УДК 336

Унинець-Ходаківська В.П.

СУЧАСНА ФІСКАЛЬНА ПОЛІТИКА НА ФІНАНСОВИХ РИНКАХ

У статті розглядається фіскальна політика та форми її взаємодії з монетарною політикою через механізми фінансових ринків. Особлива увага приділена дослідженню податків як інструментів фіскальної політики на фінансових ринках. Окреслено особливості сучасної фіскальної політики та напрями посилення мультиплікативного ефекту впливу інструментів фіскальної політики на рівень ділової активності учасників фінансових ринків в умовах глобалізації.

Ключові слова: *фіскальна політика, фінансові ринки, фіскальне регулювання, фіскальні інструменти, квазіфіскальні операції.*

Постановка проблеми. Сфера фінансових операцій у зростаючих масштабах акумулює капітал, який, замість прямих інвестицій у виробництво, йде в спекуляцію через механізм фінансових ринків. Світові обсяги випущених в обіг деривативів (віртуальних паперових цінностей) в 25 разів перевищують всі наявні у світовій економіці реальні цінності. Розвивається феномен "фінансиалізації» економіки [5]. Перебуваючи поза сферою прямого міжнародно-правового регулювання, володіючи практично повною свободою переміщення і надзвичайною мобільністю, фінансовий капітал панує над реальним сектором економіки всього світового співтовариства.

Зростання фінансових ринків швидше свого потенціалу до та в період фінансової кризи 2007-2009 рр. призвів до системного краху фінансового посередництва (і пов'язаного з ним різкого зниження грошового мультиплікатора) [6] та поглибив в економіці більшості країн і до того існуючі фіскальні диспропорції.

Причин виникнення фіскальних диспропорцій декілька: недосконалість макроекономічного регулювання через систему держбюджету[6]; незбалансованість податкового навантаження на реальний та фінансовий сектори; окремі сектори національних економік (тіньовий сектор, сфера обігу і фінансовий сектор) фактично виведені з-під оподаткування; загальні обсяги недоїмок і несплачених санкцій перевищують всі допустимі межі [7].

В докризовий період фіскальна політика мала швидше пасивний характер. Більший вклад у подолання фінансової кризи внесла активна монетарна політика: політика плавної девальвації сприяла відновленню банківської системи, але не дозволила здолати виниклу кризу неплатежів. Країни занадто довго розвивалися «у кредит», і тепер доводиться за це розплачуватися.

Особливість фінансових ринків та існуюча світова практика їх фіскального регулювання неповною мірою реалізує притаманні їй класичні функції: фіскальну, регулювальну та стимулювальну. Важливою проблемою

фіскального регулювання фінансових ринків є те, що податкові надходження в загальні фонди відповідних бюджетів є незначними у загальній сумі надходжень.

Аналіз останніх досліджень і публікацій, виділення невирішених раніше частин загальної проблеми. Сьогодні більшість зарубіжних та вітчизняних ечених вбачає розгляд інституціональної структури фіскальної взаємодії [21] учасників фінансових ринків у площині «великої суперечки між «монетаристами» і «фіскалістами»» [6]. Значний внесок у дослідження проблем стратегічної взаємодії фіскальної та монетарної політики зробили такі зарубіжні вчені, як Р.Манделл, А.Вебер, Дж. М. Кейнс, Д.Тобін, Д.Бейкер, М.Блауг, Б.Бернанке, Л.Любимов, М.Домбровський, М.Маркевич, А.Сеїдов, М.Лукашук, В.Булатов, Л.Гончаренко, А.Метью та інші. Серед вітчизняних науковців окремі аспекти фіскальної політики на фінансовому ринку знайшли своє відображення у працях В.Гланца, Ю.Іванова, А.Крисоватого, С.Лєонова, Д.Лєонова, Т.Паєнтко, Л.Клюско, Н.Реверчук, І.Сала, О.Сербиної, С.Буковинського, І.Луніної, А.Федоренка, В.Андрущенка, О.Данілова, В.Дем'янишина, Т.Єфіменко, В.Опаріна, А.Соколовської, С.Юрія, К.Швабія та інших. Невирішеними залишаються питання фіскальної політики на фінансовому ринку в умовах глобалізації.

У сучасній економічній літературі логіка взаємодії фіскальної і монетарної політики обумовлена форматом оптимальної інституціональної структури взаємодії центрального банку та уряду через механізм фінансового ринку [4,5,6,14]. По-перше, причиною інфляції може бути незбалансованість фіскальної сфери, в той же час високий рівень інфляції може впливати на реальну економіку, ускладнюючи вирішення специфічних завдань фіскальної політики; по-друге, уряд і центральний банк, як двох економічних агентів, що представляють державний сектор, пов'язує ряд спільних обмежень.

Автор погоджується з думкою про те, що методологія фіскального регулювання фінансових потоків має враховувати такі їх характерні ознаки, як рух у вартісній формі, цілеспрямованість, високий ступінь організованості, регламентованість та необхідність здійснення контролю за виконанням регламенту руху. Обираючи комбінацію інструментів фіскального регулювання фінансових потоків через механізм фінансових ринків з урахуванням інституціонального фактора, необхідно керуватися мотивом забезпечення економічного зростання держави, а не тимчасового перерозподілу ресурсів [2].

Мета статті: Метою статті є виявлення особливостей та окреслення напрямів вдосконалення фіскальної політики на фінансових ринках в умовах глобалізації.

Виклад основного матеріалу. Фіскальна політика як будь-яка стабілізаційна (антициклічна) політика уряду, має значний вплив на сукупний попит і пропозицію методом вилучення частини фінансових потоків через оподаткування та перерозподіл бюджетних коштів.

