

Артем ВДОВИЧЕНКО,
Галина ОРОС

ВПЛИВ ЕКОНОМІЧНИХ І ПОЛІТИЧНИХ ЦИКЛІВ НА ДИСКРЕЦІЙНУ СКЛАДОВУ ФІСКАЛЬНОЇ ТА МОНЕТАРНОЇ ПОЛІТИКИ В УКРАЇНІ

Розглянуто наявність політичних та бізнес-циклів у індикаторах дискреційної фінансової та монетарної політики. На основі проведеного аналізу наявної емпіричної та теоретичної літератури доведено актуальність і важливість дослідження, зокрема стверджується, що в економіках, подібних до української, політичні цикли мають суттєво впливати на макроекономічну політику. На підставі емпіричних даних виявлено значну залежність дискреційних рішень у фінансовій політиці від політичних подій, що викривляє економічну логіку їх застосування, водночас констатується аполітичність монетарних інструментів. Вказано на те, що для України характерним є сценарій, коли монетарна політика спрямована на амортизацію небажаних фінансових наслідків у процесі передвиборних маніпуляцій.

Інструменти фінансової та монетарної політики фінансисти розглядають як засіб урівноваження економічної динаміки, що, з одного боку, знижує волатильність певних цільових параметрів, а з іншого - сприяє зростанню добробуту суспільства. Відповідно до свого стабілізаційного спрямування фінансова та монетарна політика мають реагувати на циклічні коливання економіки. Така реакція виявляється у дискреційних рішеннях уряду та центробанку щодо змін параметрів фінансової та монетарної політики відповідно. Якщо коротко узагальнити теоретичні підходи до циклічності двох видів фінансової політики, то стає зрозумілим, що монетарна та фінансова політика мають бути контрциклічними. Однак одноосібна (нескоординована) контрциклічна реакція може призвести до зворотних наслідків – економічна система зазнає ще більшого дисбалансу, досягнення цілей кожного конкретного виду фінансової політики стає неможливим. Тому питання координації фінансової та монетарної політики є надзвичайно актуальним.

Проблема координації значною мірою ускладнюється тим, що характер монетарної та фінансової політики не є заданим наперед, а економічні рішення уряду та центробанку зумовлені великою кількістю факторів, крім бізнес-циклів. Одним з таких факторів є виборчі кампанії у країні, або як їх зазвичай називають “політичні бізнес-цикли” (ПБЦ). На сьогодні існує кілька концепцій щодо того, яким чином політичний процес через суб’єктивні дії чиновників впливає на динаміку економічних показників, а також параметри макроекономічної політики. Мета статті – порівняти вплив інструментів фінансової та монетарної політики на економічні та політичні цикли.

Традиційна теорія політичних циклів, розроблена В. Норхаузом [1] та А. Ліндбеком [2], характеризує політичних діячів як ідентичних і опортуністичних. Опортуністична поведінка проявляється у здійсненні політиками експансіоністської бюджетно-податкової політики, незалежно від їх ідеологічної орієнтації. Основним мотивом

таких дій виступає бажання політиків максимізувати очікувану частку голосів на виборах, а отже, збільшити свої шанси залишитися при владі. Яскравим прикладом опортуністичної поведінки політиків, на думку А. Айзена, є використання ними напередодні виборів стабілізаційних програм на основі фіксованого обмінного курсу, а після виборів – на основі скорочення пропозиції грошової маси [3].

Виборці у традиційній моделі характеризуються як недалекоглядні (це проявляється через наявність адаптивних очікувань), а тому схильні голосувати за тих політиків, які забезпечили кращу економічну ситуацію безпосередньо перед виборами [4].

Другим типом моделей, які пояснюють існування політичних циклів у економічній сфері, є так звані моделі ворожого відбору. Вони досліджені у працях М. Ши і Дж. Свенссона [5], С. Бломберга і Г. Хесса [6], К. Рогоффа і А. Зібберта [7]. Ключовим припущенням цього типу теоретичних моделей є те, що поява політичних циклів у бюджетній політиці зумовлена існуванням тимчасової інформаційної асиметрії, яка виникає щодо рівня компетентності політиків.

Так, відповідно до дослідження К. Рогоффа і А. Зібберта [7] кожен кандидат характеризується певним інтегрованим показником, який виражає рівень компетенції – навички та здатність полісімейкерів керувати економікою, їхню спроможність та вміння знизити розмір податків без суттєвих скорочень витратної частини бюджету або підвищити кількість державних послуг без вагомого впливу на розмір податкового навантаження, забезпечити економічне зростання без інфляції або ізолювати економіку у потрібний момент від випадкових шоків.

Однак чітка належність політика до певного рівня компетентності (високого чи низького) виявляється виборцями з певним часовим лагом (наприклад, уже після ви-

борів). У такій ситуації виборці, прагнучи обрати більш компетентного кандидата, формують раціональні очікування щодо типу чинного правління на основі поточних фінансових результатів політики. У свою чергу, опортуністичні уряди намагаються покращити оцінку громадян стосовно їх здібностей і сформувані відповідні очікування перед виборами засобами експансійної фінансової політики, оскільки цей інструмент впливу є більш “доступним” для кандидата до участі в передвиборних маніпуляціях. Однак його використання у кінцевому підсумку призводить до збільшення розміру дефіциту, у той час як при владі перебувають некомпетентні політики.

