

Асиметрія зовнішніх ефектів сальдо бюджету найбільших країн Єврозони як перешкода координації фіскальної політики

АНОТАЦІЯ. У роботі проаналізовано зовнішні ефекти від фіскальної політики країн Єврозони та двох найбільших країн (Німеччина, Франція) для країн європейської «периферії». На підставі відповідних VAR-моделей з трьома змінними (сальдо бюджету найбільших країн Єврозони, реальний обмінний курс (РОК), циклічна динаміка ВВП) за кварталними даними 2002–2019 рр. отримано, що у разі поліпшення сальдо бюджету країн Єврозони у країнах Центральної і Східної Європи (ЦСЕ) переважно відбувається підвищення РОК (такий ефект короткочасний за умов плаваючого обмінного курсу, а для країн з фіксованим обмінним курсом — досить тривалий у часі), тоді як реакція відносних цін на профіцит бюджету країн Єврозони значно слабша у країнах Південної Європи (лише в Іспанії простежується можливість зниження РОК). Цінова реакція на поліпшення сальдо бюджету в Німеччині та Франції досить різноманітна у розрізі досліджуваних країн. Вплив на динаміку ВВП набагато стійкіший у розрізі окремих країн. Поліпшення сальдо бюджету Німеччини, Франції та Єврозони має сприятливий вплив на циклічні зміни ВВП країн ЦСЕ (це може бути наслідком зменшення прибутковості підприємницької діяльності в країнах-ініціаторах політики фіскальної ощадності та перенесення діяльності промислових підприємств з метою зниження коштів виробництва), тоді як цілком протилежне спостерігається для «проблемних» країн Південної Європи (Греція, Іспанія, Португалія). Відповідна структурна риса виразноє труднощі координації фіскальної політики в межах такого неоднорідного інтеграційного утворення, як Європейський Союз, але разом з цим підкреслює необхідність узгодження фіскальних рішень за допомогою адекватних інституційних механізмів на національному і наднаціональному рівнях. Одним з таких механізмів може бути запровадження правила фіскальної політики, що враховує зовнішні ефекти фіскальної політики найбільших країн Єврозони. У поєднанні з іншими інституційними механізмами координації фіскальної політики це повинно полегшити не лише проведення антициклічної стабілізаційної політики, але й вирішення кількох структурних проблем, що зазвичай називаються перешкодами для ефективного функціонування інтеграційного утворення (низька мобільність робочої сили і потоків капіталу, обмежена гнучкість цін і заробітної плати, недостатня ефективність стабілізаційної функції як спільної монетарної політики країн Єврозони так і політики гнучкого курсоутворення в решті країн).

КЛЮЧОВІ СЛОВА: зовнішні ефекти фіскальної політики, циклічні зміни ВВП, реальний обмінний курс, Єврозона, країни європейської «периферії»

¹ **Копич Роман Іванович** — доктор економічних наук, доцент кафедри міжнародного економічного аналізу та фінансів Львівського національного університету імені Івана Франка. Сфера наукових інтересів: фіскальна політика в інтеграційних утвореннях, стабілізаційна функція фіскальної політики в трансформаційних економіках, особливості фіскальної девальвації. Електронна адреса: koruch_r@bigmir.net.

² **Шевчук Віктор Олексійович** — доктор економічних наук, професор, професор кафедри міжнародних економічних відносин Львівського торговельно-економічного університету. Сфера наукових інтересів: врівнювання платіжного балансу, політика обмінного курсу, моделі відкритої економіки. Електронна адреса: shevch@lute.lviv.ua

Вступ

Не буде перебільшенням, що боргова криза в Греції (2010–2013 рр.) увиразнила як недоліки недостатньої координації фіскальної політики в країнах ЄС, так і переваги узгоджених дій щодо подолання кризових явищ³. Як зауважено на підставі огляду шести монографічних досліджень, подолання боргової кризи Єврозони 2010–2013 рр. відбулося радше завдяки силі наднаціональних інституцій та довірі до них, ніж німецькому чи німецько-французькому лідерству⁴. Контрастне поліпшення сальдо бюджету Німеччини (меншою мірою Франції і Нідерландів) в ці роки, що отримало назву політики фіскальної ощадності, досить часто розглядається однією з причин поглиблення боргових проблем країн Південної Європи. Окрім низки стандартних аргументів (кращий розподіл ресурсів, більші обсяги взаємної торгівлі, менша амплітуда платіжних дисбалансів), на користь координації фіскальної політики промовляють вагомні зовнішні ефекти від зміни сальдо бюджету найбільших країн Єврозони⁵. З іншого боку, протилежний вплив мають інформаційні асиметрії і національні преференції, що не виявляють ознак послаблення в післякризовому економічному середовищі⁶.