Фіскальними інструментами державного регулювання є: податки, які скорочують приватні витрати, внаслідок чого створюють можливість

здійснення державних витрат; витрати державних коштів, які спонукають підприємства виробляти певні товари та послуги, а також трансфертні виплати, що забезпечують певний рівень доходів деяким категоріям населення; регулювання або контроль, які стимулюють певну економічну діяльність чи примушують відмовитися від неї [1].

Механізм фіскального регулювання учасників фінансового ринку, адекватний умовам національної економіки, повинен відповідати двом основним умовам: по-перше, стимулювати одночасно продуктивну та прибуткову функцію фінансових потоків, а по-друге, здійснювати подвійний тиск на стимули до мобілізації внутрішніх фінансових ресурсів, які перебувають у формі неорганізованих заощаджень населення або у тіньовому секторі економіки [2].

Метою фіскальної політики є: згладжування циклічних коливань економіки шляхом збереження сталих рівнів державного дефіциту та боргу; утримання достатньої фіскальної гнучкості для можливості ефективного управління попитом; підтримка обґрунтованого і стабільного рівня оподаткування, який не завдасть шкоди економіці та сприятиме стабільності фінансових ринків [3].

Податки як один з основних інструментів фіскальної політики (державні закупівлі й трансферти) мають мультиплікативний ефект впливу на рівень ділової активності учасників фінансового ринку. У статті мова буде йти про складний мультиплікатор, оскільки ефект простого мультиплікатора залежить від єдиного параметру – граничної схильності учасників фінансового ринку до заощадження. У реальній економіці на величину мультиплікатора впливають і деякі інші чинники (податки, обсяг імпорту).

Залежно від фази циклу, в якій перебуває економіка, податки як інструменти фіскальної політики використовуються по-різному. Виділяють два види фіскальної політики: 1) стимулювальну, яка застосовується при спаді 2) стримувальну при бумі (перегріві економіки). Крім того, розрізняють фіскальну політику: 1) дискреційну; 2) автоматичну (недискреційну).

Макроекономісти вважають, що хороша фіскальна політика повинна, по-перше, забезпечувати помірне і стійке боргове навантаження на економіку; по-друге, дозволяти борговому навантаженню змінюватися в унісон з діловим циклом: бути вище тренду в погані часи і нижче – в хороші.

В сучасній економіці перед державою постає комплекс завдань, які необхідно вирішувати шляхом виконання певних дій уряду і центрального банку через механізм фінансового ринку. «Державна політика може передбачати будівництво великих громадських будівель, фортифікаційних систем, залізниць і каналів. Подібні витрати відносяться на капітал, а не на доходи і, звичайно, є екстраординарними. Єдине правило в цьому випадку – покривати екстраординарні витрати екстраординарними доходами, якими є позикові кошти» [20]. Це і є «золоте правило» фіскальної політики – фінансувати інвестиції позиковими коштами через механізм фінансового ринку, щоб, як писав Бастебл (*Bastable Ch)* , «не турбувати ... всю податкову

систему » [20], а для кращого обліку і контролю відносити поточні та капітальні видатки до різних бюджетів.

Своє право на існування «золоте правило» бере з макроекономічної теорії. За інших рівних умов «напад» держави на фінансовий ринок з метою фінансування дефіциту обертається зростанням рівня відсотка. Якщо норма прибутку не встигає у своєму зростанні за рівнем відсотка, то в закритій економіці приватні позичальники залишаються ні з чим і економічне зростання сповільнюється. Але якщо держава не «проїдає» позикові кошти, а інвестує їх під той же відсоток, що й приватні підприємці, то накопичення капіталу прискорюється, як і економічне зростання. У державний бюджет надходять додаткові податки, і державні інвестиції окупаються.

Однак, здорові фінанси і здорова сучасна економіка – не одне й те ж. «Золоте правило», зведене в ранг закону, стає прокрустовим ложем антициклічної фіскальної політики, оскільки бюджет треба балансувати щороку незалежно від стану економіки. Воно наближає й поглиблює рецесію, не дозволяючи державі нарощувати сукупний попит шляхом позик. Ось чому його можна назвати проциклічним [8]. Не так давно більшість економістів вважали, що фіскальна політика непридатна в якості контрциклічного інструмента.

«Золоте правило» було модифіковано у світлі стабілізаційної теорії дефіциту і боргу [21]: поточний бюджет балансується не щороку, а за весь діловий цикл, і тоді все, що держава позичає через механізм фінансового ринку в рамках циклу, йде не лише на фінансування державних інвестицій, а й на покриття циклічного дефіциту. Іншими словами, дефіцит створюють не тільки державні інвестиції, бенефіціарами яких є майбутні покоління, а й поточні витрати на підтримку зайнятості та прибутку нинішнього покоління.

До переваг фіскальної політики слід віднести:

Ефект мультиплікатора. Усі інструменти фіскальної політики мають мультиплікативний ефект впливу на величину рівноважного сукупного випуску.

Відсутність зовнішнього лагу (затримки). Зовнішній лаг – це період між ухваленням рішення про зміну політики і появою перших результатів її зміни. Зовнішній лаг характерний для монетарної політики, що має складний передатний механізм (механізм грошової трансмісії).

Наявність автоматичних стабілізаторів. Оскільки ці стабілізатори є вбудованими, то уряду не потрібно здійснювати спеціальних заходів щодо стабілізації економіки. Стабілізація (згладжування циклічних коливань економіки) відбувається автоматично [5].

Недоліки фіскальної політики:

Ефект витіснення. Економічний зміст цього ефекту полягає в наступному: зростання витрат бюджету в період спаду (збільшення державних закупівель і трансфертів) і скорочення прибутків бюджету (податків) веде до мультиплікативного зростання сукупного доходу, що збільшує попит на гроші й підвищує ставку відсотка на грошовому ринку (ціну кредиту).

