

ДЖЕРЕЛА ФІНАНСУВАННЯ ДЕФІЦИТУ БЮДЖЕТУ: ТЕНДЕНЦІЇ У ЗАСТОСУВАННІ ТА ВИКЛИКИ ДЛЯ СТАБІЛЬНОСТІ ДЕРЖАВНИХ ФІНАНСІВ УКРАЇНИ

© 2015 КОЛЯДА Т. А.

УДК 336.14

Коляда Т. А. Джерела фінансування дефіциту бюджету: тенденції у застосуванні та виклики для стабільності державних фінансів України

Мета статті полягає в дослідженні складу та структури джерел фінансування дефіциту бюджету, виявленні тенденцій у їх застосуванні та визначенні можливих ризиків для стабільності державних фінансів України в коротко- та довгостроковій перспективах. На основі аналізу причин і чинників виникнення дефіциту бюджету та напрямів витрачання коштів на його покриття було визначено виклики для фінансової безпеки держави. У результаті дослідження було доведено, що жодне із джерел фінансування дефіциту бюджету не має абсолютних переваг перед іншими та не є повністю неінфляційним. Уряд, приймаючи рішення стосовно вибору способу фінансування дефіциту бюджету, має виходити з позиції економічної доцільності залучення кожного із джерел фінансування, поєднуючи їх та мінімізуючи можливі негативні наслідки як для бюджету, так і для економіки країни в цілому, у коротко- та довгостроковому періодах. Узагальнюючи сучасні концептуальні підходи до збалансування бюджету, обгрунтовано доцільність обрання для України стратегії стабілізації державних фінансів на основі функціонування фінансів та з урахуванням впливу внутрішніх (інституціональних та макроекономічних) і зовнішніх (глобалізаційних) чинників. Перспективою подальших досліджень у даному напрямі є доведення необхідності при розробці проектів майбутніх фінансових планів держави акцентувати увагу на заходах щодо підтримки довгострокового потенціалу економічного зростання, у тому числі й за рахунок скорочення дефіциту бюджету, що вимагає тонкого балансу між податковою політикою та реформами витраток.

Ключові слова: дефіцит бюджету, джерела фінансування, збалансування бюджету, фінансова стабільність.

Табл.: 4. **Бібл.:** 11.

Коляда Тетяна Анатоліївна – кандидат економічних наук, доцент, доцент кафедри фінансів, Національний університет державної податкової служби України (вул. Карла Маркса, 31, м. Ірпінь, Київська обл., 08201, Україна)

E-mail: t_kolyada@mail.ru

УДК 336.14

UDC 336.14

Коляда Т. А. Источники финансирования дефицита бюджета: тенденции в применении и вызовы для стабильности государственных финансов Украины

Koliada T. A. Sources of Financing the Budget Deficit: Trends in the Application and Challenges to the Stability of Ukrainian Public Finance

Цель статьи состоит в исследовании состава и структуры источников финансирования дефицита бюджета, выявлении тенденций в их применении и определении возможных рисков для стабильности государственных финансов Украины в коротко- и долгосрочной перспективах. На основе анализа причин и факторов возникновения дефицита бюджета и направлений использования средств на его покрытие были определены вызовы для финансовой безопасности государства. В результате исследования было доказано, что ни один из источников финансирования дефицита бюджета не имеет абсолютных преимуществ перед другими и не является полностью неинфляционным. Правительство, принимая решение относительно выбора способа финансирования дефицита бюджета, должно исходить из позиции экономической целесообразности привлечения каждого из источников финансирования, сочетая их и минимизируя возможные негативные последствия как для бюджета, так и для экономики страны в целом, в кратко- и долгосрочном периодах. Обобщая современные концептуальные подходы к сбалансированию бюджета, обоснована целесообразность выбора для Украины стратегии стабилизации государственных финансов на основе функционирования финансов и с учетом влияния внутренних (институциональных и макроэкономических) и внешних (глобализационных) факторов. Перспективой дальнейших исследований в данном направлении является доведение необходимости при разработке проектов будущих финансовых планов государства акцентировать внимание на мероприятиях, касающихся поддержки долгосрочного потенциала экономического роста, в том числе и за счет сокращения дефицита бюджета, что требует тонкого баланса между налоговой политикой и реформами расходов.

The article is aimed to study the composition and structure of sources for financing the budget deficit, reveal trends in their application and identify possible risks to the stability of public finance in the short-and long-term perspectives. Based on the analysis of reasons and factors of occurrence of the budget deficit and directions of use the funds for its covering, the challenges for the financial security of the State have been identified. As result of the study, it was proven that none of the sources for financing of the budget deficit does not have absolute advantage over others and is not completely non-inflationary. The Government, in deciding on the choice of the mode of financing the budget deficit, must proceed from the position of economic feasibility of each source of financing, combining them and minimizing the possible negative consequences for both the budget and the economy as a whole in the short and long run. Summing up the modern conceptual approaches to balancing the budget, the expedience of choosing for Ukraine strategies to stabilize public finances on the basis of the functioning of finance, taking into account the influence of the internal (institutional and macroeconomic) and the external (global) factors, has been substantiated. Prospect of further research in this area is to give reasons for necessity of focusing on activities to support long-term economic growth when projecting future financial plans of the State, taking into consideration the possible reduction of the budget deficit that can require a finer balance between fiscal policy and reforms of expenditures.

Ключевые слова: дефицит бюджета, источники финансирования, сбалансирование бюджета, финансовая стабильность.

Key words: budget deficit, financing sources, balancing the budget, financial stability.