Як наслідок, раціональні опортуністичні моделі досягають двох цілей: по-перше, вони пояснюють опортуністичні ділові політичні цикли, ураховуючи раціональні сподівання; по-друге, вони раціоналізують ретроспективну поведінку виборців. Крім того, такі моделі прогнозують короткотермінові маніпуляції з державним бюджетом, а також фінансову політику безпосередньо перед і після виборів. Проте опортуністичні раціональні моделі є менш придатні для пояснення регулярних кількарічних циклів інфляції та безробіття.

Усі зазначені недоліки описаних раніше теоретичних моделей, які пояснюють існування політичних циклів, ураховують моделі третього покоління, основані на теорії морального ризику. Прикладами таких досліджень є роботи Т. Перссона і Г. Табеліні [8], М. Ши і Дж. Свенссона [9].

Як і в попередній моделі, політики детермінуються певним рівнем компетенції, однак він не відомий електорату. Така невизначеність спричинена тим, що уряд у процесі своєї діяльності завжди стикається з новими завданнями або хоче запровадити нові програми і не може передбачити, наскільки ефективно він зможе керувати ними. При цьому М. Ши і Дж. Свенссон [5] розріз-

няють дві різні категорії виборців: інформовані та необізнані. Обидві групи голосуючих відрізняються своїми переконаннями і можливостями зробити висновки стосовно змін, які відбуваються у фіскальній сфері. Перші здатні відрізнити державну політику від заходів передвиборчої фіскальної маніпуляції, водночас непоінформовані виборці повинні сформувати очікування стосовно найбільш компетентних політиків. Висновки другої категорії виборців ґрунтуються на значеннях макроекономічних показників діючого уряду.

Найбільш вдалою спробою формалізувати діловий політичний цикл вважають модель А. Алесіні [10]. Автор запропонував *раціональну партійну модель*, яка базується на припущеннях про раціональні сподівання виборців, негнучкість цін та зарплати і невизначеність переваг виборців. Моделі партійної мотивації будують свої передбачення на основі того, якою є орієнтація політиків діючої влади – правою чи лівою. Традиційні партійні моделі передбачають, що безробіття є нижчим, а інфляція – постійно вищою під час перебування при владі лівих урядів порівняно з правими урядами. Раціональна партійна модель розділяє ці загальні передбачення, однак припускає, що подібні ефекти спостерігатимуться лише у передвиборний період, а надалі економічна політика буде нейтральною щодо партійної належності уряду.

Розглянуті нами підходи до розуміння ПБЦ, таким чином, розділяються на ті, що пояснюють коливання в діловій активності через призму впливу самого факту виборів на фінансову політику (вибори – дискреційні рішення у фіскальній/монетарній політиці – економічні коливання), та ті, що пояснюють економічні коливання не лише фактом виборів, а й партійною належністю правлячої політичної сили (вибори – політична належність – дискреційні рішення у фіскальній/монетарній політиці – економічні коливання).

Однак є ще один підхід, який не ставить під сумнів наявність ПБЦ, натомість аналізує сфери фінансової політики, де він найбільше проявляється. У теоретичній та емпіричній літературі досить часто в експліцитній та імпліцитній формі виражається те, що монетарна політика підпадає під вплив ПБЦ і саме через неї впливає на всі інші параметри економіки. Така позиція є досить дискусійною хоча б через значну незалежність центральних банків. Це та низка інших суперечностей призвели до виникнення AFPM-моделі (active-fiscal, passive-monetary) [11], яка позиціонує саме фіскальну політику як основну ланку у комплексі взаємозв'язків між політичними подіями та економікою. При цьому, якщо монетарна політика буде протистояти фіскальним шокам, спричиненим політичними подіями, тоді, можливо, вплив ПБЦ на економічну динаміку буде нульовим.

Різниця між монетарними та AFPM-моделями ПБЦ полягає у наступному: монетарна політика спрямована на амортизацію небажаних фіскальних наслідків у процесі передвиборних маніпуляцій, які в кінцевому підсумку можуть призвести до зростання процентних ставок. Іншими словами, збільшення грошової маси у монетарних моделях повинне супроводжуватися експансіоністською поведінкою інструментів монетарної політики, водночас як в AFPM-моделях експансія спостерігається тільки в розширенні грошових агрегатів, а не в самих інструментах монетарної політики. Цей аргумент був вперше висунутий Натаніелем Беком у 1987 р. [12]. Він виявив, що опортуністичний цикл зростання грошової маси у 1960–1980 рр. характеризувався саме цією рисою. Крім того, у побудованій регресії автор не знаходить жодних емпіричних підтверджень впливу політичних циклів на ставку федеральних фондів (грошовий агрегат M1).

Наступним припущенням AFPM моделі є те, що зростання грошової маси до вибо-

рів повинне віддзеркалювати певні фіскальні імпульси. Потрібно відзначити, що протестувати фіскальні маніпуляції чи раціональність виборців практично неможливо, проте існує чіткий каузальний зв'язок між фіскальними та монетарними циклами. Кіч, Пак (1989) [13] та А. Алесіна (1988) [14] виявили існування виборчого циклу трансфертів у 1961 – кінці 1970 рр. та у 1980-х рр. Проте уже після 1980 р. подібна циклічність не спостерігалася.