Наявність внутрішнього лагу. Внутрішній лаг – це період між виникненням необхідності зміни інструментів фіскальної політики і ухваленням рішення про її зміну. Наприклад, заходи стримувальної фіскальної політики, розроблені в період буму, через наявність тривалого внутрішнього лагу можуть посилити спад.

Невизначеність. Цей недолік характерний не лише для фіскальної, але й для монетарної політики. Невизначеність торкається проблеми ідентифікації економічної ситуації; проблеми, на яку саме величину слід змінити інструменти державної політики в конкретній економічній ситуації.

Дефіцит бюджету. Противники кейнсіанских методів регулювання економіки – монетаристи (monetarists), прибічники теорії економіки пропозиції (supply - side economics) і теорії раціональних очікувань (rational expectations theory) – тобто представники неокласичного напряму в економічній теорії вважають дефіцит державного бюджету одним з найважливіших недоліків фіскальної політики [5].

Дійсно, інструментами стимулювальної фіскальної політики, що проводиться під час спаду і спрямована на збільшення сукупного попиту, виступає збільшення державних закупівель і трансфертів, тобто витрат бюджету, і зменшення податків, тобто прибутків бюджету, що веде до зростання дефіциту державного бюджету. Не випадково рецепти державного регулювання економіки, які запропонував Кейнс, дістали назву "дефіцитного фінансування". Особливо гостро проблема бюджетного дефіциту проявилася в більшості розвинених країн, що використали після Першої світової війни кейнсіанські методи регулювання економіки, в середині 70-х років, причому в США виник так званий "подвійний дефіцит" ("twin debts"), при якому дефіцит державного бюджету поєднувався з дефіцитом платіжного балансу [10]. У зв'язку з цим проблема фінансування дефіциту державного бюджету перетворилася на одну з найважливіших макроекономічних проблем.

У країнах із трансформаційною економікою інструменти фіскальної політики є більш ефективними та дієвими в умовах кризи, на відміну від інструментів грошово-кредитної політики, які, як правило, активно використовуються в розвинених економіках.

Фіскальна політика України в умовах фінансово-економічної кризи була спрямована на вирішення локальних завдань, унаслідок чого так і не був задіяний її потенціал як ключового антикризового інструмента. При цьому через застосування в окремих випадках некоректних механізмів досягнення поставлених цілей вона продукувала негативні ефекти для макроекономічної стабільності та заклала ризики для швидкого відновлення економіки України в середньостроковій перспективі [19].

У цьому контексті оздоровлення фіскальної сфери через механізм фінансового ринку стає одним із найважливіших заходів державної економічної політики. Уряд має зменшити обсяги залучень на внутрішньому ринку, стимулюючи перетік вільної ліквідності в реальний сектор економіки.

Бюджет та реальний сектор економіки не повинні бути конкурентами за кредитні ресурси. Оскільки боргові кошти мають власну вартість,

раціональним є їх спрямування в інвестиційні проекти, прибутки від яких дозволять уряду не лише повернути борг, а й покрити витрати на його обслуговування. Використання ж залучених коштів на покриття поточних видатків є прямим перекладанням поточних фінансових зобов'язань на бюджети майбутніх періодів, що є значним ризиком для активізації економічного зростання в майбутньому [9].

Сьогодні в більшості розвинутих країн, розробляються і приймаються стимулювальні фіскальні заходи, які підтримують більшість економістів в університетах, міністерствах і бізнесі [10].

Класичне «золоте правило» зобов'язує щорічно балансувати бюджет, очищений від капітальних витрат (поточний бюджет), а Пакт про стабільність і зростання зобов'язує щорічно зводити майже до балансу або з профіцитом бюджету, очищений від циклічних коливань (структурний бюджет)[8]. Структурний бюджет відображає тренд фіскальної позиції держави в середньостроковому плані. Структурний дефіцит вказує на те, що держава вкладає кошти в майбутнє країни (наприклад, в інфраструктуру та людський капітал). Якщо держава вважає, що інвестиції прискорять економічне зростання, яке принесе більше податків, то вона повинна фінансувати інвестиції позиковими коштами через механізм фінансового ринку. Майже всі держави єврозони і єврозона в цілому мали в 2008-2012 рр. структурний дефіцит, підвищений попит на позикові кошти і, як результат, підвищений понадлімітний борг.

Модифіковане «золоте правило» відображає важливу роль фіскальної політики в пом'якшенні рецесії і стримуванні буму. Держава може зводити бюджет з дефіцитом у погані часи, або покладаючись на автоматичні стабілізатори, або «вручну», нарощуючи витрати і (або) скорочуючи податки, щоб запустити слабку економіку в зростання.

У розвинених країнах економіка на 2/3 регулюється за допомогою дискреційної фіскальної політики і на 1/3 – за рахунок дії вбудованих стабілізаторів. Так, дискреційна фіскальна політика є законодавчою (офіційною) зміною урядом величини податків з метою стабілізації економіки. Вбудовані (чи автоматичні) стабілізатори є інструментами, величина яких не змінюється, але їх вбудованість в економічну систему автоматично стабілізує економіку, стимулюючи ділову активність при спаді і стримуючи її при перегріванні.

До автоматичних стабілізаторів фінансового ринку, перш за все, слід віднести прибутковий податок (що включає і податок на прибутки домогосподарств, і податок на прибуток корпорацій). Розглянемо механізм дії вбудованих стабілізаторів на ділову активність учасників фінансового ринку.