Табл.: 4. **Библ.:** 11.

Tabl.: 4. **Bibl.:** 11.

Коляда Татьяна Анатольевна – кандидат экономических наук, доцент, доцент кафедры финансов, Национальный университет государственной налоговой службы Украины (ул. Карла Маркса, 31, г. Ирпень, Киевская обл., 08201, Украина)

Koliada Tetiana A. – Candidate of Sciences (Economics), Associate Professor, Associate Professor of the Department of Finance, National University of State Tax Service of Ukraine (vul. Karla Marksa, 31, Irpin, Kyivska obl., 08201, Ukraine)

E-mail: t_kolyada@mail.ru

E-mail: t_kolyada@mail.ru

Для виконання державою законодавчо визначених і покладених на неї функцій у повному обсязі необхідна наявність фінансових ресурсів, більшість яких акумулюється через державний бюджет. Оскільки бюджет складається з трьох основних частин – доходів, видатків та фінансування, то принципово вимогою до бюджетної політики держави є забезпечення збалансованості бюджету як на касовій основі, так і на основі зобов'язань, і визначення економічно обґрунтованих джерел фінансування дефіциту бюджету в разі його виникнення. Тому затвердження збалансованого бюджету свідчить про проведення урядом виваженої бюджетної політики та є запорукою загальної фінансової стійкості держави.

Сучасна фінансова теорія передбачає три класичні концептуальні підходи до збалансування державного бюджету, а саме:

- 1) збалансування на щорічній основі;
- 2) збалансування в ході економічного циклу;
- 3) збалансування на основі функціонування фінансів [1, с. 191].

Оскільки розвиток фінансів, у тому числі й державних, відбувається сьогодні в умовах глобалізації, то професор А. І. Крисоватий виділяє додатково ще дві концепції збалансування бюджету, а саме: концепцію компенсаційного бюджету та концепцію фіскальної консолідації, де акцент робиться на впливі стану розвитку економік провідних країн світу на бюджетну політику країн «периферії» ЄС та країн з ринками, що розвиваються [2, с. 17]. Зазначені підходи та чинники безпосередньо впливають на вибір джерел фінансування дефіциту бюджету, який щорічно робить уряд країни, при здійсненні збалансування бюджету.

Розробці теорії й практики державних фінансів, вивченню концептуальних підходів до збалансування бюджету та вибору способів його фінансування присвячено праці представників різних напрямів західних наукових традицій, а саме: Ш. Бланкарта, Дж. Кейнса, Р. Масгрейва, Дж. Сакса, Т. Саржента, П. Самуельсона, Дж. Стігліца, Н. Уоллеса, В. Танзі та інших.

Серед сучасних українських вчених вагомий внесок у дослідження питань еволюції теоретичних підходів до збалансування бюджету в умовах зростаючих внутрішніх і зовнішніх викликів для фінансової стабільності держави зробили О. Д. Василик, В. М. Геєць, Т. І. Єфіменко, Ю. Б. Іванов, А. І. Крисоватий, В. В. Корнєєв, І. О. Лютий, І. О. Луніна, Ц. Г. Огонь, А. А. Тарангул, В. М. Федосов, С. І. Юрій та інші.

Відаючи належне науковим напрацюванням вітчизняних і зарубіжних вчених з даної проблематики, слід зауважити, що існує потреба в подальшому дослідженні сучасних підходів до вибору джерел фінансування дефіциту бюджету з метою його збалансування в умовах загрозового зростання державного боргу, обмеженості золотовалютних резервів національного банку, рецесії в економіці та складної політичної ситуації в Україні.

Метою статті є дослідження складу та структури джерел фінансування дефіциту бюджету, виявлення тенденцій у їх застосуванні та визначення можливих ризиків для стабільності державних фінансів України в коротко- та довгостроковій перспективі.

Бюджетний дефіцит є досить поширеним явищем, яке за своєю суттю представляє перевищення видатків над постійними доходами бюджету. Основною причиною виникнення бюджетного дефіциту є випереджаюче зростання бюджетних видатків порівняно зі зростанням доходів бюджету (табл. 1), що має місце в Україні протягом останніх років, за виключенням 2011 р. Однак наявність бюджетного дефіциту не свідчить про незбалансованість бюджету, оскільки при його складанні та затвердженні встановлюються обґрунтовані джерела фінансування.

Прийняття бездефіцитного або профіцитного державного бюджету не є самоціллю, оскільки це означає, що капітальні видатки повинні бути фінансовані, в основному, за рахунок податків, що не дозволить уряду перекласти витрати для фінансування інвестиційних проектів на майбутні покоління платників податків, коли буде віддача від капітальних вкладень у вигляді отриманих прибутків і сплачених податків або іншого корисного ефекту для суспільства в цілому. За таких обставин уряд втрачає зацікавленість у фінансуванні довгострокових інвестиційних проектів, що породжує відкладені вигоди та значний розрив між обсягом поточних доходів і видатків бюджету.

Теоретично можливі три способи фінансування бюджетного дефіциту, а саме: державні запозичення, продаж державних активів та монетизація дефіциту. Тому, залежно від джерел фінансування, бюджетний дефіцит – це обсяг бюджетних видатків, які здійснені урядом за рахунок:

- ✦ внутрішніх та зовнішніх фінансових заощаджень інших секторів економіки, у тому числі й міжнародних, на добровільних засадах протягом поточного року;

Таблиця 1

Динаміка темпів зміни доходів та видатків Зведеного бюджету України за 2008 – 2013 рр., %

Показник	Рік					
	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Темпи зміни доходів Зведеного бюджету України, у % до попереднього року	35,4	-8,4	15,2	26,7	11,8	-0,6
Темпи зміни видатків Зведеного бюджету України, у % до попереднього року	36,8	-0,6	22,9	10,3	18,1	2,7

Джерело: розраховано автором за даними Державної казначейської служби України (<http://treasury.gov.ua>).

