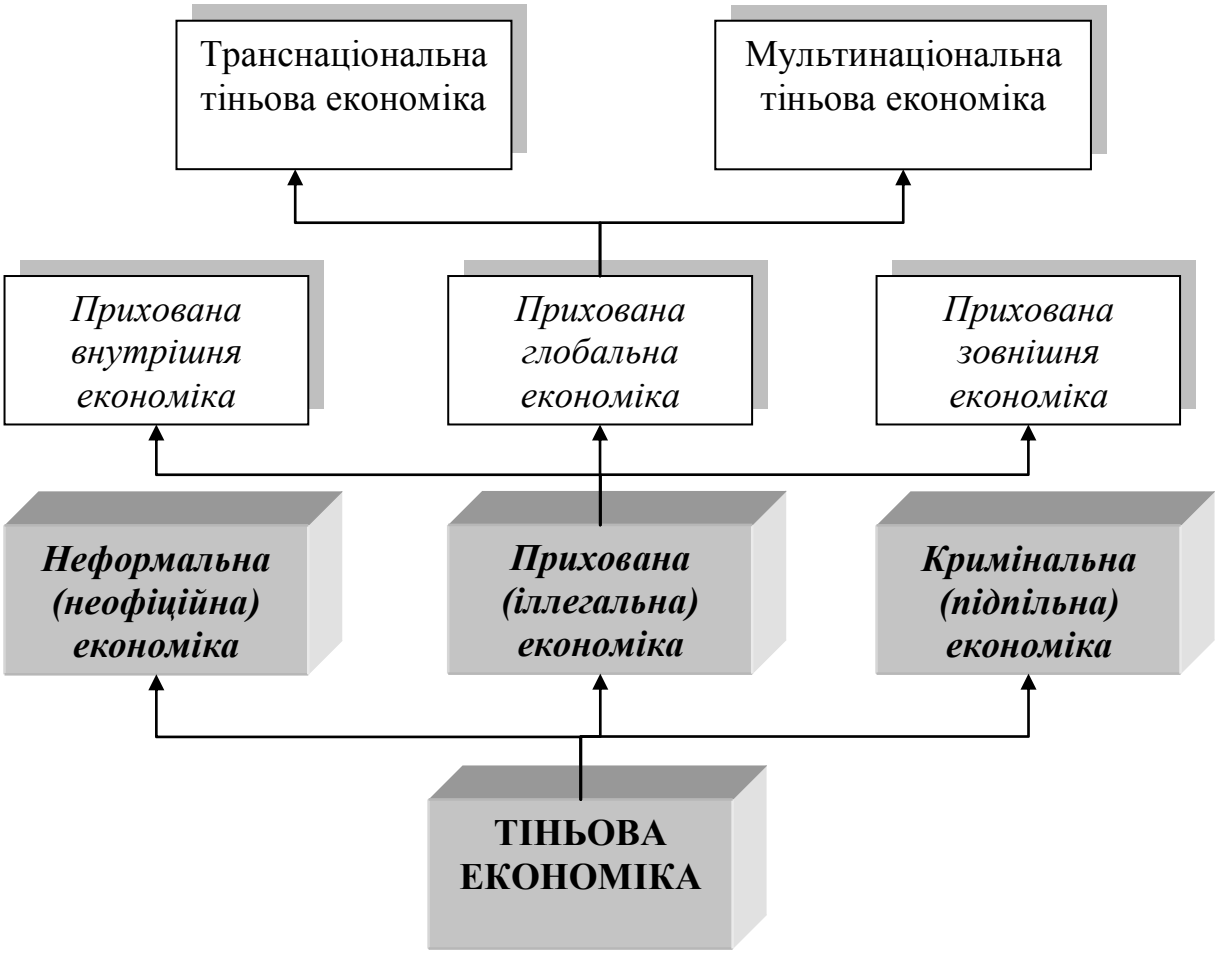


Рис. Г.1. Структура тіньової економіки

*Джерело:*сформовано автором на основі [61; 109]