Підстави для координації фіскальної політики створює схильність національних урядів до експансійної фіскальної політики під час економічного буму, що обмежує можливості для антициклічного збільшення дефіциту бюджету на випадок рецесії⁷. Найчастіше в інтеграційному утворенні високого рівня наслідки високого дефіциту бюджету одних країн має нейтралізувати надмірна фіскальна ощадність інших країн, як це трапилося у країнах ЄС у 2010–2013 рр. Мотивацію для координації фіскальної політики посилюють: низька мобільність робочої сили і потоків капіталу, обмежена гнучкість цін і заробітної плати, недостатня ефективність стабілізаційної функції як спільної монетарної політики

³ Першою спробою координації фіскальної політики у ЄС став прийнятий у червні 1997 р. Пакт стабільності та зростання (англ. Stability and Growth Pact – SGP), хоча запис про координацію економічної політики країн ЄС з метою забезпечення стабільного економічного зростання містить ст. 99 *European Community Treaty*. План Вернера (1970 р.) передбачав доповнення діяльності майбутнього Європейського центрального банку (ЄЦБ) спеціалізованою інституцією для координації фіскальної політики. Проте пізніше план Делора (1989 р.) відкинув таку можливість з міркувань можливих перешкод для діяльності ЄЦБ (таку позицію підтримував Німеччина).

⁴ Sadeh T. How did the Euro Area survive the crisis? // *West European Politics*. — 2019. — Vol. 42. — No. 1. — P. 201–226.

⁵ Hebous S., Zimmermann T. Estimating the Effects of Coordinated Fiscal Actions in the Euro Area // *European Economic Review*. — 2013. — Vol. 58. — No. 2. — P. 110–121.

⁶ Wyplosz C. The six flaws of the Eurozone // *Economic Policy*. — 2016. — Vol. 31. — No. 87. — P. 559–606.

⁷ Lambertini L., Rovelli R. Optimal Fiscal Stabilization Policy with Credible Central Bank Independence // *Quaderni- Working Paper DSE* No. 460. — Bologna: Universita' di Bologna, 2002. — 13 p.

країн Єврозони, так і політики гнучкого курсоутворення в решті країн)⁸.

Оскільки для країн Єврозони інструментарію спільної монетарної політики та автономних фіскальних рішень (на рівні окремих країн) недостатньо для проведення дієвої стабілізаційної політики, координація фіскальної політики за допомогою наднаціональних правил і норм необхідна для зниження процентної ставки і обмеження надмірного державного боргу, що зазвичай створює непотрібне напруження в банківській системі та погіршення конкурентоспроможності європейських країн⁹. Приміром, експерти МВФ пропонують: посилення стимулів для відповідальної фіскальної політики, використання тимчасових трансфертів зі спільного бюджету ЄС, посилення банківського нагляду, обмежене розміщення облігацій на рівні ЄС¹⁰.

У ширшому аналітичному контексті перешкоди для координації фіскальної політики створюють труднощі визначення оптимальних індикаторів дефіциту бюджету і державного боргу в економіках зі старіючим населенням та прогнозування майбутніх значень фіскальних показників¹¹. На прикладі Єврозони стверджується, що критерії SGP недостатньо обґрунтовані та не підкріплені достатньо жорсткими процедурами їхнього дотримання¹². Загалом не виключено, що замість нейтралізації макроекономічних шоків незалежна фіскальна політика може стати додатковим джерелом таких шоків. На перший погляд, поширення макроекономічних шоків становить аргумент на користь координації фіскальної політики, однак зростаюча кореляція фіскальних шоків для окремих країн (не виключено, що внаслідок якраз більшої координації) заперечує доцільність такої поведінки¹³. За відсутності координації фіскальної політики переваги створює диверсифікація ризику, адже сумарний ризик зменшується внаслідок нижчої кореляції між ризиком окремих країн.

На наш погляд, значні труднощі створює можлива асиметрія зовнішніх ефектів фіскальної політики найбільших країн Єврозони. За таких умов виникає конфлікт інтересів, коли фіскальна політика Німеччини чи

⁸ Acocella N., Di Bartolomeo G., Tirelli P. Monetary conservatism and fiscal coordination in a monetary union // *Economics Letters*. — 2007. — Vol. 94. — No. 1. — P. 56–63; Beetsma R., Debrun X., Klaassen F. Is Fiscal Policy Coordination in EMU Desirable? // *IMF Working Paper* No. WP/01/178. — Washington: International Monetary Fund, 2001. — 32 p.; Canzoneri M., Cumby R., Diba B. The need for international policy coordination: what's old, what's new, what's yet to come? // *Journal of International Economics*. — 2005. — Vol. 66. — No. 2. — P. 363–384.

⁹ Begg I., Hodson D., Maher I. Economic policy coordination in the European Union // *National Institute Economic Review*. — 2003. — Vol. 183. — No. 1. — P. 66–77.

¹⁰ Allard C., Brooks P. K., Bluedorn J. C., Bornhorst F., Christopherson K., Ohmsorge F., Poghosyan T. Toward a Fiscal Union for the Euro Area // *IMF Staff Discussion Note* No. 13/09. — Washington: IMF, 2013. — 28 p.

¹¹ Auerbach A. Budget Rules and Fiscal Policy: Ten Lessons from Theory and Evidence // *German Economic Review*. — 2014. — Vol. 15. — No. 1. — P. 84–99.

¹² Wyplosz C. The six flaws of the Eurozone // *Economic Policy*. — 2016. — Vol. 31. — No. 87. — P. 559–606.