- ✦ продажу активів державної власності;
- ✦ викупу центробанком первинної емісії облігацій внутрішньої державної позики.

Бюджетний дефіцит перманентно притаманний державним фінансам більшості країн світу, як розвиненим, так і з ринками, що розвиваються, тому необхідно дотримуватися певних правил щодо напрямків використання бюджетних коштів, отриманих за рахунок фінансування дефіциту бюджету. Важливо, щоб кошти, які надходять до бюджету внаслідок збільшення державного боргу або продажу державних активів, були спрямовані на інноваційно-інвестиційні проекти (створення або придбання нових активів колективної власності, у тому числі й державної) або на погашення основної суми вже існуючого державного боргу. Саме тому більшість країн світу у бюджетному законодавстві запровадили обмеження, так зване «золоте правило», відповідно до якого розмір бюджетного дефіциту не може перевищувати обсяг бюджетних інвестицій у відповідному бюджетному періоді. Однак, незважаючи на існування аналогічної норми й у Бюджетному кодексі України, дотримуватися її уряду не завжди вдається, особливо в останні роки (табл. 2).

Як свідчать наведені дані, економіка України так і не змогла подолати негативні впливи світової фінансової кризи 2008 – 2009 рр. і стабілізувати стан державних фінансів, тому, починаючи з 2009 р. і по теперішній час (крім 2011 р.), обсяг дефіциту бюджету перевищує обсяг капітальних видатків зведеного бюджету. Фактично мова йде про спрямування позикових коштів та коштів від продажу державних активів на поточне споживання. Таким чином, можна констатувати, що за напрямками дефіцитного фінансування в Україні превалює пасивний бюджетний дефіцит, кошти від покриття якого спрямовуються на поточні видатки бюджету, як-то соціальні трансферти, виплата зарплати у бюджетній сфері тощо. Частка активного дефіциту бюджету, за рахунок якої здійснюється фінансування інвестиційних потреб, є незначною і має тенденцію до зменшення.

Відповідно до положень Бюджетного кодексу України місцевий бюджет може затверджуватися з дефіцитом за загальним фондом у разі використання вільного залишку бюджетних коштів, а також за спеціальним фондом у разі залучення до бюджету розвитку коштів від місцевих запозичень, коштів із загального фонду такого місцевого бюджету, надходження внаслідок продажу/пред'явлення цінних паперів, а також у разі використання залишків коштів спеціального фонду місцевого

бюджету, крім власних надходжень бюджетних установ (ст. 72). При цьому держава не несе відповідальності за борговими зобов'язаннями Автономної Республіки Крим і територіальних громад (ст. 74) [3]. Тому розглянемо структуру джерел фінансування дефіциту Державного бюджету України (табл. 3).

Як свідчать наведені дані, починаючи з 2008 р., уряд надає перевагу внутрішнім запозиченням при виборі джерел фінансування. Так, у 2008 р. порівняно з 2007 р. питома вага внутрішніх запозичень зростає майже у 3,5 разу та склала 3/4 від загального обсягу фінансування дефіциту бюджету, що є абсолютним максимумом за останні роки. У подальшому джерела фінансування були майже порівну диференційовані між внутрішніми та зовнішніми запозиченнями, додаючи до останніх у 2010 р. повернення коштів з депозитів або пред'явлення цінних паперів у розмірі 5,0% від загального обсягу фінансування, у 2011 р. – надходження від приватизації (12,4% від загального обсягу фінансування) та у 2012 р. – використання залишків та інші операції зі зміни обсягів бюджетних коштів (8,9% від загального обсягу фінансування). У 2013 р. знов відбулося зростання питомої ваги внутрішніх запозичень у структурі джерел фінансування на 15,4% до 67,1% за майже відсутністю інших джерел, крім зовнішніх запозичень, що свідчить про посилення фіскальної напруги у держави та відсутність маневру в уряді при виборі джерел фінансування.

Характерною особливістю структури джерел фінансування бюджету протягом 2007 – 2013 рр. є втрата фіскального потенціалу надходжень від приватизації у формуванні доходів держави. Різне падіння у 2008 р. частки надходжень від приватизації державного майна у структурі джерел фінансування майже у 12 разів порівняно з 2007 р. вдалося лише частково компенсувати у 2011 р., однак утримати досягнуту тенденцію протягом наступних років уряд не спромігся. Це може свідчити як про свідомий крок уряду щодо небажання продавати активи держави, які у майбутньому будуть забезпечувати стабільні надходження до бюджету у вигляді податкових і неподаткових надходжень, або зазначені підприємства мають стратегічне значення та/або виробляють суспільні товари та послуги; також це може бути результатом вимушеного кроку уряду через неможливість отримати на фондовому ринку розрахунковий обсяг коштів від продажу державної частки власності.

За характером впливу на інфляційні процеси джерела фінансування дефіциту бюджету класифікують на

Таблиця 2

Показники капітальних видатків та дефіциту Зведеного бюджету України за 2007 – 2013 рр., % від ВВП

Показник	Рік						
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Питома вага капітальних видатків Зведеного бюджету України, % від ВВП	5,4	4,3	2,2	2,8	3,2	2,9	2,0
Дефіцит (-), профіцит (+) Зведеного бюджету України, % від ВВП	-1,1	-1,5	-4,1	-6,0	-1,8	-3,6	-4,4

Джерело: розраховано автором за даними Державної казначейської служби України (<http://treasury.gov.ua>).