Прибутковий податок діє таким чином: при спаді рівень ділової активності (Y) скорочується, а оскільки податкова функція має вигляд: $T = tY$ (де T – величина податкових надходжень, t – ставка податку, а Y – величина сукупного доходу (випуску)), то величина податкових надходжень зменшується, при "перегріві" економіки, величина податкових надходжень збільшується. Зазначимо, що ставка податку залишається незмінною. Проте

податки – це вилучення з економіки, що скорочують потік витрат і, отже, прибутків (згадаємо модель кругообігу) [6]. Виходить, що при спаді вилучення мінімальні, а при перегріві максимальні. Таким чином, через наявність податків (навіть акордних, тобто автономних) економіка як би автоматично "охолоджується" при перегріванні і "підігрівається" при рецесії.

Поява в економіці прибуткових податків зменшує величину мультиплікатора (мультиплікатор за відсутності ставки прибуткового податку більший, ніж при її наявності. Очевидно, що найбільш сильну стабілізуючу дію на економіку має прогресивний прибутковий податок.

Такі інструменти фіскальної політики як податки діють не лише на сукупний попит, але і на сукупну пропозицію. Скорочення податків може використовуватися для стабілізації економіки в період спаду, стимулюючи зростання сукупних витрат, а, отже, ділову активність учасників фінансового ринку. Проте слід мати на увазі, що в кейнсіанскій моделі зниження податків є проінфляційним заходом (провокує інфляцію). Тому в період буму (інфляційного розриву), коли економіка "перегріта", в якості антиінфляційного заходу і стабілізації економіки може використовуватися збільшення податків. Проте оскільки учасники фінансового ринку розглядають податки як витрати, то зростання податків веде до скорочення сукупної пропозиції, а скорочення податків – до зростання їх ділової активності.

Детальне вивчення дії податків на сукупну пропозицію належить американському економістові, одному з основоположників концепції "економічної теорії пропозиції" ("supply - side economics") Артуру Лаферу. Лафер побудував гіпотетичну криву, за допомогою якої показав, що існує оптимальна ставка податку (t опт.), при якій податкові надходження максимальні (T max.). Якщо збільшити ставку податку, то рівень ділової активності знизиться, і податкові надходження скоротяться, оскільки зменшиться база (Y) оподаткування [7]. Тому з метою боротьби із стагфляцією (одночасним спадом виробництва і інфляцією) Лафер на початку 80-х років запропонував такий метод, як зниження ставки податку (і прибуткового, і на прибуток корпорацій).

Справа в тому, що на відміну від дії зниження податків на сукупний попит, що збільшує обсяг виробництва, але провокує інфляцію, вплив цього методу на сукупну пропозицію має антиінфляційний характер, тобто зростання ділової активності економічних агентів поєднується в цьому випадку зі зниженням рівня цін.

Криза повернула наукову цікавість до стандартної кейнсіанської доктрини активного фіскального стимулювання сукупного попиту, що далеко виходить за рамки так званих автоматичних фіскальних стабілізаторів, пов'язаних з природним падінням державних доходів і зростанням витрат (на соціальну підтримку) під час економічного спаду. Сьогодні використовувати агресивне фіскальне стимулювання для боротьби з рецесією недоцільно і нереально, а саме: активне фіскальне стимулювання потребує додаткових запозичень на частково паралізованих фінансових ринках, а спроба нарощувати бюджетний дефіцит може легко призвести до дефолту; необхідно

враховувати довгострокові бюджетні обмеження; запустити фіскальне стимулювання політично просто , а призупинити або змінити його напрям (у бік посилення фіскальної політики) набагато важче; фіскальне стимулювання найчастіше пов'язане з ризиком явного або прихованого протекціонізму: нелегко задіяти гроші платників податків на користь іноземних суб'єктів; масштабне фіскальне стимулювання може означати додаткове витіснення приватного сектора, а також країн «периферії» з фінансових ринків [10,16,18].

Незважаючи на ці ризики, у країн «донорів» немає іншого вибору, як взяти на себе фіскальну відповідальність за проведення «модернізації» світової фінансової системи [13,14].

Скоординовані дії фіскальної і монетарної політики через механізм фінансового ринку лише в умовах контрольованої девальвації можуть сприяти подоланню рецесії та зниженню втрат суспільства від девальвації національної валюти.

Як доказ цієї тези, калібрування на даних динамічної стохастичної моделі загальної рівноваги [5] показало, що для будь-яких видів негативних шоків (зростання іноземної процентної ставки і падіння попиту на експорт з боку зовнішнього сектора) режим плаваючого валютного курсу більш прийнятний ніж режим фіксованого валютного курсу або керованого плавання.

Накопичення державного боргу або стабілізаційного фонду важливе не лише для уряду, але і для центрального банку, метою якого є забезпечення стабільності на фінансовому ринку. В умовах експортоорієнтованої економіки повна незалежність центрального банку не є необхідною умовою підтримки відносної стабільності фінансових ринків. У той же час зміщення акцентів центрального банку з регулювання обмінного курсу на підтримку рівня інфляції має сприятливий вплив на макроекономічну ситуацію.

З одного боку, центральний банк повинен мати певний ступінь незалежності від уряду, самостійно встановлюючи цільові орієнтири та адекватні інструменти монетарної політики, що дає можливість монетарній владі використовувати несподівано високу інфляцію для стимулювання економічного зростання. З іншого боку, повністю незалежний центральний банк, що фокусує свою увагу винятково на проблемах інфляції та може створити певні ускладнення уряду при вирішенні соціально значущих проблем.