¹³ Belke A., Gros D. On the benefits of fiscal policy coordination in a currency union: a note // *Empirica*. — 2009. — Vol. 36. — No. 1. — P. 45–49.

Франції здатна перешкодити відновленню економічного зростання в окремих країнах європейської «периферії», тоді як для решти країн вплив буде сприятливим.

Метою статті обрано дослідження впливу сальдо бюджету Німеччини і Франції та Єврозони загалом на дві групи країн — ЦСЄ та Південної Європи, що становить інтерес для визначення інструментальних механізмів координації фіскальної політики та оцінки її стабілізуючої функції в інтеграційному утворенні. Спочатку нами систематизовано результати досліджень щодо зовнішніх ефектів фіскальної політики в країнах ЄС, а згодом представлено методологію дослідження, отримані емпіричні результати та пропозиції для економічної політики.

Огляд актуальних досліджень щодо зовнішніх ефектів фіскальної політики

Зовнішні ефекти критично важливі для координації фіскальної політики, адже вплив фіскальної політики найбільших країн ЄС може відрізнятися у розрізі окремих країн європейської «периферії», а до того макроекономічні шоки можуть бути асиметричними¹⁴. Переважно країни відрізняються швидкістю реакції на зміни показника інфляції, який контролюється на рівні Єврозони. Істотно, що фіскальна політика найбільших країн Єврозони визначає довгострокову процентну ставку країн ЄС і може створювати додатковий «якір довіри».

Потенційно фіскальна політика однієї з найбільших європейських країн (Німеччина, Франція, Італія) впливає на економічне зростання країн європейської «периферії» (країни ЦСЄ, Південної та Північної Європи) за допомогою кількох механізмів: 1) доходу (збільшення сукупного попиту поширюється на країни-торговельні партнери), 2) відносних цін (підвищення цін і заробітної плати лише підсилює позитивний вплив від ефекту доходу), 3) потоків капіталу (це стає наслідком змін процентної ставки), 4) ризику¹⁵. У монетарному союзі премія від ризику може поширюватися на інші країни, передусім з міркувань реалізації скоординованих програм фінансової допомоги.

Історично першою спробою аналізу порівняльного впливу зовнішніх ефектів фіскальної політики стала відома модель Манделла–Флемінга, що на випадок збільшення дефіциту бюджету за кордоном передбачає експансійний ефект доходу, який сильніший за умов фіксованого обмін-

¹⁴ Зовнішні ефекти фіскальної політики становлять необхідний елемент *гармонізації фіскальної політики*, як процесу зближення фіскальних рішень з урахуванням національних особливостей країн-учасниць. Якщо раніше це розглядалося передусім у контексті податкової конкуренції та узгодженого використання витратків на спільні програми, то на сьогодні акценти зміщено у бік зовнішніх ефектів, пов'язаних з цим платіжних дисбалансів і стабілізаційної функції фіскальної політики загалом.

¹⁵ *Veld J. Fiscal Consolidations and Spillovers in the Euro Area Periphery and Core // EC Economic Papers* No. 506. — Brussels: European Commission, 2013. — 28 p.

ного курсу. Проте для плаваючого обмінного курсу можна отримати сприятливий ціновий ефект від знецінення грошової одиниці. Підвищення процентної ставки за кордоном потенційно підсилює амплітуду девальвації через відплив капіталу, але одночасно слабне ефект доходу. Для фіксованого обмінного курсу відплив капіталу має протилежний рестрикційний вплив за рахунок зменшення грошової маси.

Однією з перших спроб відійти від моделі Манделла–Флемінга була модель *Redux*¹⁶. Оскільки збільшення урядових видатків припадає на обидва товари — внутрішнього та іноземного виробництва, обсяги виробництва зростають як у країні-ініціаторі, так і за кордоном. Якщо збільшення урядових видатків є *тимчасовим*, вплив на виробництво за кордоном (зовнішній ефект) є сприятливим, оскільки безпосередній ефект доходу переважає втрати від зміцнення грошової одиниці. Проте на випадок *перманентного* збільшення урядових видатків ціновий ефект домінує, так що доход за кордоном зменшується в короткочасному періоді.

В одній з популярних неокейнсіанських моделей DSGE К. Ерцег та Й. Лінде продемонстрували, що фіскальна консолідація на основі скорочення урядових видатків призводить до меншого спаду виробництва на довгострокову перспективу, ніж це відбувається при підвищенні податкових надходжень, але у короткочасному періоді все якраз навпаки¹⁷. Н. Гадаш, К. Гауценбергер і Н. Шталер у моделі з так званими «практичними» споживачами отримали, що збільшення урядових видатків у Німеччині на 1 % від ВВП дозволяє збільшити динаміку економічного зростання в цій країні на 1,2 %, але зростання в решті країн єврозони становить лише 0,12 %¹⁸. Натомість заходи фіскальної консолідації призводять до сповільнення німецького ВВП на 0,8 %, а Євзоні — на 1,2 %. У подібному теоретичному контексті А. Барб'є-Гошар, Т. Бетті та Д. Діана отримали, що *тимчасове* збільшення доходу за кордоном можна очікувати від збільшення урядових закупівель, зниження двох податків — ПДВ і подоходного, а також зменшення пенсійних внесків¹⁹. *Постійного* збільшення доходу можна очікувати від збільшення державних інвестицій, тоді як видатки споживчого характеру мають рестрикційний вплив.