Сильніші тести підтверджують існування монетарних виборчих циклів, однак їх присутність можна пояснити існуванням фіскальних циклів, а не просто певною політичною змінною. Бек (1987) [12] провів тестування даної гіпотези та дійшов висновку, що фіскальні змінні можуть пояснити вплив виборчого циклу на зростання грошового агрегату M1 у 1960–1978 рр. Побудована регресія в одній з робіт Дразена [11] також дає змогу зробити подібні висновки. Зокрема, протягом досліджуваного періоду (1960–1978) відбувається зростання грошової маси та існування виборчого циклу для чистих трансфертів та профіциту бюджету щодо ВВП.

Ключовим моментом АФРМ-моделі є те, що існує значний вплив виборчих циклів на інструменти державного регулювання, водночас не спостерігаються чіткі наслідки їх присутності. Сліди монетарних ефектів можливо є спробою центрального банку завуалювати будь-яку причетність маніпуляцій політичними інструментами до грошово-кредитної політики.

Для США та розвинених країн, що входять в ОЕСР, найважливіші емпіричні результати описав Алан Дразен [11]:

1. Економічні умови до виборів, такі як ВВП на душу населення, зростання доходів та інфляція (меншою мірою), справляють істотний вплив на результати голосування.

2. Не спостерігається значного збільшення агрегованих показників економічної діяльності до виборів.

3. Простежується чітка закономірність щодо збільшення інфляції в післявиборний період. Однак у США подібна закономірність наявна тільки до 1979 року, у подальшому будь-який зв'язок відсутній.

4. Протягом передвиборного періоду відбувається похвалення темпів зростання грошової маси у багатьох країнах. У США подібне явище простежується з 1960 по 1980 рр., однак у подальшому воно відсутнє. Крім того, не існує жодних підтверджень стосовно виборчих циклів у коштах федеральних фондів США (M1).

5. Для США характерним є “партійний” тип політичних бізнес-циклів. Підвищення економічної активності протягом першої половини терміну повноважень є більш значним у демократів, ніж у республіканців.

6. Існує певна неоднозначність стосовно місця грошово-кредитної політики та інфляційних шоків у так званих “партійних” моделях.

7. Протягом передвиборного періоду в деяких досліджуваних країнах спостерігається збільшення трансфертів та інших інструментів фіскальної політики. Для США цей ефект є надзвичайно сильним до 1980 року.

Однією з фундаментальних праць, яка пояснює залежність між існуванням політичних циклів та тривалістю діяльності демократичних принципів, є робота Аді Брендера та Алана Дразена [15]. Дослідження ґрунтується на припущенні, що політико-бюджетний цикл є типовим для країн з короткою демократичною історією. Припущення сформоване на базі попередніх емпіричних досліджень, де в 36 країнах з “новою” демократією з 1960–2001 рр. спостерігається збільшення державних витрат і дефіциту бюджету в розмірі 0,8% ВВП.

Існування політичних циклів у країнах, які нещодавно здійснили перехід до демократичного режиму правління, зумовлене їх принциповою особливістю, яка проявляється в неповній консолідації суспільства. Відсут-

ність консолідації сприяє зростанню кількості громадян, які висловлюють невпевненість у ефективності діючої демократичної системи і роблять її більш уразливою до впливу антидемократичних еліт [15]. Під ефективністю демократичної системи у цьому випадку мається на увазі здатність уряду сформувати переконання з приводу ефективності функціонування демократичних принципів на основі економічних результатів.

Однак подальші емпіричні дослідження не підтверджують те, що дефіцит бюджету та збільшення видаткових програм сприяє появі політичних циклів як для країн зі значною тривалістю функціонування демократичної системи, так і “нових” демократій. Така неоднозначність зв'язку спричинена тим, що в усталених демократіях маніпуляція голосами відбувається на основі трансформацій у складі витрат без зміни розміру загального дефіциту.

У загальному підсумку детермінантами існування політичних циклів у країнах з короткою демократичною історією є громадське ставлення до демократичного режиму і фактична ймовірність краху системи (крихіткість демократії), що поєднуються з інформаційною асиметрією щодо результатів функціонування такої системи (новизна демократії).

Особливий інтерес у цьому напрямку досліджень становить праця А. Бурковської, яка досліджує вибірку 8 країн з нетривалим функціонуванням демократичного устрою. Науковець виявила присутність одночасно монетарних і фіскальних циклів у таких країнах як, Угорщина, Мексика, Росія. Це явище автор пояснює так: якщо уряд використовує грошову політику для того, щоб отримати перемогу на виборах, то варто очікувати й використання фіскальних важелів, оскільки вони є більш доступними порівняно з монетарними інструментами. Згідно із дослідженням А. Бурковської, Бразилія демонструє приклад відсутності будь-яких політичних

циклів. Решті країн не вдається завуалювати політичні маніпуляції, що відображається в неадекватній поведінці певних змінних. Наприклад, коли населення очікує подібної поведінки уряду, інфляція може збільшитися в розмірах напередодні виборів. Однак Центральний банк засобами суворой грошової політики зменшує зростання грошової бази, тим самим припиняє зростання інфляції. Подібна поведінка характерна для центробанків Польщі та Перу [16].

Одним із перших досліджень, присвячених характеристиці політичних циклів у Україні, стала робота С. Верстюка (2004) [17], у якій проведено тестування гіпотез: стосовно присутності політичних циклів в Україні, а також щодо типу зв'язку між розміром політичних циклів і раціональністю виборців. Результати дослідження виявили відносно стійкі емпіричні докази існування електоральних циклів у поведінці фіскальних інструментів (бюджетні доходи та видатки, а також дефіцит) в Україні. До того ж рівень політичних циклів скорочується, коли виборці стають більш інформованими.