Додаток Д

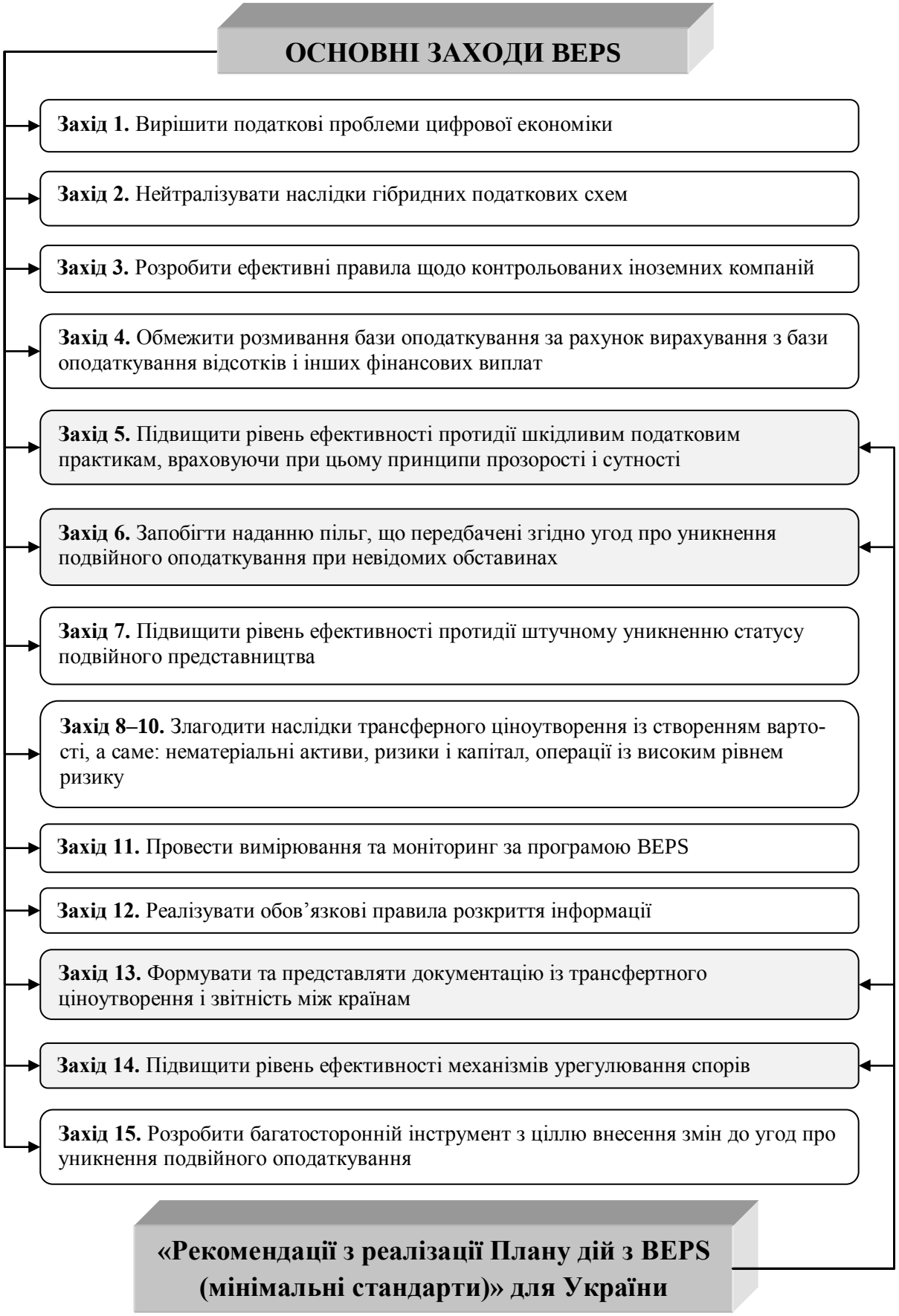


Рис. Д.1. Рекомендації з реалізації плану BEPS для України

Джерело: складено автором

Додаток Е

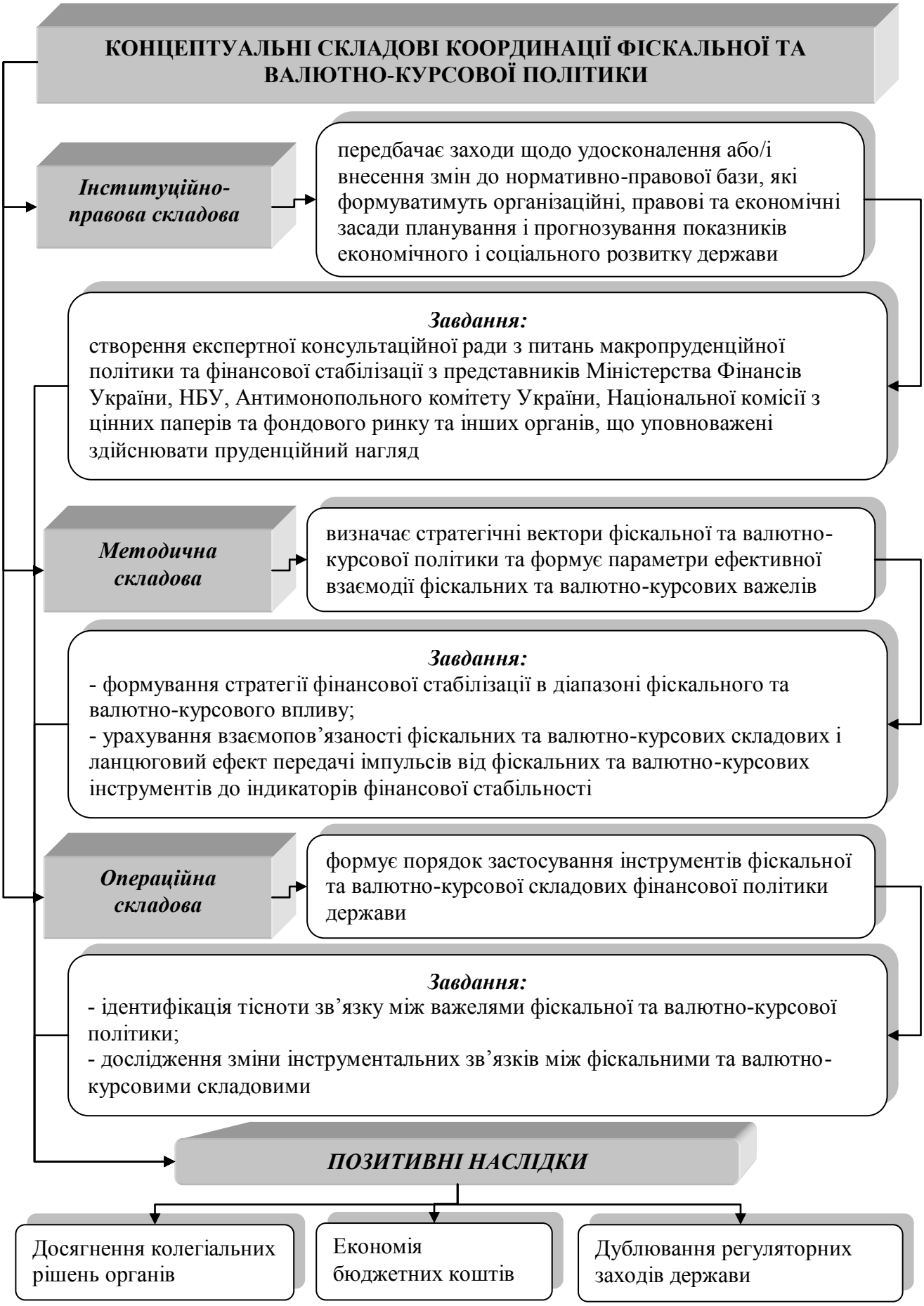


Рис. Е.1. Концептуальні складові координації фіскальної та валютно-курсової політики

Джерело: сформовано автором

Додаток Є

СТРАТЕГІЧНА ЦІЛЬ: *забезпечення фінансової стабільності за рахунок збільшення рівня стійкості фінансової системи і недопущення нагромадження системних ризиків*

ПРОМІЖНІ ЦІЛІ:

1. Недопущення високого рівня кредитування.
2. Недопущення примноження дефіциту ліквідності.
3. Зниження концентрації ризиків.
4. Зниження впливу викривлених стимулів.
5. Збільшення стійкості фінансової інфраструктури.

МАКРОПРУДЕНЦІЙНІ ІНСТРУМЕНТИ:

Інструменти капіталу

- *контрциклічний буфер капіталу* (використовується з метою зниження проциклічності фінансової системи)
- *буфер системної важливості* (використовується з метою підвищення здатності важливих банків покривати свої витрати та забезпечення рівності ринкових умов між малими і середніми банками)
- *буфер системного ризику* (використовується з метою зниження вразливості довгострокових структурних системних ризиків)
- *буфер консервації капіталу* (використовується з метою зниження про циклічності кредитування)
- *коефіцієнт левериджу* (нормативне значення коефіцієнта сприяє обмеженню нарощення банками активних операцій внаслідок залучених коштів)