Загалом у неокейнсіанських моделях DSGE наслідки державних інвестицій подібні до технологічного шоку: зниження коштів робочої сили та підвищення продуктивності праці. Водночас нижча інфляція створює передумови для зниження процентної ставки та збільшення приватного

¹⁶ Obstfeld M., Rogoff K. Exchange Rate Dynamics Redux // *Journal of Political Economy*. — 1995. — Vol. 103. — No. 3. — P. 624–660.

¹⁷ Erceg C., Lindé J. Fiscal consolidation in a currency union: spending cuts vs. tax hikes // *Journal of Economic Dynamics & Control*. — 2013. — Vol. 37. — No. 2. — P. 422–446.

¹⁸ Gadatsch N., Hauzenberger K., Stähler N. German and the rest of euro area fiscal policy during the crisis // *DB Discussion Paper* No. 05/2015. — Frankfurt: Deutsche Bundesbank, 2015. — 50 p.

¹⁹ Barbier-Gauchard A., Betti T., Diana G. Spillover effects in a monetary union: Why fiscal policy instruments matter // Working paper No. 2015-01. — Strasbourg: Université de Strasbourg, 2015. — 37 p.

споживання. Результуюче зниження коштів виробництва, сповільнення інфляції та зниження процентної ставки стимулюють сукупний попит. Доход за кордоном зростає, попри погіршення цінових співвідношень у зовнішній торгівлі.

Неокласичні моделі RBC не заперечують стимулювання країн «периферії» за допомогою більших урядових видатків або зниження податків ведучих європейських країн, але все залежить від способу проведення такої фіскальної політики. Д. Корсетті, А. Майер і Г. Мюллер отримали, що збільшення урядових видатків має тимчасовий стимулюючий вплив на країну-ініціатора, але позначається економічним спадом за кордоном²⁰. Зовнішні ефекти фіскальної політики залежать від: цінової еластичності зовнішньої торгівлі, розміру країн, ступеня відкритості, стану фінансового ринку, а також особливостей фіскальної консолідації у середньостроковому періоді. У закритих економіках зменшуються приватне споживання та інвестиції, як це притаманно неокласичним моделям, але більша відкритість економіки стимулює приватне споживання та інвестиції, що з надлишком нейтралізує наслідки більшого попиту на імпорт. Після збільшення урядових видатків і погіршення сальдо бюджету найімовірніше сподіватися на підвищення РОК і погіршення торговельного балансу. Для 10 країн ОЕСР отримано, що у порівняно закритій економіці урядові видатки стимулюють доход (мультиплікатор становить 0,5), але зменшують є приватне споживання та інвестиції²¹. Торговельний баланс незначно погіршується, передусім за рахунок підвищення РОК у країні-ініціаторі фіскального шоку.

Збільшення доходу за кордоном після збільшення урядових видатків у великій відкритій економіці передбачає неокласична модель М. Бакстер²². Вищі урядові видатки через негативний ефект добробуту «витісняють» приватне споживання. Попит на інвестиції зростає, але результуюче підвищення процентної ставки лише поглиблює стагнацію приватного споживання. За кордоном відбувається подібне: інвестиції зростають, а приватне споживання зменшується. У країні-ініціаторі зменшення заощаджень у державному секторі та збільшення інвестицій стають інструментальними чинниками погіршення торговельного балансу.

Власний вплив можуть мати очікування довгострокової процентної ставки, які залежать від інфляції²³. Якщо фіскальна консолідація супроводжується зниженням очікувань інфляції (саме це передбачає відоме

²⁰ Corsetti G., Meier A., Müller G. Cross-Border Spillovers from Fiscal Stimulus // *International Journal of Central Banking*. — 2010. — Vol. 6. — No. 1. — P. 5–37.

²¹ Corsetti G., Müller G. Twin deficits, openness and the business cycle // *Journal of European Economic Association*. — 2008. — Vol. 6. — No. 2–3. — P. 404–413.

²² Baxter M. International trade and business cycles // *Handbook of International Economics* / G. M. Grossman and K. Rogoff (eds.). — Amsterdam: North-Holland, 1995. — P. 1801–1868.

²³ Canova F., Ciccarelli N., Dallari P. Spillover of fiscal shocks in the Euro Area. — Frankfurt: European Central Bank, 2013. — 52 p.

правило Тейлора), то повинні з'явитися очікування зниження довгострокової процентної ставки, а це зазвичай трансформується у зниження короткочасної процентної ставки. Результуюче збільшення доходу має сприятливий вплив на країни-торговельні партнери через збільшення попиту на імпортовані товари.

Загалом калібрування неокейнсіанських і неокласичних моделей демонструє, що зовнішній ефект від змін у фіскальній політиці порівняно незначний, хоча експансійний ефект може підсилюватися за рахунок низької процентної ставки²⁴. Не менш суперечливими є теоретичні передбачення кількох інших моделей відкритої економіки.