Фіскальна діяльність та фіскальні аспекти грошово-кредитних операцій центральних банків на фінансових ринках країн із перехідною економікою, як правило, ігнорувалися. Однак, якщо зосереджувати увагу на операціях у широкому державному секторі та нехтувати квазіфіскальними операціями (далі - QFO) центральних банків, можна отримати неправильну картину фіскальної політики.

Дійсно, аналіз обсягів QFO центрального банку заслуговує на увагу, але спроби розкрити важливу роль квазіфіскальних операцій центрального банку стикаються з численними труднощами. QFO центрального банку важко оцінити, методи бухгалтерського обліку центрального банку відрізняються від

відповідних методів у державному секторі, і немає чіткого розмежування між грошово-кредитною та фіскальною діяльністю центрального банку [11].

Оцінка обсягів квазіфіскальних операцій в Україні ускладнена внаслідок невиконання вимог "Керівництва з фіскальної прозорості" МВФ [3], а застосування практики оподаткування центральних банків є недоцільним. За відсутності міцного інституційного середовища, широкого поширення набули зловживання по відношенню до Національного банку України[11].

Кабінет Міністрів України (далі КМУ) в 2012 році затвердив перелік квазіфіскальних операцій і органів управління, відповідальних за проведення оцінки їх можливого впливу на показники бюджету [12]. Заслуговує на увагу те, що серед затвердженого КМУ переліку органів управління відсутнім є Національний банк України (далі – НБУ), хоча якщо розглянути перелік квазіфіскальних операцій Джорджа Маккензі та Пітера Стела [11] (табл. 1), то саме центральний банк є відповідальним органом управління за здійснення більшості операцій.

Відсутність НБУ серед переліку квазіфіскальних операцій, затверджених Кабінетом Міністрів України [12], пояснюється тим, що центральний банк є незалежним органом державної влади та управління. Але ж операції центрального банку прямо впливають на показники державного бюджету і державного боргу, тому вони мають належати до квазіфіскальних операцій [4,11].

Обсяг QFO центрального банку залежить від його відносин з урядом. Найчастіше центральний банк діє як фіскальний агент уряду, і коли фінансові ринки є недорозвинутими або рівень незалежності центрального банку є низьким, широкого поширення набуває практика кредитування уряду. МВФ рекомендує нараховувати проценти на такі кредити за ринковою ставкою та перераховувати прибутки банку до бюджету [18]. Однак різні країні мають різний досвід у цій сфері.

Таблиця. 1.

Класифікація квазіфіскальних операцій (QFO) центральних банків

Операції у фінансовій системі	***Операції щодо валютного курсу***
Субсидіювання кредитів	Система множинних валютних курсів
адміністративне встановлення процента за кредитами	Імпортні депозити
політика преференційного рефінансування	Депозити на придбання іноземних активів
кредити за недостатнім забезпеченням та сумнівні кредити	Гарантії валютного курсу
Гарантії за кредитами	Субсидіювання страхування від ризику зміни валютного курсу
Безпроцентні обов’язкові резерви	

Ліміти кредитування	
Операції з фінансової підтримки	

Джерело: Manual on Fiscal Transparency, Mackenzie and Stella (1996) [11].

Пряме кредитування уряду може мати форму овердрафтів на рахунку бюджету, позик із фіксованим строком виплати, авансів або придбання державних цінних паперів на первинному ринку. Навіть якщо кредит уряду надається за ринковою процентною ставкою, то за повного трансферту прибутків центрального банку до бюджету, не можна нехтувати монетарними наслідками для стабільності цін. За таких умов центральний банк змушений застосовувати «стерилізацію» надмірного приросту грошової бази, який виникає через кредитування уряду. Доцільно погодитись з думкою про те, що «стерилізація» та операції відкритого ринку, які мають монетарну природу, по суті, є QFO, оскільки вони впливають на ринкові ціни, а збитки, що виникли через це, рано чи пізно вплинуть на бюджет[11].

Чергове розуміння того, що виробництво боргу «відірване" від реальності, прийшло з черговою економічною кризою перевиробництва 2008-го року, схожою на «Велику депресію» 1929-1933 років. Криза перевиробництва, з її уповільненням зростання економік, а то й рецесією ще більше зменшує доходи суб‘єктів світової економіки. Кредити під споживання, що раніше стимулювали зростання економік, тепер давати вже недопустимо. Бо, з одного боку, споживачі не здатні обслуговувати і ті борги, які в них є. А з іншого, – таке кредитування несе в собі світову гіперінфляцію [13].

Нові інформаційні технології, які об’єднали основні фінансові центри світу і різко знизили транзакційні витрати, створили умови для виходу фінансових інститутів з під державного контролю. Розуміючи необхідність організації контролю над глобальним фінансовим ринком, вчені запропонували свої проекти міжнародної валютної реформи для "зниження надлишкової ефективності" фінансових ринків [14]. У межах пануючої економічної парадигми існують різні суверенні та об'єднані структури з управління боргом [18, 20]. Ця думка пульсує і в Україні [13,19], спонукаючи до наукового пошуку відповідей на виклик, поставлений життям перед світом і нашою країною.

Сьогодні на фінансових ринках практично не існує особливих (трендових) схем оптимізації оподаткування. Банки і підприємства стали обходити заборони, створюючи філії або підконтрольні їм особи в інших державах або в так званих " офшорних зонах " і, розробляючи нові продукти фінансового інжинірингу. Що стосується офшорів – ці схеми відносяться якщо не до чорних, то вже, принаймні, до сірих схем мінімізації оподаткування.

Таким чином, необхідність організації фіскального контролю над глобальним рухом капіталу стає однією з найнеобхідніших і важких завдань сучасного етапу глобалізації фінансових ринків.