Інструменти ліквідності

- *коефіцієнт покриття ліквідністю* (нормативне значення коефіцієнта сприяє збереженню достатнього рівня ліквідності у період кризових ситуацій)
- *коефіцієнт чистого стабільного фінансування* (використовується з метою закликання банків до переорієнтації на довготермінові джерела фінансування та короткий термін кредитування)

Інші інструменти

- встановлення граничної рівноваги між розміром кредиту та вартістю забезпечення
- встановлення граничної рівноваги між сумою обслуговування боргу та доходом позичальника чи загальною сумою кредиту і доходу
- формування підвищених вимог до розкриття інформації

СИСТЕМА ІНДИКАТОРІВ ТА ОЗНАК РИЗИКІВ

Рис.Є.1. Інструменти макропруденційної політики

Джерело: складено автором

Додаток Ж

СПИСОК ПУБЛІКАЦІЙ ЗДОБУВАЧА

Наукові праці, в яких опубліковані основні наукові результати дисертації:

1. Козакевич О. Р. Валютний ринок України: аналіз поточних тенденцій та особливостей розвитку. Наукові записки. Серія «Економіка» : зб. наук. праць. Острог : Видавництво Національного університету «Острозька академія», 2013. Вип. 23. С. 295-300. – 0,48 д.а.
2. Козакевич О. Р. Взаємодія валютно-курсової та фіскальної політики в умовах переходу до гнучкого режиму курсоутворення. Збірник наукових праць "Економічний простір". Дніпропетровськ: ПДАБА, 2015. 101. С. 25-38. – 0,69 д.а.
3. Козакевич О. Р. Вплив податків на рівновагу валютного ринку: емпірична оцінка. Вісник Львівського університету. Серія економічна, зб. наук. праць. 2016. Випуск 53. С. 196-203. – 0,48 д.а.
4. Козакевич О. Р. Видатки Державного бюджету та рівновага валютного ринку України. Український журнал прикладної економіки. 2018. № 1. Том 3. С. 53-62. – 0,54 д.а.
5. Козакевич О. Р. Теоретичні моделі взаємодії між фіскальною та монетарною політикою в умовах макроекономічної дестабілізації. Формування ринкової економіки в Україні. 2018. Вип. 40. Ч. 1. С. 228-234. – 0,44 д.а.
6. Козакевич О. Р. Фіскальна політика як інструмент регулювання валютного ринку України. Наукові записки Львівського університету бізнесу і права. Серія економічна. 2018. № 20. С.48-59. – 0,31 д.а.
7. Козакевич О. Р. Вплив фіскальної політики на забезпечення стабільності валютного ринку України. Ефективна економіка. № 12. 2018 р. Режим доступу: https://doi.org/10.32702/2307-2105-2018.12.206. – 0,52 д.а.
8. Olha Kozakevych: Features of Fiscal Policy in the System of Levers of Stimulation of the National Economy of Ukraine . Traektoria nauki. Path of Science. Slovak Republic. 2018. № 7. С.1001-1006. – 0,53 д.а.

Наукові праці, які засвідчують апробацію матеріалів дисертації:

9. Козакевич О. Р. Механізми впливу фіскальних важелів на рівновагу валютного ринку. Шляхи стабілізації економічного стану в країнах СНД: збірник тез наукових робіт учасників міжнародної практичної

конференції (6-7 вересня 2013, м. Одеса). ГО «Центр економічних досліджень та розвитку»: ЦЕДР, С. 110-113. – 0,2 д.а.

10. Козакевич О. Р. Особливості валютного регулювання в Україні. Інноваційні механізми для розвитку підприємств, регіонів, країн»: матеріали міжнар. наук.-практ. конф., (13-14 вересня, 2013, м. Дніпропетровськ) Національний гірничий університет. : Видавничий дім «Гельветика», С.152-155. – 0,3 д.а.

11. Козакевич О. Р. Еластичність попиту та пропозиції іноземної валюти. Економіка, фінанси, управління та право: теоретичні підходи та практичні аспекти розвитку: збірник тез доповідей Міжнародної науково-практичної конференції (23 липня 2018, м. Полтава): у 2 ч., Полтава: ЦФЕНД, 2018. Ч. 2., С.15-16. – 0,07 д.а.