Структура джерел фінансування Державного бюджету України за 2007 – 2013 рр., %

Показник	Рік						
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Внутрішні запозичення	22,0	75,3	49,3	53,1	58,0	51,7	67,1
Зовнішні запозичення	42,2	17,2	45,7	41,1	26,6	36,6	32,0
Надходження від приватизації	15,1	1,3	0,6	0,8	12,4	5,3	0,9
Використання залишків та інші операції зі зміни обсягів бюджетних коштів	20,7	1,0	–	–	–	8,9	–
Повернення коштів з депозитів або пред'явлення цінних паперів		–	4,4	5,0	–	–	–
Фінансування за рахунок Єдиного казначейського рахунку		5,2	–	–	–	0,5	–
Усього	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Джерело: [4, с. 38].

інфляційні та неінфляційні. При цьому інфляційними вважаються: монетизація дефіциту, що відбувається за умови надання центральним банком позик уряду шляхом купівлі державних цінних паперів, а також завдяки додатковій емісії грошей. До неінфляційних джерел відносять запозичення на внутрішніх і зовнішніх фінансових ринках, залишки бюджетних коштів на єдиному казначейському рахунку, зовнішні трансферти, накопичення заборгованості, підвищення податкового навантаження, продаж державних активів тощо.

Використання *монетизації бюджетного дефіциту*, як способу фінансування, передбачає, що необхідну уряду суму коштів для покриття дефіциту бюджету надає центральний банк. За своєю суттю це – позика центрального банку, що забезпечена державними цінними паперами, емітентом яких виступає уряд в особі міністерства фінансів. Оскільки центральний банк є державною установою, місія якої полягає у виконанні законодавчо визначених функцій, а не у максимізації власних прибутків, то кошти для купівлі державних цінних паперів акумулюються за рахунок емісії грошей, що призводить до збільшення грошової маси в обігу.

До переваг такого способу фінансування дефіциту бюджету можна віднести таке:

- ✦ збільшення сукупного попиту та обсягу виробництва за рахунок зростання грошової маси в обігу;
- ✦ зниження відсоткових ставок за кредитами, зростання інвестицій та сукупного випуску продукції за рахунок збільшення пропозиції грошей;
- ✦ відсутність часового лагу в надходженні коштів до бюджету та обмежень щодо обсягу емісії грошей при здійсненні купівлі центральним банком державних цінних паперів.

Головним *недоліком* емісійного способу фінансування дефіциту бюджету є підвищення рівня інфляції в країні через збільшення грошової маси в обігу, що провокує виникнення так званого «ефекту Танзі» – свідоме відтермінування сплати податкових платежів до бюджету платниками податків у результаті швидкого

знецінення грошей. За таких обставин зростає дефіцит бюджету та посилюється фіскальна напруга у державі. Крім того, через розвиток неконтрольованої інфляції в країні відбувається скорочення обсягів інвестицій, зокрема довгострокових, і починає розкручуватися цінова спіраль, що, у свою чергу, призводить до знецінення заощаджень населення та скорочення реальної заробітної плати. Тому цей спосіб фінансування дефіциту бюджету вважається інфляційним.

Що стосується емісії коштів, то Дж. Кейнс зазначає, що «Будь-який уряд може існувати довгий час, друкуючи паперові гроші. Це означає, що він може отримати таким чином розпорядження над реальними ресурсами – такими ж реальними, як і ті, які надходять податковим шляхом. Засіб цей дискредитовано, але дієвість його у певних межах незаперечна. Уряд може за його допомогою існувати, якщо іншим шляхом він більше існувати не може. Воно є тією формою податкового обкладення, ухилитися від якої найважче, і водночас доступною для проведення будь-яким найслабкішим урядом, якщо навіть він нічого більшого провести не може» [5, с. 798].

Тому в бюджетному законодавстві України, як і більшості країн світу, існує пряма заборона щодо використання емісійних коштів національного банку як джерела фінансування дефіциту бюджету. Оскільки монетарна експансія держави призводить до зростання інфляції, як це мало місце в Україні у 1992 – 1993 рр., а також у сучасній вітчизняній бюджетній практиці у 2008 та 2014 рр., що дозволило уряду профінансувати бюджетні видатки за рахунок сеньйоражу, який виникає через перевищення темпів приросту грошової маси над темпами зростання реального ВВП та спричиняє підвищення середнього рівня цін (табл. 4). У результаті усі економічні агенти сплачують своєрідний інфляційний податок за рахунок перерозподілу частини їхніх доходів на користь держави через збільшення цін. Однак через негативний вплив на макроекономічну стабільність у державі грошова емісія використовується дуже обмежено лише у випадках, коли усі інші джерела фінансування вже вичерпані або недоступні уряду, наприклад, під час війни або тривалої кризи. Для цього в законодавстві

більшості країн з ринковою економікою, як запобіжний засіб, передбачена норма про незалежність національного банку від виконавчої та законодавчої гілок влади у прийнятті рішень, зокрема щодо емісії грошей.