На думку А. Вебера, недоліки ринкової системи, що нейтралізувались на національному рівні механізмами державного регулювання, відтворюються "в розширеному масштабі" на глобальному рівні, де такі механізми відсутні. В

результаті глобалізація обертається "тріумфом нерегульованого капіталізму" [15].

Наукові дослідження підтверджують, що назріла необхідність розробити та ввести гнучку систему нормативів глобального та національного фінансового регулювання, з притаманними їй антициклічними властивостями. При перегріві ринків і утворенні «фінансових бульбашок» нормативи повинні посилюватися і сприяти їх м'якому «здуванню». Під час кризи, навпаки, нормативи треба пом'якшувати. Наприклад, в умовах кредитного буму забезпеченість кредиту заставою повинна підвищуватися до дво- або триразової величини, щоб зменшити мультиплікацію боргів.

Ключова новація при створенні нової фінансової архітектури – обмеження величини "кредитного плеча" (важеля). По суті, на макрорівні співвідношення величини всіх зобов'язань економічних агентів і їх власного капіталу є показник боргового мультиплікатора. Основна причина збільшення "кредитного плеча" – створення двосекторної фінансової системи, в якій тільки банківський сектор регулюється державою, а небанківський практично нікому не підконтрольний. Небанківські фінансові установи та інші господарюючі суб'єкти можуть мати "кредитне плече", що доходить до декількох сотень (проблема « тіньової фінансової системи »). При цьому виникає величезна мультиплікація боргів. "Кредитне плече " у банків обмежене нормативами пруденційного регулювання та на порядок менше, ніж у небанківських фінансових установ, хедж-фондів, інвестиційних компаній і просто підприємств реального сектора [14].

Таким чином , мова йде про єдині правила фінансового обліку (на базі МСФЗ та Базеля 3) та аудиту для всіх учасників фінансової та економічної діяльності, а не тільки для банків, для чого необхідно прийняти відповідні рекомендації G20 для національних регуляторів [8, 18].

З метою захисту національних фінансових систем від спекулятивних атак і придушення пов'язаної з ними турбулентності, необхідно вдосконалювати систему захисних запобіжників ("сповільнювачів") фінансових операцій і руху потоків капіталу. Зокрема, такими "сповільнювачами " можуть служити [7]: а) інститут резервування з валютних операцій руху капіталу; б) податок на доходи від продажу активів нерезидентами, ставка якого залежить від терміну володіння активом; в) податок Тобіна (на операції з іноземними валютами). За всіма трьома інструментам ставки (нормативи) за сприятливої ситуації можуть тимчасово знижуватися до мінімуму, а при посиленні фінансової турбулентності – підвищуватися, щоб уповільнити приплив (або відтік) капіталу.

Так, Джеймс Тобін ще в 1978 р. запропонував ввести загальний прогресивний податок на валютні операції. "Вбудований" у фіскальний механізм податок на валютні перекази у розмірі 0,25%, як стверджувалося, міг би скоротити на 30% глобальні масштаби спекулятивних валютних переказів і при цьому ще збільшити податкові надходження на суму майже 250 млрд. дол на рік (знову ж у глобальному вимірі) [22]. Однак практичне введення податку Тобіна в глобальному масштабі виявилося нерозв'язним завданням. Крім того,

сучасні фінансові деривати дозволяють обійти такий податок, що зводить його ефект "на нівець"[14].

Західна Європа перетворилася в простір із трьома «швидкостями», з якими йде реформування чинних правил боротьби з ухиленням від податків [18,21]. Можна стверджувати, наявні та проектовані заходи спрямовані на: укрупнення капіталу; примусове зниження числа транзакцій і, як наслідок, – зниження активності і гнучкості ринків; відсікання дрібних гравців із фінансових ринків; посилення фіскальної складової і бюрократичного апарату контролю за виробництвом боргу [18,20].

Слід визнати, що в Україні так і не запрацював повноцінний фінансовий ринок, що забезпечує надходження коштів у реальний сектор економіки. Фінансовий ринок у своїй основі мав спекулятивну природу, що виразилося в розквіті банківської сфери та бумі фондового ринку, що досягли свого піку в 1997 р. і 2007 р., і закінчилися кризою 1998 р. і 2008 р. Тенденція деякого пожвавлення всіх сегментів фінансового ринку в останні роки ще повинна підтвердити свій більш-менш довгостроковий характер [13,19].

Однією з основних причин кризового стану вітчизняної економіки є недосконалість системи оподаткування, що історично ігнорувала процеси, що відбувалися в національному господарстві [1]. Це яскраво виявилося в теорії та практиці оподаткування вітчизняного фінансового ринку. Пряме ігнорування економічної основи різних фінансових операцій за визначення режиму їх оподаткування багаторазово підсилило перекоси у розвитку банківської сфери та фондового ринку [17].

Світовий досвід показує, що ефективна фіскальна політика на фінансовому ринку може бути побудована тільки на основі наступних фундаментальних принципів: економічна природа фінансових інструментів і категорій має бути покладена в основу податкового регулювання фінансової та інвестиційної діяльності учасників фінансового ринку; застосування ідентичних податкових режимів до однорідних фінансових інструментів; безумовне врахування для цілей оподаткування збитків із прибутків за операціями з однорідними фінансовими інструментами, об'єднаними загальним податковим режимом; за певних умов сальдування для цілей оподаткування фінансових результатів від основної діяльності та від операцій з фінансовими інструментами, а саме: включення відсотків за позиками в собівартість, облік фінансових результатів за товарними ф'ючерсами та ф'ючерсами на ринку цінних паперів у складі основної оподатковуваної бази, комплексне оподаткування операцій фінансових інститутів, що випускають цінні папери, забезпечені реальними активами (asset - backed securities); усунення невиправданого з економічної точки зору багаторазового оподаткування та відмова від уведення будь-яких податків із обігу цінних паперів та інших фінансових інструментів незалежно від особливостей визначення податкової бази і величини податкової ставки [16].