Суттєвим доробком стала праця В. Шевчука [18], яка засвідчила, що в Україні проведення виборів супроводжується експансійною економічною політикою – погіршенням сальдо бюджету та збільшенням пропозиції грошової маси, а також підтриманням стабільності обмінного курсу. Прискорення динаміки ВВП на 1,9 процентних пункти в передвиборний період підтверджує висновок щодо присутності ПБЦ в економічній політиці.

У всіх проаналізованих роботах розглядається питання ідентифікації ПБЦ у певних економічних процесах. У статті ми досліджуємо, що сильніше впливає на прийняття рішень у фіскальній та монетарній політиці – бізнес-цикли чи політичні цикли. Досить близько до такої постановки питання підійшов Йенс Клозе у своїй роботі [19], де вчений намагається розрізнити вплив ПБЦ та прави-

ла Тейлора на монетарну політику. При цьому для кращої ідентифікації впливу різних факторів у моделі вводяться параметри бізнес-циклу, що дозволяє відрізнити політично й економічно вмотивовані рішення. Загалом автору вдається ідентифікувати присутність ПБЦ у монетарній політиці досліджуваних країн, у тому числі відстежити силу впливу ПБЦ у різних фазах економічної динаміки.

Для отримання емпіричних оцінок сили впливу економічних та політичних циклів на дискреційні рішення у сфері фіскальної та монетарної політики необхідно змоделювати вплив цих двох процесів на відповідні інструменти. Відповідно, для цього ми сформуваємо чотири блоки змінних: економічний цикл; політичний цикл; заходи дискреційної фіскальної політики; заходи дискреційної монетарної політики.

Економічний цикл (CYCLE GDP) у нашому дослідженні розрахований за допомогою застосування фільтра Ходріка–Прескота до динаміки реального, сезонно згладженого ВВП.

Блок змінних, що ідентифікують політичний цикл, представляє група бінарних показників, що набувають значення 1 у період перед, під час, після президентських або парламентських виборів і 0 – у всі інші періоди. Оскільки всі дані в нашому дослідженні мають квартальну дискретність, було сформовано змінні політичного циклу, які ідентифікують періоди політичної активності за 2, 3, 4 квартали та під час виборів з (POL(-2), POL(-3), POL(-4)). Також окремо було сформовано змінні, які ідентифікують періоди після виборів за тим самим принципом (POL(+2), POL(+3), POL(+4)).

Дискреційну фіскальну політику у дослідженні ми описуємо двома змінними – дискреційний бюджетний дефіцит (FB) та скориговані видатки на соціальний захист та соціальне забезпечення за функціональною класифікацією зведеного бюджету України (SOC).

До блоку монетарних змінних належать сальдо інтервенцій НБУ на валютному ринку в доларовому еквіваленті (INTRV), середньозважена ставка за всіма інструментами НБУ (I), монетарна база (MBASE) та грошовий агрегат M2 (M2) як інтегральні показники пропозиції грошей в економіці та дій центробанку з регулювання ліквідності.

Усі грошові показники ми взяли поквартально за період I кв. 2000 року – III кв. 2013 р. і перевели в ціни 2007 р. Змінні, де виявлено сезонність, були сезонно згладжені за допомогою фільтра “Census X12” (ВВП, FB, SOC, I, MBASE, M2).

Після формування змінних для проведення емпіричного аналізу постає питання вибору методу оцінки впливу політичних та економічних циклів на параметри фіскальної та монетарної політики. Досить поширеним підходом є застосування VAR-моделей, які дозволяють урахувати досить складну міжчасову структуру зв'язків між змінними та уникати проблеми ендогенності. Однак такий підхід спричинює і низку проблем. Оскільки VAR-моделі є досить “неекономічними” – можуть містити багато змінних і численні лаги, то вони відповідно вимагають і великого масиву даних, що не дозволяє будувати комплексні моделі у нашому випадку. Іншою, більш важливою, проблемою є те, що VAR-модель містить коефіцієнти впливу однієї змінної на іншу з різними лагами. Дуже часто такі коефіцієнти мають різні знаки та значення і обрати з них “істинний” коефіцієнт неможливо, таким чином цим показникам важко надати економічної інтерпретації. Для отримання коефіцієнтів, що можуть порівнюватися і вказувати на загальні закономірності зв'язків, ми застосували такий алгоритм.

На першому етапі методом найменших квадратів (OLS) оцінювали регресію, де залежною змінною виступає показник дискреційних рішень у сфері фіскальної/

монетарної політики, а пояснювальними – бізнес-цикл, змінні політичного циклу, що виділяють періоди до та після виборів, фіктивна змінна, що вказує на потужні зовнішні макроекономічні шоки, специфічна фіктивна змінна для пояснення значних відхилень у досліджуваному процесі за умови виявлення проблем із розподілу залишків регресії. При цьому проблема складних динамічних зв'язків вирішується через аналіз крос-корелограм між бізнес-циклом та залежною змінною. Бізнес-цикл вводиться в модель з тим лагом, що має найщільніший зв'язок із пояснювальною змінною. Такий підхід дозволяє уникнути проблеми множинності коефіцієнтів та їх інтерпретації, що мають місце при застосуванні VAR-моделей. Зазначимо, що всі моделі тестуються на правильність розподілу залишків, їх гетероскедастичність та автокореляцію до 6-го порядку. У разі виявлення проблем із дисперсією або автокореляцією залишків ми застосовували HAC-ковараційну матрицю, що значно пом'якшує ситуацію і дозволяє отримати робастні стандартні похибки.