Як свідчать наведені дані, з 2012 р. почала зростати питома вага ОВДП, придбаних НБУ, у загальному обсязі внутрішніх запозичень, які виступають основним джерелом покриття дефіциту бюджету. Якщо протягом 2008 – 2011 рр., крім кризового 2009 р., частка ОВДП,

придбаних національним банком, не перевищувала третину загальної суми внутрішніх запозичень, то у 2012 р. вона складала вже майже половину та дещо зменшилася у 2013 р. – до 39,2%. Зазначений тренд свідчить про використання кредитної емісії для покриття дефіциту бюджету.

Оскільки головним недоліком кредитно-емісійного способу фінансування дефіциту бюджету є зростання інфляції в країні, то за період з 2007 по 2013 рр. найвищі темпи інфляції в Україні були у 2007 та 2008 рр., індекс

Таблиця 4

Показники фінансування дефіциту Зведеного бюджету України за 2007 – 2013 рр.

Показник	Рік						
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Внутрішні запозичення							
Питома вага внутрішніх запозичень у загальному фінансуванні, %	48,5	193,7	172,5	108,5	234,8	142,7	171,4
Питома вага внутрішніх запозичень у ВВП, % від ВВП	0,5	2,9	7,0	6,5	4,2	5,1	7,5
Питома вага погашення внутрішніх зобов'язань у внутрішніх запозиченнях, %	66,7	14,7	28,0	28,2	59,8	53,0	38,9
Питома вага погашення внутрішніх зобов'язань у ВВП, % від ВВП	0,4	0,4	2,0	1,8	2,5	2,7	2,9
у т. ч. монетизація дефіциту							
Питома вага ОВДП, придбаних НБУ, у внутрішніх запозиченнях, %	–	32,8	45,7	33,7	22,1	48,1	39,2
Питома вага ОВДП, придбаних НБУ, у ВВП, % від ВВП	–	0,9	3,2	2,2	0,9	2,5	2,9
Питома вага заборгованості уряду України за ОВДП, у % від ВВП	1,3	3,1	9,4	12,6	12,1	13,2	17,3
Темпи зростання заборгованості за ОВДП, %	119,5	317,4	293,5	158,9	115,7	117,9	135,8
Зовнішні запозичення							
Питома вага зовнішнього фінансування у загальному, %	57,9	22,0	120,2	72,9	62,9	21,1	21,9
Питома вага зовнішніх запозичень у ВВП, % від ВВП	1,2	0,7	6,4	5,0	2,3	3,0	3,6
Питома вага погашення зовнішніх зобов'язань у зовнішніх запозиченнях, %	48,8	49,9	23,0	13,0	51,1	75,1	73,2
Питома вага погашення зовнішніх зобов'язань у ВВП, % від ВВП	0,6	0,3	1,5	0,7	1,2	2,3	2,6
Сальдо поточного рахунку платіжного балансу, % ВВП	–3,7	–7,0	–1,5	–2,2	–6,2	–8,4	–9,1
Продаж активів державної власності							
Питома вага надходжень від приватизації у загальній сумі фінансування дефіциту Зведеного бюджету України, %	31,9	3,4	2,2	1,7	49,8	13,3	2,3
Питома вага надходжень від приватизації у ВВП, % від ВВП	3,4	0,05	0,09	0,1	0,9	0,5	0,1
Довідкова інформація							
Облікова ставка НБУ, %	8,5 – 8,0	10,0 – 12,0	12,0 – 10,25	10,25 – 7,75	7,75	7,75 – 7,5	7,5 – 6,5
Індекс інфляції за рік	116,6	122,3	112,3	109,1	104,6	99,8	100,5
Темпи приросту готівки в обігу, %	14,3	39,3	10,1	17,4	4,7	6,3	17,5
Темпи приросту ВВП, %	7,9	2,3	–14,8	4,1	5,2	0,3	0
Питома вага капітальних інвестицій за рахунок бюджетних коштів, %	9,5	9,2	7,1	9,2	10,5	8,9	5,1

Джерело: розраховано автором за даними Національного банку України (<http://www.bank.gov.ua/control/uk/doccatalog/list?currDir=36453>) та Державної казначейської служби України (<http://treasury.gov.ua>).

інфляції за рік становив відповідно 116,6% і 122,3%. За рахунок підвищення облікової ставки НБУ з 8,0% у 2007 р. до 12,0% у 2008 р., разом із застосуванням інших монетарних інструментів, національному банку вдалося скоротити індекс інфляції у 2009 р. до 112,3% та навіть вийти на показник дефляції у 2012 р. (-0,2%), що змусило НБУ у 2013 р. зменшити облікову ставку НБУ до 6,5%.

Поряд з цим, монетизація дефіциту бюджету може реалізуватися й у інших формах, зокрема шляхом надання центральним банком кредитів державним підприємствам за пільговими ставками або у формі відстрочення платежів. Незважаючи на те, що такий спосіб фінансування бюджетного дефіциту офіційно вважаються неінфляційним, оскільки безпосередньо не відбувається емісія готівки центральним банком, однак через накопичення відстрочених платежів підприємствами державного сектора або несвоєчасну оплату урядом наданих приватним сектором товарів і послуг, відбувається зростання цін на продукцію (товари та послуги), що також спричиняє виникнення інфляції в країні.

Державні запозичення, як джерело фінансування дефіциту бюджету, нерідко розглядаються як антиінфляційна альтернатива монетизації дефіциту. Проте борговий спосіб фінансування лише створює умови для тимчасового відтермінування зростання інфляції в країні, однак не усуває загрози її виникнення у довгостроковому періоді. При цьому, якщо розміщувати облігації державної позики серед населення і комерційних банків, то інфляційна напруга буде меншою, ніж при купівлі первинної емісії ОВДП безпосередньо центральним банком.