Приміром, А. Бенассі-К'єрі за допомогою моделі з кривою Філіпса показала, що дефіцит бюджету створює позитивний зовнішній ефект, якщо центральний банк перешкоджає підвищенню процентної ставки²⁵. Інакше зовнішні ефекти переважно негативні. Проте доход за кордоном може зрости в разі зниження податків, якщо зниження цін повністю нівелює наслідки вищої процентної ставки. Проблеми створює реакція на негативний шок з боку сукупної пропозиції. За таких умов прискорення інфляції вимагає підвищення процентної ставки, а це обмежуватиме як сукупний попит і пропозицію (через зменшення обсягів капіталу). Недостатня гнучкість цін збільшує величину фіскального мультиплікатора для країни-ініціатора, але одночасно слабне зовнішній ефект.

С. Гомес, П. Жакіно і М. Пісані досліджували зовнішні ефекти фіскальних стимулів за допомогою калібрування DSGE моделі EAGLE (Euro Area and the Global Economy), яка має чотири блоки — Німеччина, решта країн ЄС, США та решта світу²⁶. Стимулюючий ефект від збільшення урядових видатків і зниження податків зростає в разі переконливого оголошення про завершення програми фіскального стимулювання.

Навіть побіжний огляд зовнішніх ефектів фіскальної політики у найпопулярніших моделях відкритої економіки переконує у тому, що немає домінуючої тенденції щодо пояснення наслідків фіскального стимулювання або фіскальної ощадності. Багато залежить не так від зміни сальдо бюджету, як від структури урядових видатків і надходжень до бюджету та супутніх обставин (спосіб фінансування дефіциту бюджету, підтримка монетарною політикою тощо). Власний вплив має система обмінного курсу.

Переважно емпіричні свідчення не на користь політики фіскальної ощадності як чинника економічного зростання за кордоном. Приміром, Д. Грос і А. Хобза за допомогою кількох макроекономічних моделей

²⁴ Alcidi C., Määtänen N., Thirion G. Cross-Country Spillover Effects and Fiscal Policy Coordination in EMU // *FIRSTRUN — Fiscal Rules and Strategies under Externalities and Uncertainties*. — Helsinki: The Research Institute of the Finnish Economy, 2015. — 29 p.

²⁵ Bénassy-Quéré A. Short-Term Fiscal spillovers in a Monetary Union // *CEPII Working Paper* No. 2006-13. — Paris: Centre D'Études Prospectives Et D'Informations Internationales, 2006. — 24 p.

²⁶ Gomes S., Jacquinot P., Pisani M. The EAGLE. A Model for Policy Analysis of Macroeconomic Interdependence in the Euro Area // *ECB Working Paper Series* No. 1195. — Frankfurt: European Central Bank, 2010. — 94 p.

(QUEST-II, NiGEM, Marmotte, MULTIMOD Mark) отримали, що збільшення урядових видатків у Німеччині на 1 % від ВВП створює позитивні зовнішні ефекти у межах від 0,025 % (Ірландія) до 0,22 % (Бельгія), але трапляється незначний негативний вплив (Італія, Іспанія, Франція, Португалія)²⁷. Нещодавні розрахунки МВФ показують, що від збільшення урядових видатків у Німеччині можна розраховувати на збільшення ВВП у країнах Єврозони максимально на 0,2 %²⁸. Макроекономічні моделі ЄЦБ демонструють, що скорочення дефіциту бюджету в Німеччині на 1 % від ВВП створює збільшення ВВП за кордоном у межах лише 0,03 % (Франція) та 0,06 % для менших країн європейської «периферії». Модель QUEST-II Європейської комісії показує, що збільшення державних інвестицій у Німеччині на 1 % від ВВП збільшує ВВП Єврозони у межах 0,2–0,3 % (це лише ненабагато більше).

Загалом великі макроекономічні моделі не передбачають значного впливу за кордоном від фіскальних шоків окремих країн, що суперечить реаліям світової фінансової кризи 2008–2009 рр., яка показала вагомість зовнішніх ефектів від макроекономічних шоків окремої країни (США). Однією з причин називається недостатнє врахування взаємозв'язків фінансового ринку²⁹. Наприклад, модель NiGEM передбачає, що підвищення доходності облігацій уряду США на 1 % знижує динаміку ВВП на 0,5 в.п. у країнах НАФТА, а в решті країн — заледве на 0,1 в.п. Подібні оцінки отримано для європейських країн³⁰.

Економетричні оцінки вказують на відчутніші зовнішні ефекти. Зокрема, вагомий стимулюючий ефект для країн-торговельних партнерів отримано від дефіциту бюджету в Німеччині, урядових видатків 5-ти найбільших країн ЄС та Єврозони загалом³¹. У деяких дослідженнях зовнішні ефекти від дефіциту бюджету в Німеччині переважно позитивні, але не для всіх країн³². А. Іванова і С. Вебер отримали, що малі відкриті європейські країни (Австрія, Бельгія, Ірландія) вразливіші до негативних наслідків

²⁷ Gros D., Hobza A. Fiscal policy spillovers in the Euro Area: Where are they? // *CEPS Working Document* No.176. — Brussels: Centre for European Policy Studies, 2001. — 29 p.