На другому етапі ми враховували можливість ендогенності в моделях першого етапу. Оскільки проблема ендогенності в моделях, що описують рішення фіскальних і монетарних органів, притаманна лише змінній бізнес-циклу, політичні змінні задані екзогенно, то ми оцінили моделі першого етапу через двокроковий метод найменших квадратів (TSLS) із застосуванням відповідних лагів бізнес-циклу як інструментів. У результаті оцінки моделей за допомогою TSLS та проведення тесту Хаусмана приймалося рішення щодо того, яка з моделей містить менш зміщені коефіцієнти.

На третьому етапі коефіцієнти з відповідної моделі, що бралася за основу, порівнювалися між собою залежно від статистичної значимості. А саме коефіцієнт впливу бізнес-циклу порівнювався з коефі-

цієнтами впливу політичних подій (періоди до та після виборів). Порівняння відбувалося саме на основі статистичної значущості коефіцієнтів, оскільки самі коефіцієнти некоректно порівнювати.

Крім впливу різних циклів на інструменти монетарної та фіскальної політики, із застосуванням того самого алгоритму, було проведено оцінку взаємодії даних інструментів в умовах циклічних коливань. Принцип проведення оцінок зберігали, однак у моделях, що описували дискреційні дії центробанку, вводили почергово фіскальні змінні (FB, SOC) та змінні, що формувалися як добуток фіскальних змінних і змінних політичних циклів. Така форма моделей дозволяє виявити реакцію монетарної політики на фіскальні рішення уряду з контролем на політичні події та в періоди політичних подій. Змінні позначено з префіксом (elect(-/+ t)) у назві, де t – кількість кварталів, що виділено до або після виборів.

Загальна логіка такого підходу полягає у тому, щоб отримати компактну модель, яка найбільш повно описує досліджуваний процес і дозволяє надати економічну інтерпретацію отриманим коефіцієнтам.

Складність оцінки функції реакції монетарної та фіскальної політики на економіко-політичні умови полягає в тому, що необхідно виокремити дискреційні рішення центробанку та уряду. Ці рішення, виражені у зміні параметрів бюджету або монетарних індикаторів, завуальовані в загальній статистиці. Способи виокремлення дискреційної складової фінансової політики досить тісно пов'язані зі статистичними якостями даних. Для побудови регресій, що відображають стійкі закономірності, необхідно вводити в аналіз стаціонарні дані або враховувати нестационарну частину даних (тренд). У випадку з показником економічної динаміки (ВВП) застосовується фільтр, який проводить декомпозицію на тренд і

цикл, який є стаціонарним. Маючи показник бізнес-циклу, необхідно виділити частину фінансової політики, що є реакцією на коливання. Для цього ми користуємося рядом припущень. По-перше, динаміка показників фінансової політики може бути умовно розподілена на трендову складову, що зумовлена економічними умовами, автоматичну відповідь фінансових показників на циклічні коливання економіки та дискреційні рішення уряду. Друге, НБУ цілком контролює пропозицію грошової маси у країні та відсоткові ставки. Таким чином, динаміка монетарних показників містить довготривалу рівноважну траєкторію розвитку, що пов'язана з економічним зростанням та дискреційними рішеннями НБУ, що є короткостроковими відхиленнями від довгострокової траєкторії і мають на меті згладжувати проблеми з ліквідністю та рівнем цін, що виникають в ході економічних коливань. В цьому контексті різниця між інструментами фінансової та монетарної політики у відсутності в останніх автоматичної реакції на бізнес-цикл.

Відповідно до цього, виокремлення дискреційних складових фінансової та монетарної політики ми пропонуємо здійснювати наступним чином:

1. Нестационарні часові ряди економічної динаміки та інструментів фінансової політики слід тестувати на наявність коінтеграції. Виявлення коінтеграції свідчить про наявність довгострокового тренду, який пов'язує динаміку економіки та фінансову/монетарну політику. Це довгострокове співвідношення умовно можна назвати фінансовим або монетарним правилом, яке слабко реагує на транзитивні економічні шоки і не може розглядатись як дискреційне рішення.

2. Для фінансових змінних після видалення коінтеграційного співвідношення стаціонарні часові ряди, що залишились, мають бути скориговані на автоматичну реакцію через побудову двофакторної VAR-

моделі з невеликим лагом (1-2 лаги), оскільки автоматична реакція фінансових змінних відбувається досить швидко. Змінними у VAR-моделі пропонується використовувати залишки динаміки ВВП та фінансової змінної після видалення коінтеграційного співвідношення. Залишки такої моделі можна вважати показником дискреційних дій уряду у фінансовій сфері.

3. Дискреційні дії центробанку можна ідентифікувати через видалення довгострокового коінтеграційного співвідношення між монетарним інструментом та ВВП з відповідного часового ряду.