Сьогодні вітчизняна податкова система, за небагатьма винятками, ігнорує ці базові принципи. У результаті, одні фінансові інструменти дискримінуються проти інших, низка інструментів, хоча номінально й існує,

але не може працювати. Найчисельнішим є клас фінансових інструментів та операції, які просто не можуть існувати, тому що податки, які довелося б платити за такими операціями, призвели б до їх збитковості в 100 % випадків. Поряд із тим, систему оподаткування України у сфері інвестиційної діяльності слід віднести до однієї з найбільш ліберальних. Зокрема, Податковий кодекс України містить цілу низку норм, які стимулюють залучення фінансових інвестицій із ринків капіталу в реальний сектор економіки України, і робота щодо вдосконалення цього законодавства постійно триває [17, 19].

Держава в рамках декларованої фіскальної політики має чітко розділити два об'єкти податкового регулювання на фінансовому ринку – основи оподаткування та пільги для окремих фінансових інструментів і операцій. Фундаментальною проблемою податкового законодавства, з якою в більшості випадків доводиться стикатися учасникам фінансового ринку, є не надмірна податкова ставка, а несправедливий порядок визначення податкової бази, за якої обраховуються суми податку, не прив'язані до реального фінансового результату (обороту) [17]. Як правило, номінальна оподатковувана база значно перевищує розмір потенційної бази, яка визначається, виходячи з економічного змісту податку. Спотворений порядок визначення бази оподаткування фактично трансформує один податок в іншій, що стягується за вищою ставкою.

Назріла необхідність законодавчо закріпити відмінність у підходах до оподаткування професійних та інших учасників фінансового ринку, а також розділити операції з фінансовими активами на організованому, неорганізованому та інших сегментах цього ринку.

Формування нової моделі фіскальної політики на фінансового ринку має відштовхуватися від принципів, які враховують специфіку застосування фіскальних інструментів регулювання податкового потенціалу фінансових ринків, а саме: принцип конвергенції, принцип поступальності інституціональних змін, принцип трансформації негативних екстерналій у позитивні, принцип максимальної гармонізації податкового, бюджетного та фінансового законодавства, принцип диференціації фіскальних платежів на різних стадіях руху фінансових потоків через механізм фінансового ринку, принцип отримання глобальних фінансових преференцій, принцип дотримання фіскального оптимуму, принцип нівелювання стереотипу «дарованості» фінансових активів через різного роду пільгові механізми, принцип забезпечення релевантності поведінки продавців і споживачів фінансових послуг на фінансовому ринку [3,6,7,21].

Безконтрольне транскордонне переміщення величезних обсягів капіталу – в основному у вигляді короткострокових портфельних інвестицій – і концентрація його в сфері фінансових спекуляцій породили зростаючу нестабільність всієї системи світового фінансового ринку. Наслідком стали системні фінансові кризи, що супроводжуються відтоком спекулятивних коштів із національних фінансових ринків, обвалами курсів національних валют, стрибкоподібним зростанням зовнішнього боргу. Розвиток інформаційних технологій різко підвищив можливості для короткострокових

спекулятивних операцій через механізм цілодобової торгівлі фінансовими інструментами в он-лайн режимі [18].

Висновки. Рівень державного боргу в багатьох країнах вже наближався до граничних меж задовго до того, як розпочалась фінансова криза. Щоб не допустити поглиблення боргових проблем в умовах старіння населення і взаємопроникнення світової економіки, національним урядам необхідно розробити і послідовно проводити у життя середньо- і довгострокову стимулюючу фіскальну політику [5] на фоні помірно стимулюючої монетарної політики через механізм фінансового ринку.

Досягти відносної стабільності національних фінансових ринків можливо лише за досягнення компромісу між обсягом державних витрат, "помірною" інфляцією і "плавним" зміцненням національних валют. Поряд із тим, в умовах посткризової волатильності міжнародних фінансових ринків одночасно досягти усіх заявлених цілей неможливо. Це обумовлено тим, що за проведення фіскальної політики монетарна політика визначає доступний набір альтернатив, тоді як бюджетно-податкова політика впливає на сукупний попит і, як наслідок, на інфляцію. Модернізована система фіскального регулювання фінансових ринків має передбачити додаткове навантаження на тих учасників фінансового ринку, діяльність яких призводить до порушення його стійкості і надмірної фінансиалізації світової економіки.

Список використаних джерел:

1. Податкова політика України: стан, проблеми, перспективи: монографія / [П.В. Мельник, Л.Л. Тарангул, З.С. Варналій та ін..]; за ред. З.С. Варналія. – К.: Знання України, 2008. – 675 с.
2. Паєнтко Т. В. Інструменти фіскального регулювання фінансових потоків [Електронний ресурс] / Т.В. Паєнтко. – Режим доступу: http://www.economy.nayka.com.ua/?op=1&z=659.
3. Боярчук Д. Комплексна оцінка фіскальної стабільності в Україні [Електронний ресурс] / Д. Боярчук, А. Колесніченко, В. Мовчан. – К.: Центр соціально-економічних досліджень CASE Україна та Інститут економічних досліджень та політичних консультацій, 2008. – 67 с. – Режим доступу: http://www.caseukraine.com.ua/u/publications/88a105b34bf4c36f0aad378bb0789127.pdf.
4. Вдосконалення координації грошово-кредитної та фіскальної політики: Інформаційно-аналітичні матеріали / За редакцією В.І. Міщенка, О.І.Кірєєва, М.М. Шаповалової. – Київ: Центр наукових досліджень НБУ, – 2005 . – 96с.
5. Любимов Л.Л. Пересмотр оптимальных правил фискальной, монетарной и валютной политики в России в условиях мирового финансового кризиса [Электронный ресурс] / Л.Л. Любимов. – Режим доступа: http://www.hse.ru/org/projects/ 13314989.
6. Взаимосвязь макроэкономической динамики и фискальной политики [Электронный ресурс] – Режим доступа: http://www.jourclub.ru/3/102/.