12. Козакевич О. Р. Міжнародна валютна ліквідність: сутність, структура та показники. XXXII Міжнародна науково-практична конференція «Актуальні проблеми сучасної науки» : збірник тез наукових робіт (31 липня 2018, м. Санкт-Петербург – Астана – Київ – Відень). Міжнародний науковий центр, 2018. С.42-43. – 0,08 д.а.

13. Козакевич О. Р. Модель валютного курсу. XIV Міжнародна науково-практична конференція «Актуальні проблеми економіки та фінансів» : збірник тез наукових робіт (31 липня 2018, м. Київ – Санкт-Петербург – Відень). Фінансово-економічна наукова рада, 2018. С. 41-42. – 0,1 д.а.

14. Козакевич О. Р. Валютний ринок та основні види валютних операцій. XXXIII Міжнародна науково-практична конференція «Актуальні проблеми сучасної науки» : збірник тез наукових робіт (30 серпня 2018, м. Астана – Харків – Відень). Міжнародний науковий центр, 2018. С. 66-67. – 0,07 д.а.

15. Козакевич О. Р. Валютний курс: сутність та методи регулювання. Матеріали V Міжнародно-практичної конференції «Актуальні питання економічних наук» (28-29 вересня 2018, м. Київ). Херсон : Видавництво «Молодий вчений», 2018. С.76-77. – 0,11 д.а.

16. Козакевич О. Р. Сутність податкової політики та її роль у державному регулюванні економіки. Міжнародна науково-практична конференція «Економіка, облік, фінанси та право: сучасні тенденції та перспективи розвитку в Україні та світі» (29 вересня 2018, м. Полтава). Полтава: ЦФЕНД, 2018. Ч. 2., С.43-44. – 0,1 д.а.

17. Козакевич О. Р. Роль фіскальної політики в антициклічному регулюванні економіки. Актуальні проблеми економіки та фінансів: збірник тез наукових праць XV Міжнародної науково-практичної конференції (31 жовтня 2018, м. Київ–Санкт-Петербург–Відень). ГО «Фінансово-економічна наукова рада», 2018. С. 64-66. – 0,14 д.а.

18. Козакевич О. Р. Проблеми тінізації валютного ринку України. Актуальні проблеми сучасної науки: збірник тез наукових праць XXXVII Міжнародна науково-практична конференції (28 грудня 2018, м. Астана – Харків – Відень). Міжнародний науковий центр, 2018. С. 47-48. – 0,08 д.а.

ВІДОМОСТІ ПРО АПРОБАЦІЮ РЕЗУЛЬТАТІВ ДИСЕРТАЦІЇ

1. Міжнародна науково-практична конференція «Шляхи стабілізації економічного стану в країнах СНД» (6-7 вересня 2013, м. Одеса, дистанційна форма участі).
2. Міжнародна науково-практична конференція «Інноваційні механізми для розвитку підприємств, регіонів, країн» (13-14 вересня, 2013, м. Дніпропетровськ, дистанційна форма участі).
3. Міжнародна науково-практична конференція «Економіка, фінанси, управління та право: теоретичні підходи та практичні аспекти розвитку» (23 липня 2018, м. Полтава, дистанційна форма учаті).
4. XXXII Міжнародна науково-практична конференція «Актуальні проблеми сучасної науки» (31 липня 2018, м. Санкт-Петербург – Астана – Київ – Відень, дистанційна форма участі).
5. XIV Міжнародна науково-практична конференція «Актуальні проблеми економіки та фінансів» (31 липня 2018, м. Київ – Санкт-Петербург – Відень, дистанційна форма участі).
6. XXXIII Міжнародна науково-практична конференція «Актуальні проблеми сучасної науки» (30 серпня 2018, м. Астана – Харків – Відень, дистанційна форма участі).
7. V Міжнародно-практична конференція «Актуальні питання економічних наук» (28-29 вересня 2018, м. Київ, дистанційна форма участі).
8. Міжнародна науково-практична конференція «Економіка, облік, фінанси та право: сучасні тенденції та перспективи розвитку в Україні та світі» (29 вересня 2018, м. Полтава, дистанційна форма участі)
9. XV Міжнародна науково-практична конференція (31 жовтня 2018, м. Київ–Санкт-Петербург–Відень, дистанційна форма участі).
10. XXXVII Міжнародна науково-практична конференції (28 грудня 2018, м. Астана – Харків – Відень, дистанційна форма участі

ДЕРЖАВНА ФІСКАЛЬНА СЛУЖБА УКРАЇНИ
ГОЛОВНЕ УПРАВЛІННЯ ДФС У ЛЬВІВСЬКІЙ ОБЛАСТІ

вул. Стрийська, 35, м. Львів, 79003, тел. (032) 297-30-91; факс (032) 297-39-39
www.lv.sfs.gov.ua; e-mail: lv.official@sfs.gov.ua Код ЄДРПОУ 39462700

24.01.19 № 3399/10/01.03 на № _____ від _____

Голові спеціалізованої вченої ради
Львівського національного університету
імені Івана Франка
Д 35.051.01
д.е.н., проф.Крупці М.І.