²⁸ Poghossyan T. Cross-Country Spillovers of Fiscal Consolidations in the Euro Area // *IMF Working Paper* No. WP/17/140. — Washington: International Monetary Fund, 2017. — 37 p.

²⁹ Bayomi T., Vittek F. Macroeconomic Model Spillovers and Their Discontents // *IMF Working Paper* No. WP/13/4. — Washington: International Monetary Fund, 2013. — 24 p.

³⁰ Carreras O., Kirby S., Liadze I., Piggott R. Fiscal policy spillovers // *NIESR Discussion Paper* No. 468. — London: National Institute of Economic and Social Research, 2016. — 59 p.

³¹ Beetsma R., Giuliodori M., Klaassen F. Trade Spillovers of Fiscal Policy in the European Union: A Panel Analysis // *Economic Policy*. — 2006. — Vol. 21. — No. 48. — P. 640–687; Beetsma R., Giuliodori M. Discretionary fiscal policy: Review and estimates for the EU // *The Economic Journal*. — 2011. — Vol. 121. — No. 1. — P. F4–F32; Blanchard O., Erceg C., Lindé J. Jump-Starting the Euro Area Recovery: Would a Rise in Core Fiscal Spending help the Periphery? // *Working Paper Series* No. 304. — Stockholm: Sveriges Riksbank, 2015. — 82 p.; Ricci-Risquete A., Ramajo-Hernández J. Macroeconomic effects of fiscal policy in the European Union: a GVAR model // *Empirical Economics*. — 2015. — Vol. 48. — No. 4. — P. 1587–1617.

³² Bénassy-Quéré A., Cimadomo J. Changing Patterns of Domestic and Cross-Border Fiscal Policy Multipliers in Europe and the US // *CEPII Working Paper* No. 2006–24. — Paris: Centre D'Etudes Prospectives Et D'Informations Internationales, 2006. — 63 p.; Hebous S., Zimmermann T. Estimating the Effects of Coordinated Fiscal Actions in the Euro Area // *European Economic Review*. — 2013. — Vol. 58. — No. 2. — P. 110–121.

післякризового поліпшення сальдо бюджету в таких країнах, як Німеччина чи Франція, але це не стосується більших країн³³. Такий висновок не суперечить результатам Р. Бітсми і М. Джіліодорі, що відкритість економіки істотно послаблює вплив фіскальних стимулів за рахунок сильніших зовнішніх ефектів (це однаковою мірою стосується доходу загалом і його окремих компонент — приватного споживання та інвестицій)³⁴. Водночас експертами Європейської комісії отримано стимулюючий вплив для решти країн Єврозони від поліпшення сальдо бюджету в Німеччині, але результат виявився слабшим, ніж для політики фіскальної ощадності у Франції³⁵. Оцінки для Єврозони загалом показують, що профіцит бюджету має експансійний вплив і поліпшує сальдо поточного рахунку, головним чином за рахунок сприятливого цінового ефекту.

Подібно Ю. Холмайр виявив, що збільшення урядових видатків у Німеччині на 1 % від ВВП зменшує ВВП країн-торговельних партнерів на 0,4–0,8 %³⁶. Це суперечить логіці моделі Манделла-Флемінга, але може пояснюватися особливостями неокласичних і неокейнсіанських моделей³⁷. Отриманий негативний зовнішній ефект від збільшення урядових видатків у Німеччині пояснюється переважанням впливу процентної ставки над ефектами зовнішньої торгівлі — ціновим і доходу, а також невисокою часткою імпорту в таких видатках (11 %).

Модель ЄЦБ для європейських країн НМСМ передбачає, що фіскальна консолідація 2010–2013 рр. мала відчутні рестрикційні наслідки³⁸. В іншому дослідженні втрати ВВП європейських країн від політики фіскальної ощадності оцінюються на рівні 4,3 % у 2011 р., 6,4 % — у 2012 р. та 7,7 % — у 2013 р.³⁹

Чимало досліджень підтверджують більшу дієвість фіскальних стимулів за умов фіксованого обмінного курсу⁴⁰, як це передбачає модель Манделла-Флемінга. Проте цілком протилежні висновки отримали А. Ауербах і Ю. Городниченко: зовнішні ефекти фіскальної політики ви-

³³ Ivanova A., Weber S. Do Fiscal Spillovers Matter? // *IMF Working Paper* No. WP/11/211. — Washington: International Monetary Fund, 2011. — 43 p.

³⁴ Beetsma R., Giuliodori M. Discretionary fiscal policy: Review and estimates for the EU // *The Economic Journal*. — 2011. — Vol. 121. — No. 1. — P. F4–F32.

³⁵ Weyerstrass K., Jaenicke J., Neck R., Haber H., van Aarle B., Schoors K., Gobbin N., Claeys P. Economic spillover and policy coordination in the Euro Area // *Economic Papers* No. 246. — Brussels: European Commission, 2006. — 289 p.