У разі неможливості виявити коінтеграційне співвідношення між ВВП та інструментом фінансової політики або виявлення нестійкого співвідношення ми видаляли довгострокові тренди з часових рядів через застосування фільтра Ходріка-Прескота і далі діяли відповідно до окресленого вище алгоритму. Зокрема, таким чином було виділено дискреційну складову у видатках на соціальний захист та соціальне забезпечення (SOC) та середньозваженої ставки за всіма інструментами НБУ (I). Дискреційний бюджетний дефіцит (FB) було розраховано без тестування гіпотези про коінтеграцію з ВВП, оскільки первинний бюджетний дефіцит є часовим рядом, що сам по собі є стаціонарним або близьким до цього. Дискреційні складові монетарної бази (MBASE) та грошового агрегату M2 (M2) були розраховані за допомогою виявленої коінтеграції з ВВП. Сальдо інтервенцій НБУ на валютному ринку в доларовому еквіваленті (INTRV) є стаціонарним часовим рядом, тому цей показник вводили в моделі без перетворень.

Коефіцієнти з оцінених моделей, їх статистична значущість та декілька статистик, що характеризують зміщеність результатів та точність стандартних похибок коефіцієнтів, наведено в табл. 1–3. Залежні змінні згруповано наступним чи-

ном: фіскальні змінні, середньозважена ставка відсотка за всіма інструментами НБУ та сальдо інтервенцій НБУ на валютному ринку в доларовому еквіваленті, два показники пропозиції грошей в економіці – монетарна база та грошовий агрегат M2. В таблицях наведено результати оцінки регресій, що оцінювались більш пріоритетним методом залежно від результату теста Хаусмана на ендогенність. За граничний показник статистичної значимості взято п'ятивідсоткову ймовірність рівності коефіцієнта нулю. Тому у всіх таблицях коефіцієнти, що є статистично значимими, виділено напівжирним шрифтом.

Результати, наведені в табл. 1, свідчать про те, що політичні події відіграють важливу роль у динаміці дискреційних фіскальних показників. Найбільш сильний вплив політичних подій спостерігається за два квартали і під час виборів, коли бюджетні видатки соціального характеру та первинний дефіцит бюджету збільшуються. Цікавим фактом є те, що між показником бізнес-циклу з лагом у 7–8 кварталів існує досить висока кореляція, однак включення політичних змінних робить коефіцієнт при цій змінній не значним. Таким чином, результати свідчать про те, що у дискреційній фіскальній політиці в Украї-

Таблиця 1

Вплив економічних і політичних циклів на дискреційні рішення у сфері фіскальної політики

Залежні змінні	FB			SOC		
	OLS	OLS	OLS	OLS	OLS	OLS
Метод оцінки						
CONST	834,2 0,17*	-117,21 0,88	-453,0 0,72	-434,2 0,07	-379,5 0,18	-567,3 0,09
CYCLE_GDP(t-8)	-0,08 0,12	-0,11 0,08	-0,11 0,07			
DUM	88,16 0,97	940,05 0,69	1228,15 0,59	168,19 0,80	187,11 0,79	137,06 0,84
POL(-2)	-2014,1 0,03			798,26 0,02		
POL(+2)	-1667,2 0,13			581,77 0,14		
POL(-3)		-1460,80 0,11			577,33 0,08	
POL(+3)		1120,25 0,26			241,46 0,49	
POL(-4)			-680,58 0,58			645,43 0,06
POL(+4)			894,62 0,40			360,04 0,28
Тест на нормальність розподілу залишків	0,97	0,36	0,69	0,47	0,13	0,06
Тест Уайта на гетероскедастичність	0,09	0,05	0,21	0,39	0,62	0,99
LM-тест на автокореляцію залишків 6-го порядку	0,81	0,68	0,76	0,64	0,63	0,64
Тест Хаусмана на ендогенність**	0,32	0,41	0,30			

* Ймовірність нульової гіпотези (p-value).

** Тест – для тих моделей, де можлива ендогенність та необхідно розглядати TSLС як альтернативний метод оцінки.

Вплив економічних і політичних циклів на дискреційні рішення у сфері монетарної політики

Залежні змінні	I					INTERV				
	OLS	OLS	OLS	TSLs	OLS	TSLs	TSLs	TSLs	TSLs	TSLs
CONST	-0,04	-0,02	-0,04	-0,62	-0,76	2093,8	1951,4	1104,9	2328,5	2128
	0,15*	0,49	0,28	0,11	0,04	0,00	0,00	0,05	0,00	0,00
DUM	0,14	0,14	0,14	2,09	1,9	-4384,9	-4127,9	-3817,5	-4871,1	-4247,3
	0,04	0,05	0,04	0,04	0,05	0,02	0,04	0,03	0,00	0,03
CYCLE_GDP	0,82	0,79	0,81	0,00	0,00	0,04	0,04	0,04	0,04	0,05
	0,00	0,00	0,00	0,08	0,08	0,05	0,04	0,05	0,02	0,04
time						-69,05	-70,48	-67,02	-77,34	-69,61
						0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
POL(-2)	0,01			-0,08	0,13	765,58			871,78	752,27
	0,95			0,87	0,80	0,12			0,07	0,08
POL(+2)	0,01			0,38	0,81	888,52			770,23	708,30
	0,75			0,55	0,19	0,10			0,17	0,15
POL(-3)		-0,03					757,66			
		0,28					0,10			
POL(+3)		0,01					792,43			
		0,76					0,05			
POL(-4)			0,0					1092,52		
			0,98					0,03		
POL(+4)			0,01					1436,22		
			0,87					0,00		
FB				0,0					0,14	
				0,53					0,32	
FB_elect(t-2)				0,0					-0,05	
				0,55					0,77	
FB_elect(t+2)				0,0					-0,3	
				0,82					0,05	
SOC(t-1)					-0,0005					0,11
					0,02					0,53
SOC_elect(t-2)					0,0					0,05
					0,97					0,88
SOC_elect(t+2)					0,0					0,63
					0,86					0,02
Тест на нормальність розподілу залишків	0,16	0,24	0,16	0,6	0,3	0,18	0,11	0,51	0,59	0,13
Тест Уайта на гетероскедастичність	0,9	0,71	0,84	0,93	0,46	0,00	0,00	0,00	0,02	0,00
LM-тест на автокореляцію залишків 6-го порядку	0,88	0,76	0,87	0,73	0,65	0,00	0,00	0,00	0,00	0,05
Тест Хаусмана на ендогенність**	0,51	0,41	0,44	0,02	0,1	0,05	0,03	0,06	0,01	0,03