Довідка
про впровадження результатів наукового дослідження

Наукова робота на тему «Фіскальна політика у забезпеченні стабільності валютного ринку України» аспірантки кафедри фінансів, грошового обігу та кредиту Львівського національного університету імені Івана Франка Козакевич Ольги Романівни містить систему наукових поглядів щодо реалізації фіскальної політики, як такої, що сприятиме стабілізації валютного ринку України. Зокрема, визначено опосередкований вплив фіскальних важелів на попит і пропозицію іноземної валюти. За результатами виконаного дослідження здобувачкою обґрунтовані основні напрями реалізації сучасної податкової політики, котрі були використані при розробленні перспективних і поточних планів ГУ ДФС у Львівській області.

Начальник Кондро І.В.

ГУ ДФС У ЛЬВІВСЬКІЙ ОБЛАСТІ
№ 3399/10/01+03 від 24.01.2019

МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ
MINISTRY OF EDUCATION AND SCIENCE OF UKRAINE
ЛЬВІВСЬКИЙ НАЦІОНАЛЬНИЙ УНІВЕРСИТЕТ ІМЕНІ ІВАНА ФРАНКА
IVAN FRANKO NATIONAL UNIVERSITY OF LVIV

вул. Університетська, 1, м. Львів, 79000, Україна
тел./факс (032) 261-60-48, тел. 260-34-02
http://www.lnu.edu.ua, e-mail:lnu@lnu.edu.ua
Код ЗКПО 02070987 Державна Казначейська служба України
МФО 820172, р.р. 35225230001061
№ свідоцтва 17701483, ін. под. № 020709813029
Валютний рахунок № 26007006042 в Укрексімбанку
м. Львова МФО 325718

1, UniversytetskaStr.,Lviv, 79000, Ukraine
Phone/Fax: +38 (032) 261-60-48, 260-34-02
http://www.lnu.edu.ua, e-mail: lnu@lnu.edu.ua
Code ZKPO 02070987 State Treasury Service of Ukraine
MFO 820172, SettlementAcc. 35225230001061
Certificate No. 17701483,Tax IN020709813029
Foreign Currency Acc.No. 26007006042 in Lviv Branch of
Ukreximbank MFO 325718

№ 5075-Н від 03.12.2018 на № _____ від _____

Довідка

Видана Козакевич Ользі Романівні про те, що результати її дисертаційної роботи на тему: «Фіскальна політика у забезпеченні стабільності валютного ринку України» використано у навчальному процесі на економічному факультеті Львівського національного університету імені Івана Франка під час викладання дисциплін: «Гроші і кредит», «Фінанси», «Податкова система», «Фінансовий ринок», «Міжнародні валютно-кредитні відносини і розрахунки».

Проректор з наукової роботи
Львівського національного
університету імені Івана Франка
член-кореспондент НАН України,
доктор хімічних наук, професор Р.Є. Гладишевський

УКРГАЗБАНК

ПУБЛІЧНЕ АКЦІОНЕРНЕ ТОВАРИСТВО АКЦІОНЕРНИЙ БАНК
ЛЬВІВСЬКА ОБЛАСНА ДИРЕКЦІЯ
вул. Стрийська, 98, м. Львів, Україна, 79026
тел./факс: (032) 297-12-01, 297-65-01
МФО 320478, ЄДРПОУ 23697280

28.12.2018 № 125/12

На № _____

ДОВІДКА

про впровадження результатів наукового дослідження

Козакевич Ольги Романівни

Висновки та рекомендації, які розроблені аспіранткою кафедри фінансів, грошового обігу та кредиту Львівського національного університету імені Івана Франка Козакевич О. Р. на тему «Фіскальна політика у забезпеченні стабільності валютного ринку України» використовуються у поточній діяльності АБ «УКРГАЗБАНК».

Заступник директора

Львівської ОД АБ «УКРГАЗБАНК» Шмигельський Т.І.