Оскільки ОВДП – це боргові цінні папери, то держава повинна сплачувати по них приватним утримувачам облігацій відсотки (дохід). Тому чим вище буде рівень державного боргу, тим більші суми коштів держава буде витратити на його обслуговування. Згідно з чинним законодавством на Національний банк України покладена функція щодо виконання операцій з обслуговування державного боргу, які пов'язані з розміщенням державних цінних паперів, їх погашенням і виплатою доходу за ними. Використання рефінансування (додаткової емісії державних облігацій) для управління державним боргом, у тому числі й внутрішнім, автоматично призводить для зростання витрат на його обслуговування (погашення і виплату доходу за ОВДП). При цьому виплата відсотків за ОВДП здійснюється за рахунок коштів бюджету та є частиною видатків державного бюджету. У разі їх постійного зростання це також може призвести до ще більшого дефіциту бюджету.

Незважаючи на те, що боргове фінансування дефіциту бюджету за рахунок випуску державних цінних паперів вважається неінфляційним способом через відсутність зростання грошової маси в обігу, однак у довгостроковому періоді його використання може призвести до ще вищої інфляції, ніж емісійний. Відповідно до теореми Саржента – Уоллеса доведено, що фінансування дефіциту бюджету за рахунок внутрішніх позик (випуск державних облігацій), як правило, провокує уряд до побудови фінансової піраміди (рефінансування державного боргу), тобто розплачуватися за минулі боргові зобов'язання шляхом

здійснення нових позик у поточному періоді, що призводить до зростання загального обсягу державного боргу, оскільки в майбутньому повертати треба буде як саму суму боргу, так і відсотки по ньому [6].

Якщо уряд буде надавати перевагу лише внутрішнім запозиченням для фінансування дефіциту державного бюджету, то може виникнути ситуація, коли розмір дефіциту буде таким значним, що його фінансування борговим способом буде неможливим і доведеться використовувати ще й емісійне фінансування, що спричинить високий рівень інфляції, як це мало місце в Україні у 2014 р. Тому особливу стурбованість з боку фахівців викликає значне зростання заборгованості Уряду України за ОВДП як перед національним банком, так і перед іншими економічними агентами.

За період з 2007 по 2013 рр. обсяг заборгованості Уряду України за ОВДП збільшився майже у 27 разів і досяг розміру 17,3% від ВВП (для порівняння – у 2007 р. частка заборгованості уряду за ОВДП становила 1,3% від ВВП). У даному випадку мова йде не лише про випуск ОВДП для покриття дефіциту бюджету, а також для погашення простроченої бюджетної заборгованості з податку на додану вартість, збільшення статутного капіталу та компенсацію збитків НАК «Нафтогаз України».

Головним недоліком боргового способу фінансування дефіциту бюджету є «ефект витіснення» приватних інвестицій, який полягає в тому, що збільшення кількості державних облігацій на ринку цінних паперів призводить до спрямування частини заощаджень домогосподарств та суб'єктів господарювання на купівлю ОВДП, а не на інвестиції (купівля корпоративних цінних паперів), які забезпечують розширення виробництва та економічний розвиток країни [7]. В умовах зростання пропозиції державних цінних паперів на фондовому ринку відбувається зниження їх ринкової вартості. Оскільки вартість облігації має зворотну залежність зі ставкою відсотка, то відбувається зростання ставки доходу по облігації, що призводить до скорочення обсягів приватних інвестицій. Таким чином, якщо уряд збільшує видатки бюджету за рахунок випуску державних облігацій для покриття дефіциту бюджету, то відповідно приватні інвестиції зменшуються на суму, що дорівнює обсягу випуску ОВДП.

Зростання ставки відсотка також призводить до витіснення чистого експорту, тобто до збільшення дефіциту торговельного балансу. Це має свій прояв у збільшенні попиту на державні цінні папери з боку іноземних інвесторів через зростання внутрішньої ставки відсотка по них (прибутковості ОВДП) порівняно зі світовими ставками. Одночасно відбувається підвищення попиту на національну валюту країни – емітента ОВДП, що спричиняє зростання обмінного курсу національної валюти, роблячи місцеві товари відносно дорожчими для іноземців, а імпортні товари – відносно дешевшими для вітчизняних споживачів. За таких умов знижується експорт і зростає імпорту, що обумовлює дефіцит торговельного балансу. Так, за період з 2009 по 2013 рр. дефіцит поточного рахунку платіжного балансу в Україні збільшився з 1,5 до 9,1% від ВВП. З метою мінімізації

зазначеного негативного ефекту з 2011 р. в Україні запроваджена практика випуску валютних ОВДП, однак у дуже обмеженому обсязі.

Крім того, що державні позики вимивають вільні кошти на ринку позикових капіталів, вони ще й звужують можливості для отримання кредиту приватними фірмами-позичальниками через його подорожчання, що викликано зростанням облікової ставки НБУ, яка є базовим індикатором оцінки вартості грошових засобів. Тому для запобігання виникнення інфляції національний банк змушений застосовувати монетарні інструменти, зокрема підвищувати ставку рефінансування, щоб зв'язати зростаючу грошову масу в обігу, що автоматично призводить до подорожчання комерційних кредитів.

Боргове фінансування дефіциту бюджету також може здійснюватися шляхом *зовнішніх запозичень*. У цьому випадку дефіцит бюджету покривається за рахунок позик міжнародних фінансових організацій та/або інших країн. Цей спосіб фінансування також вважається неінфляційним і дозволяє отримати одноразово значні суми коштів (валюти).