³⁶ Hollmayr J. Fiscal spillovers and monetary policy transmission in the Euro Area. — Frankfurt am Main: Goethe University Frankfurt am Main, 2012. — 61 p.

³⁷ Corsetti G., Meier A., Müller G. What determines government spending multipliers // *Economic Policy*. — 2012. — Vol. 27. — No. 72. — P. 521–565; Erceg C., Lindé J. Fiscal consolidation in a currency union: spending cuts vs. tax hikes // *Journal of Economic Dynamics & Control*. — 2013. — Vol. 37. — No. 2. — P. 422–446.

³⁸ Attinasi M.-G., Lalik M., Vetlov I. Fiscal spillovers in the Euro Area a model-based analysis // *ECB Working Paper* No. 2040. — Frankfurt: European Central Bank, 2017. — 29 p.

³⁹ Gechert S., Hallett A. H., Rannenberg A. Fiscal multipliers in downturns and the effects of Eurozone consolidation // *CEPR Policy Insight*. — 2015. — 6 p.

⁴⁰ Beetsma R., Giuliodori M. Discretionary fiscal policy: Review and estimates for the EU // *The Economic Journal*. — 2011. — Vol. 121. — No. 1. — P. F4–F32; Born B., Juessen B., Müller G. J. Exchange rate regimes and fiscal multipliers // *Journal of Economic Dynamics and Control*. — 2013. — Vol. 37. — No. 2. — P. 446–465; Ilzetzki E., Mendoza E., Végh C. How big (small?) are fiscal multipliers? // *Journal of Monetary Economics*. — 2013. — Vol. 60. — No. 2. — P. 239–254.

явилися сильнішими для країн з плаваючим обмінним курсом⁴¹. Дослідження Т. Погосяна підтверджує збільшення зовнішніх ефектів фіскальної політики під час рецесії, а також у валютному союзі⁴². Найбільші зовнішні ефекти створюють Німеччина і Франція.

Під час програм фіскальної консолідації протилежні наслідки від подібної рестрикційної фіскальної політики можуть пояснюватися відмінностями щодо ступеня довіри до таких програм⁴³. Якщо довіра висока, можна сподіватися на зниження премії від ризику та здешевлення кредитних ресурсів, що стає чинником відновлення сукупного попиту. Саме слабкістю цінового ефекту порівняно з ефектом процентної ставки пояснюється обернена залежність між урядовими видатками в Німеччині та економічним зростанням за кордоном⁴⁴.

Результати щодо впливу фіскальної політики на цінові співвідношення у зовнішній торгівлі не виявляють домінуючої залежності, однак у більшості досліджень переважає підвищення РОК у відповідь на збільшення дефіциту бюджету, наприклад Р. Бітсми і М. Джіліодорі⁴⁵, що відповідає передбаченням моделі Манделла–Флемінга. У такому разі політика фіскальної ощадності має супроводжуватися підвищенням РОК країн європейської «периферії».

Загалом емпіричні результати зовнішніх ефектів фіскальної політики для європейських країн переважно показують експансійний вплив від фіскальних стимулів, але результати для окремих країн можуть відрізнятися. Переважно механізм процентної ставки виглядає слабшим порівняно з механізмами доходу і відносних цін, але не бракує свідчень на користь важливості руху капіталу, що може нівелювати дію чинників зовнішньої торгівлі. Гіпотеза про більшу ефективність урядових видатків порівняно зі зниженням податків виглядає не так переконливо, як у дослідженнях для окремих країн. Зовнішні ефекти фіскальної політики більш відчутні за умов фіксованого обмінного курсу. Зрозуміло, що присутність значних зовнішніх ефектів підсилює аргументацію на користь координації фіскальної політики. Передусім це стосується випадків, коли зміни сальдо бюджету найбільших країн, Німеччина, Франція, Італія чи Нідерланди, чи Єврозони, загалом мають асиметричний вплив на окремі країни європейської «периферії».

⁴¹ Auerbach A. J., Gorodnichenko Y. Output spillovers from fiscal policy // *American Economic Review*. — 2013. — Vol. 103. — No. 3. — P. 141–146.

⁴² Poghosyan T. Cross-Country Spillovers of Fiscal Consolidations in the Euro Area // *IMF Working Paper* No. WP/17/140. — Washington: International Monetary Fund, 2017. — 37 p.

⁴³ Beetsma R., Cimadomo J., Furtuna O., Giuliodori M. The confidence effects of fiscal consolidations // *Economic Policy*. — 2015. — Vol. 30. — No. 83. — P. 439–489.

⁴⁴ Hollmayr J. Fiscal spillovers and monetary policy transmission in the Euro Area. — Frankfurt am Main: Goethe University Frankfurt am Main, 2012. — 61 p.

⁴⁵ Beetsma R., Giuliodori M. Discretionary fiscal policy: Review and estimates for the EU // *The Economic Journal*. — 2011. — Vol. 121. — No. 1. — P. F4–F32.