* Імовірність нульової гіпотези (p-value).

** Тест – для тих моделей, де можлива ендогенність та необхідно розглядати TSLs як альтернативний метод оцінки.

Вплив економічних і політичних циклів на дискреційні зміни
у пропозиції грошей в економіці

Залежні змінні	M2					MBASE				
	OLS	TSLs	TSLs	TSLs	TSLs	OLS	OLS	TSLs	TSLs	TSLs
CONST	-512849	-511973	-509319	-517754	-499672	-729,6	-396,9	1631,1	-124,5	-630,3
	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,63	0,78	0,41	0,93	0,63
DUM	12752,1	6835,2	6390,8	13704,5	12899,5	10754,7	10789	10389,6	9155	10721,5
	0,20	0,59	0,67	0,12	0,17	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
CYCLE_GDP(t-1)	-2,4	-1,98	-1,94	-2,04	-2,11	-0,85	-0,86	-0,81	-0,77	-0,82
	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
POL(-2)	-10137			-3773,6	-21220,7	-1744,3			-2302,5	-1561,3
	0,37			0,72	0,06	0,25			0,10	0,23
POL(+2)	-8355,7			-676,39	-19330	1418,8			-543,6	2101
	0,48			0,95	0,10	0,54			0,78	0,22
POL(-3)		-8429,8					-2531,6			
		0,45					0,10			
POL(+3)		-5274,2					1739,2			
		0,63					0,35			
POL(-4)			-8213,7					-4536,4		
			0,47					0,01		
POL(+4)			-7786					599,87		
			0,48					0,74		
FB				-3,20					-0,33	
				0,02					0,28	
FB_elect(t-2)				-1,93					0,30	
				0,27					0,32	
FB_elect(t+2)				-0,37					-0,85	
				0,84					0,01	
SOC(t-1)					22,54					0,10
					0,01					0,95
SOC_elect(t-2)					-25,13					-0,77
					0,01					0,62
SOC_elect(t+2)					-26,96					-3,71
					0,01					0,03
Тест на нормальність розподілу залишків	0,24	0,16	0,25	0,54	0,25	0,20	0,19	0,01	0,22	0,12
Тест Уайта на гетероскедастичність	0,18	0,77	0,85	0,23	0,59	0,22	0,45	0,80	0,56	0,83
LM-тест на автокореляцію залишків 6-го порядку	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Тест Хаусмана на ендогенність**	0,18	0,01	0,01	0,04	0,04	0,14	0,10	0,02	0,01	0,08

* Імовірність нульової гіпотези (p-value).

** Тест – для тих моделей, де можлива ендогенність та необхідно розглядати TSLs як альтернативний метод оцінки.

ні політична складова значно переважає економічну логіку.

Поведінка середньозваженої ставки відсотка та сальдо інтервенцій НБУ на валютному ринку фактично не реагує на політичні події порівняно з фіскальними змінними. На основі отриманих результатів можна зробити висновок про те, що єдиною реакцією на політичні події є зростання обсягів купівлі іноземної валюти на міжбанку за 4 квартали до та після виборів, що спричинює гривневу емісію. Цей факт не має однозначного економічного трактування і може бути предметом подальшої дискусії. Водночас ставка відсотка та сальдо інтервенцій послідовно реагують на циклічні коливання економіки: ставки швидко підвищуються при позитивному розриві ВВП; сальдо інтервенцій указує на викуп валюти НБУ на міжбанку при надмірному зростанні економіки, і навпаки. Показовим є той факт, що включення політичних змінних не знижує статистичної значимості бізнес-циклу. Ставка відсотка виконує свою контрциклічну функцію, валютні інтервенції проводяться відповідно до завдань утримати фіксований курс.

Коефіцієнти при змінних, що вказують на взаємодію дискреційних рішень у сфері монетарної та фіскальної політики, виявляють незначну від'ємну реакцію середньозваженої відсоткової ставки на підвищення соціальних видатків бюджету. Реакція сальдо торгівлі валютою на фіскальні змінні відсутня, однак можна спостерігати реакцію на заходи фіскальної політики у післявиборні періоди. Так, збільшення видатків на соціальне забезпечення та збільшення дефіциту бюджету протягом 2 кварталів після проведення виборів спричинює значне зростання купівлі валюти на міжбанку.