Як і у випадку із внутрішніми запозиченнями, у разі використання зовнішнього фінансування для покриття дефіциту бюджету виникає державний борг, який необхідно повертати, а також нести додаткові витрати бюджету на його обслуговування. При цьому побудова фінансової піраміди для виплати зовнішнього боргу вже неможлива, оскільки кредитоспроможність держави обмежується обсягом її золотовалютних резервів та міжнародними кредитними рейтингами країни. Країни-кредитори та міжнародні фінансові організації не будуть надавати позики без відповідних гарантій щодо їх повернення, як-то наявність у країни-позичальника ліквідних державних активів, які можна продати для погашення боргу, або можливість кредиторів впливати на прийняття політико-економічних рішень урядом країни-позичальника. Посилює негативний вплив на кредитоспроможність країни наявність дефіциту платіжного балансу, що призводить до виснаження золотовалютних резервів та може спричинити дефолт. Тому це джерело фінансування має об'єктивні обмеження щодо потенційних сум залучення. Крім того, наявність значного обсягу зовнішнього боргу та необхідність його погашення та обслуговування спричиняє відтік валюти з країни, що призводить до скорочення інвестицій, та, як наслідок, провокує скорочення внутрішнього обсягу виробництва та спад в економіці.

Як свідчать дані, наведені в табл. 4, питома вага зовнішнього фінансування в загальному фінансуванні дефіциту бюджету, починаючи з 2010 р., має тенденцію до зменшення і протягом 2012 – 2013 рр. залишається фактично сталою на рівні трохи більше 21%. Поряд з цим відбувається постійне зростання обсягів зовнішніх запозичень, як в абсолютних сумах, так і у відсотках до ВВП. Так, з 2011 р. питома вага зовнішніх запозичень у ВВП зростає з 2,3 до 3,6% від ВВП і має тенденцію до збільшення. Уряд змушений займатися рефінансуванням зовнішнього боргу і позичати значні суми коштів (валюти) для своєчасного погашення зовнішніх запози-

чень, що поряд із хронічним від'ємним сальдо поточного рахунку платіжного балансу, який з 2010 р. має тренд до зростання, робить фінансові позиції держави нестійким. Протягом 2014 р. була навіть загроза дефолту, що негативно вплинуло на показники соціально-економічного розвитку країни.

Наявність у держави внутрішніх та зовнішніх запозичень створює державний борг, який відповідно до класичної парадигми негативно впливає на темпи розвитку економіки. Поряд з цим, відповідно до теореми Барро – Рікардо – тягаря боргу не існує, оскільки і податковий, і позиковий методи залучення коштів до бюджету є ідентичними. Тому в порівнянні з податками (збільшення податкового навантаження для покриття дефіциту бюджету) та грошовою емісією державні запозичення мають більше переваг, що й визначає пріоритетність боргового фінансування видатків бюджету в сучасних умовах.

Що стосується *продажу державних активів*, як джерела фінансування дефіциту бюджету, то це досить рідкісне явище, яке притаманно для перехідних економік. Цей спосіб фінансування є разовим через вичерпність такого виду ресурсу, як державні активи. В Україні до 2001 р. включно отримання коштів за рахунок процесу приватизації державного майна було одним із джерел формування доходів державного бюджету, та лише з 2002 р. ці надходження віднесено до джерел фінансування дефіциту бюджету.

Не можна стверджувати, що обсяги такого ресурсу, як державне майно, в Україні дуже значні й держава зможе продавати його ще протягом тривалого часу. Порівняно з іншими країнами наша держава володіє дуже обмеженою часткою цього ресурсу, крім того, ефективність його використання викликає стурбованість у суспільстві. Так, частка власності держави у статутному капіталі усіх господарських товариств за номінальною вартістю пакетів акцій станом на початок року за період з 2010 по 2013 рр. становила відповідно: 43,55; 39,66; 41,15 та 59,48 млрд грн [8].

Питома вага надходжень від приватизації у загальній сумі фінансування дефіциту Зведеного бюджету України відрізняється волатильністю та значним діапазоном коливань. Так, у 2007 та 2011 рр. частка надходжень від приватизації становила 31,9% і 49,8% відповідно у загальній сумі фінансування дефіциту, та різко знизилася до 1,7% і 2,3% у 2010 та 2013 рр. Така нестабільність в обсягах надходжень від приватизації характеризує це джерело фінансування дефіциту бюджету як ненадійне, оскільки має місце практика постійного невиконання плану приватизації державного майна через суттєвий вплив політичного (інституціонального) чинника у цій сфері.

ВИСНОВКИ

Розглянувши усі способи фінансування дефіциту бюджету, визначивши недоліки та переваги кожного з них, необхідно наголосити, що жоден із способів фінансування не має абсолютних переваг перед іншими та не є повністю неінфляційним. Уряд, приймаючи рішення стосовно вибору способу фінансування дефіциту бюджету,

має виходити з позиції економічної доцільності залучення кожного із джерел фінансування, поєднуючи їх та мінімізуючи можливі негативні наслідки, як для бюджету, так і економіки країни в цілому, у коротко- та довгостроковому періодах.

Обираючи для України найбільш прийнятну концепцію збалансування бюджету, необхідно враховувати той факт, що, за оцінками англійських дослідників, на темпи розвитку економіки нашої країни мають суттєвий вплив інституціональні чинники [9]. Зокрема, було доведено, що за період з 2000 по 2014 рр., крім циклічного спаду в економіці, який відчули усі країни світу з різною глибиною просідання у 2009 р., в Україні відбулися ще два спади – у 2004 та 2014 рр., які мали суто внутрішні причини виникнення, однак наслідки були порівняні з глобальними кризами. Незавершеність структурної перебудови економіки, нерозвиненість демократичних інститутів та блокування проведення реформ у країні служить тим підґрунтям посилення протиріч, що періодично «трясе» суспільство та економіку держави.