7. Совершенствование налоговой политики в период глобализации экономики Российской Федерации [Электронный ресурс] – Режим доступа: http://www.jourclub.ru/15/640/3/.
8. Давыдова И.В. Регулирование и обеспечение устойчивости мировой финансовой системы. Сборник материалов III Международной научно-практической конференции «Финансовые рынки Европы и России. Устойчивость национальных финансовых систем: поиск новых подходов» 18-19 апреля 2012 года. В двух частях. Часть I / под науч. ред. И.А. Максимцева, А.Е. Карлика, В.Г. Шубаевой. –СПб.: Изд-во СПбГУЭФ, 2012. – С.300 -302.
9. Молдован О. Ризики фіскальної політики у 2010 р.: чинники та механізми подолання [Електронний ресурс] / О.Молдован.– Режим доступу:http://old.niss.gov.ua/monitor/March2010/17.htm.
10. Перевышин Ю.Н. Влияние фискальной политики государства на частное потребление [Электронный ресурс] / Ю.Н.Перевышин. – Режим доступа: http://ecsocman.hse.ru/data/2011/05/05/1268029709/48.pdf.
11. Маркевич М. Квазіфіскальні операції Центрального банку України [Електронний ресурс] – Режим доступу: http://soskin.info/ea/2002/2/20020263.html.
12. Про затвердження переліку квазіфіскальних операцій і органів влади (управління), відповідальних за проведення оцінки можливого впливу таких операцій на показники бюджету [Електронний ресурс] // Розпорядження КМУ від 1.08.2012 № 692-р.– Режим доступу: zakon.rada.gov.ua.
13. Сугоняко О. Час зміни парадигми світової економіки [Електронний ресурс] – Режим доступу: http://blogs.korrespondent.net/business_blogs/blog/first4/a122028.
14. Стариков П. Глобализация финансового пространства – вызов суверенитету государств [Электронный ресурс] – Режим доступа: http://www.rau.su/observer/N3_2006/3_14.HTM.
15. Вебер А. Неолиберальная глобализация и ее оппоненты [Електронний ресурс] / А. Вебер // Полития. – 2002. – № 2. – С. 26-27. – Режим доступа: cyberleninka.ru/.../mezhdunarodnye-otnosheniya-v-kontekste-teoriy-globalizatsii.
16. Булатов В.В. Налоговые технологии на финансовых рынках [Электронный ресурс] / В.В. Булатов // Банковские технологии. – 2000. – № 4(56). – С.65-68.– Режим доступа: http://www.bankmib.ru/1703.
17. Федоренко А. Можливості податкового законодавства для інвестиційної діяльності на вітчизняному фінансовому ринку [Електронний ресурс] / А. Федоренко.– Режим доступу: http://blogs.investfunds.ua/post/151/.
18. Доклад о глобальной финансовой стабильности [Электронный ресурс] // МВФ. – Апрель. – 2010. – Режим доступа: http://www.imf.orf.
19. Ярошенко Ф. О. Система антикризової діагностики стану державних фінансів України... Аналітична доповідь [Електронний ресурс]./ Ф. О. Ярошенко. –Режим доступу: http://www.minfin.gov.ua.

20. *Bastable Ch.* Public Finance [Електронний ресурс] / *Bastable Ch.* – Режим доступу: http://www.econlib.org/library/bastable/bastbPF0.htm.
21. Debrun X., Kapoor R. Fiscal Policy and Macroeconomic Stability: Automatic Stabilizers Work, Always and Everywhere // IMF Working Paper WP/10/11/ - Washington, D.C.: International Monetary Fund, 2010.
22. Tobin J. An Essay on Principles of Debt Management // Fiscal and Debt Management Policies. A Series of Research Studies Prepared for the Commission on Money and Credit, Englewood Cliffs, N. J. – P. 143 - 218.

Подано до редакції *27 грудня 2013 року*

Унинец-Ходаковская В.П.

Современная фискальная политика на финансовых рынках

В статье рассматривается фискальная политика и формы ее взаимодействия с монетарной политикой через механизмы финансовых рынков. Особое внимание уделено исследованию налогов как инструментов фискальной политики на финансовых рынках. Очерчены тенденции современной фискальной политики и направления усиления мультипликативного эффекта влияния инструментов фискальной политики на уровень деловой активности учасников финансовых рынков в условиях глобализации.

Ключевые слова: *фискальная политика, финансовые рынки, фискальное регулирование, фискальные инструменты, квазифискальные операции.*

Uninets-Khodakovskaya V.P.

Modern fiscal policy on the financial markets

The article deals with fiscal policy and forms of its interaction with monetary policy through the mechanisms of financial markets. Particular attention is paid to the research of taxes as instruments of fiscal policy on the financial markets . The trends of the modern fiscal policy and directions of the strengthening the multiplier effect of fiscal policy instruments impact on the level of business activity of participants on financial markets in the context of globalization are delineated.

Key words: *fiscal policy, financial markets, fiscal adjustment, fiscal instruments, quasi-fiscal activities.*

Унинець-Ходаківська Валентина Павлівна – кандидат економічних наук, доцент, завідувач кафедри фінансових ринків, декан факультету фінансів та банківської справи Національного університету ДПС України.