Реакція пропозиції грошей в економіці демонструє досить чітку контрциклічну динаміку (табл. 3) і водночас є аполітичною. Для грошового агрегату M2 ця реакція є

більш сильною, ніж для монетарної бази. Водночас спостерігається досить чітка схема взаємодії дискреційних дій уряду у сфері фіскальної політики та центробанку. Загалом підвищення видатків соціального спрямування веде до збільшення пропозиції грошей, однак маніпулювання з цими видатками у періоди політичної активності призводить до стерилізаційної політики центробанку.

З проведених розрахунків можна зробити висновки, які мають суттєве значення для макроекономічної політики в Україні. Поряд із відгуком дискреційної фіскальної та монетарної політики на бізнес-цикл важливим моментом є наявність політичних циклів. Політичні події мають вплив на деякі інструменти фінансової політики і викривляють економічну логіку їх використання.

У нашому дослідженні виявлено, що політичні цикли мають вплив на параметри фіскальної політики, який є більш потужним від коливань економіки. Таким чином, фіскальні інструменти практично вилучені з процесу врівноваження економічного зростання, поперше, через великий лаг введення в дію, по-друге, через значну політичну заангажованість. Монетарні інструменти фактично не реагують на політичні події та в основному виконують контрциклічну функцію. Ми також виявили зв'язки між фіскальними змінними та монетарними інструментами. Найбільш яскравим прикладом є збільшення пропозиції грошей в економіці унаслідок підвищення соціальних видатків та протидія монетарної влади подібним підвищенням у періоди політичної активності.

Результати оцінки регресій указують на те, що для України характерним є сценарій AFPM-моделі, коли монетарна політика спрямована на амортизацію небажаних фіскальних наслідків у процесі передвиборних маніпуляцій. Це свідчить про додаткові обмеження для маневрів у монетарній

політиці, яка виявляється в умовах, коли постійно необхідно контролювати фіксований валютний курс та нейтралізувати періодичні шоки у пропозиції грошей, спровоковані політичними циклами у фінансовій сфері. Такий стан речей призводить до ситуації, коли монетарна політика обмежена у можливостях застосування інструментів, а фінансова є малоефективною, що несе значні макроекономічні загрози. Тому одним із напрямів реформування фінансової політики є не тільки контроль та підвищення ефективності її інструментів, а і ліквідація політичної складової в ухваленні дискреційних рішень.

Література

1. Nordhaus W. *The Political business cycle // Review of economic studies.* – 1975. – Vol. 42(2). – P. 169–190.
2. Lindbeck A. *Stabilization policy in open economies with endogenous politicians // American economic review.* – 1976. – No. 66. – P. 1–19.
3. Aisen A. *Money-based versus exchange-rate-based stabilization: is there room for political opportunism? // IMF staff papers.* – 2007. – Vol. 54. – No. 2. – P. 385–417.
4. Вешко А. Т. *Політичний цикл і структурні тенденції в економіці України // Вісник Львівської економічної академії.* – 2013. – Вип. 41. – С. 35–46.
5. Shi M., Svensson J. *Political budget cycles: do they differ across countries and why? // Journal of public economics.* – 2006. – No. 90(8–9). – P. 1367–1389.
6. Blomberg S., Hess G. *Is the political business cycle for real? // Journal of public economics.* – 2003. – No. 87. – P. 1091–1121.
7. Rogoff K., Sibert A. *Elections and macroeconomic policy cycles // Review of economic studies.* – 1998. – Vol. 55. – P. 1–16.
8. Persson T., Tabellini G. *Political economics – explaining economic policy // The MIT press, 2000.*
9. Shi M., Svensson J. *Conditional political budget cycles // CEPR discussion paper.* – 2002. – No. 3352.
10. Alesina A. *Macroeconomic policy in a two-party system as a repeated game. // The quarterly journal of economics.* – 1987. – No. 102. – P. 651–678.
11. Drazen A. *The political business cycle after 25 years in: B. S. Bernanke and K. Rogoff (eds.) // NBER macroeconomics annual MIT press: Cambridge and London.* – 2001. – Vol. 15. – P. 75–138.
12. Beck N. *Elections and the fed: is there a political monetary cycle? // American journal of political science.* – 1987. – No. 31. – P. 194–216.
13. Keech W., Pak K. *Electoral cycles and budgetary growth in veterans' benefit programs // American journal of political science.* – 1989. – No. – 33. – P. 901–911.
14. Alesina A., Sachs J. *Political parties and the business cycle in the United States // Journal of money, credit and banking.* – 1988. – P. 1948–1984.
15. Brender A., Drazen A. *Political budget cycles in new versus established democracies // NBER working papers.* – 2004. – P. 1–26.
16. Бурковская А. *Монетарные политические бизнес-циклы: новые демократии // Квантиль.* – 2013. – №11. – С. 75–90.
17. Verstyuk S. *Electoral cycles in Ukraine // Economics education and research consortium final report, 2004.*
18. Шевчук В. О. *Логіка політичного циклу та рівновага платіжного балансу: український контекст // Вісник Львівської економічної академії.* – 2013. – Вип. 41. – С. 4–23.
19. Klose J. *Political business cycles and monetary policy revisited—an application of a two-dimensional asymmetric Taylor reaction function // Ruhr economic paper (Ed.).* – 2011. – No. 286. – P. 1–35.