Для України доцільно обирати стратегію стабілізації державних фінансів, виходячи з необхідності збалансування бюджету на основі функціонування фінансів та з урахуванням впливу внутрішніх (інституціональних та макроекономічних) і зовнішніх (глобалізаційних) чинників. Тобто пріоритетом для уряду має бути завершення реалізації реформ, спрямованих на модернізацію економіки та розбудову суспільних інститутів. При цьому бюджетна (фіскальна) політика має бути спрямована на відновлення політичного простору (що дозволить усунути негативний вплив інституціональних чинників), забезпечення фінансовими ресурсами необхідних трансформацій у суспільстві, з одночасною підтримкою відновлення і перспектив економічного зростання у довгостроковому періоді за рахунок посилення жорсткості бюджетних правил і вимог до виділення бюджетних коштів. ■

ЛІТЕРАТУРА

1. Фінанси : підручник / За ред. С. І. Юрія, В. М. Федосова. – К. : Знання, 2008. – 611 с.
2. Налоги и налогообложение. Палитра современных проблем : монография для магистров, обучающихся по программе «Финансы и кредит» / [И. А. Майбууров и др.] ; под ред. И. А. Майбуурова, Ю. Б. Иванова. – М. : ЮНИТИ-ДАНА, 2014. – 375 с.
3. Бюджетний моніторинг: Аналіз виконання бюджету за 2013 рік [В. В. Зубенко, І. В. Самчинська, А. Ю. Рудик та ін.] ; ІБ-СЕД, Проект «Зміцнення місцевої фінансової ініціативи (ЗМФІ-II) впровадження», USAID. – К., 2014. – 80 с.
4. Бюджетний кодекс України : Закон України від 08.07.2010 р. № 2456-VI [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/2456-17>
5. Кейнс Дж. М. Общая теория занятости, процента и денег. Избранное / Дж. М. Кейнс ; вступ. статья Н. А. Макашевой. – М. : Эксмо, 2008. – 960 с.
6. Sargent T. J. Some Unpleasant Monetarist Arithmetic / T. J. Sargent, N. Wallace // Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly review, Fall, 1981. – P. 1 – 17.
7. Харрис Л. Денежная теория / Л. Харрис / Пер. с англ. ; общ. ред. и вступ. ст. В. М. Ускокина. – М. : Прогресс, 1990. – 750 с.

8. Реєстр корпоративних прав держави // [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://www.spfu.gov.ua/_layouts/SPFUSiteDefinition/RegisterStateCorporateRights.aspx

9. Ukraine before the election. The battle for Ukraine's future / The Economist. 23 October 2014 [Electronic resource]. – Mode of access : <http://www.economist.com/news/europe/21627706-country-running-out-time-overcome-corruption-battle-ukraines-future?zid=307&ah=5e80419d1bc9821ebe173f4f0f060a07>

10. Річний звіт Національного банку України [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.bank.gov.ua/control/uk/doccatalog/list?currDir=36453>

11. Звітність про виконання бюджетів. Державна казначейська служба України [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.treasury.gov.ua/main/uk/doccatalog/list?currDir=146477>

REFERENCES

- Finansy* [Finance]. Kyiv: Znannia, 2008.
- Keyns, Dzh. M. *Obshchaia teoriia zaniatosti, protsenta i deneg. Izbrannoe* [The General Theory of Employment, Interest and Money. Favorites]. Moscow: Eksmo, 2008.
- Kharris, L. *Denezhnaia teoriia* [Monetary theory]. Moscow: Progress, 1990.
- [Legal Act of Ukraine] (2010). <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/2456-17>
- Maybuurov, I. A. et al. *Nalogi i nalogooblozhenie. Palitra sovremennykh problem* [Taxes and taxation. The palette of contemporary issues]. Moscow: YuNITI-DANA, 2014.
- "Reiestr korporatyvnykh prav derzhavy" [Register of state corporate rights]. http://www.spfu.gov.ua/_layouts/SPFUSiteDefinition/RegisterStateCorporateRights.aspx
- "Richnyi zvit Natsionalnoho banku Ukrainy" [Annual Report of the National Bank of Ukraine]. <http://www.bank.gov.ua/control/uk/doccatalog/list?currDir=36453>
- Sargent, T. J., and Wallace, N. "Some Unpleasant Monetarist Arithmetic". *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly review* (1981): 1-17.
- "Ukraine before the election. The battle for Ukraine's future". <http://www.economist.com/news/europe/21627706-country-running-out-time-overcome-corruption-battle-ukraines-future?zid=307&ah=5e80419d1bc9821ebe173f4f0f060a07>
- Zubenko, V. V. et al. "Biudzhethnyi monitorynh: Analiz vykonannia biudzhetu za 2013 rik" [Budget Monitoring: Analysis of Budget 2013]. *Zmitsnennia mistsevoi finansovoi initsiatyvy (ZMFI-II) vprovadzhennia*, 2014.
- "Zvitnist pro vykonannia biudzhativ. Derzhavna kaznachaiska sluzhba Ukrainy" [Reporting on budget execution. State Treasury Service of Ukraine]. <http://www.treasury.gov.ua/main/uk/doccatalog/list?currDir=146477>