Методологія дослідження

Як показано вище, макроекономічні ефекти фіскальної політики можуть залежати від обраних інструментів, структурних характеристик окремих країн, очікувань учасників ринку та інституційних змін (в інтеграційному утворенні це можуть бути спроби координації економічної політики). На наш погляд, методологічно необхідно врахувати міжчасовий характер фіскальних шоків і необхідність перевірки отриманих результатів на стійкість. Можливість зміни напряму фіскального шоку з часом свідчить на користь використання методу векторної авторегресії (*англ.* Vector Auto-Regression – VAR), який дозволяє простежити вплив фіскальних шоків у часовому вимірі.

Модель VAR для вивчення зовнішніх ефектів фіскальної політики Єврозони та її двох найбільших країн (Німеччина, Франція) містить три змінних: сальдо бюджету (% від ВВП), BD_t , реального обмінного курсу (індекс, 2010=100), RER_t , циклічної динаміки ВВП (%), YC_t . Циклічні зміни ВВП виміряно у відхиленнях від рівноважного тренду (%), який отримано за допомогою фільтру Ходріка–Прескотта. Таке практикується у більшості досліджень, хоча замість показника циклічної динаміки ВВП можуть використовуватися інші показники: «природного» або фактичного значення ВВП чи його окремих компонент, тобто інвестицій і приватного споживання⁴⁶. Суттєвою перевагою використання показника циклічної динаміки ВВП є його стаціонарність для всіх досліджуваних країн (Польща, Румунія, Чехія, Угорщина, Болгарія, Словаччина, Словенія, Греція, Іспанія, Португалія), що підтверджується тестами Дікі–Фуллера (the Augmented Dickey–Fuller Test) і Філіпса–Перрона (the Phillips–Perron Test). Оскільки показник РОК виявився нестационарним, його використано у вигляді перших різниць відповідних логарифмів. Стаціонарність всіх трьох показників дозволяє використання канонічної VAR-моделі без коригування помилки.

Приймаючи вектор залежних (ендогенних) змінних \mathbf{X}_t розмірністю k , у приведену вигляді модель VAR можна записати так:

$$\mathbf{X}_t = C + A(L)\mathbf{X}_{t-1} + \mathbf{D}_t + u_t, \quad (1)$$

де C містить детерміністичні компоненти (константа і лінійний тренд), $A(L)$ – матричний поліном з лаговим оператором L , \mathbf{D}_t – вектор незалежних (екзогенних) змінних, u_t – вектор розмірністю $k \times 1$ залишків, які нормально розподілені $E[u_t] = 0$ і характеризуються сталою коваріаційною матрицею $E[u_t u_t'] = \Sigma_u$, де $E[u_t u_s'] = 0$ для $s \neq t$.

⁴⁶ Hebous S., Zimmermann T. Estimating the Effects of Coordinated Fiscal Actions in the Euro Area // *European Economic Review*. — 2013. — Vol. 58. — No. 2. — P. 110–121.

Обраний нами вектор залежних змінних становить $X_t = [BD_t, \Delta \ln RER_t, YC_t]$. Приймається, що у поточному періоді сальдо бюджету країни Єврозони впливає на зміни РОК, а це стає чинником змін доходу. Відповідно цикл ділової активності перебуває у залежності від доходу за кордоном, який безпосередньо залежить від сальдо бюджету країни-ініціатора фіскального шоку, та динаміки відносних цін, як двох механізмів реалізації зовнішніх ефектів від фіскальної політики країн Єврозони. При цьому дещо «за кадром» залишаються механізми потоків капіталу та премії від ризику, але можна припустити, що зміни РОК частково враховують обидва чинники. Якщо використати розширену VAR-модель з 5–6 змінними, якість отриманих оцінок може потерпати від недостатньої кількості спостережень (дані про сальдо бюджету країн Єврозони наявні з 2002 р.), а для країн ЦСЄ проблему додатково ускладнюватиме підвищена мінливість потоків капіталу в економіках з недостатньо розвиненими фінансовими ринками. За таких умов використання компактною VAR-моделі з трьома змінними виглядає надійним компромісом. Загалом проведене дослідження можна вважати своєрідним вихідним пунктом для більш розбудованих досліджень залежності країн європейської «периферії» від фіскальної політики найбільших європейських країн, які дозволять порівняти отримані результати для відмінних специфікацій VAR-моделі.

Одержані результати

Емпіричні результати на підставі моделі VAR у частині впливу профіциту бюджету найбільших європейських країн на РОК і циклічну позицію ВВП країн європейської «периферії» подано на рис. 1 і 2. На вертикальній осі координат подано перші різниці логарифма РОК, тоді як зміни ВВП виміряно у відхиленнях від рівноважного тренду (%). На горизонтальній осі подано одиниці часу (квартал). Для окремих країн використано VAR-моделі з двома (Словаччина, Словенія), трьома (Болгарія, Польща, Румунія, Угорщина, Чехія), п'ятьма (Греція, Португалія) або шістьма лагами (Іспанія), що відповідає критеріям Шварца (Schwarz information criterion – SC) та Ханнана–Квіна (Hannan-Quinn information criterion – HQ). У всіх випадках стаціонарність залишків засвідчує відсутність проблем зі специфікацією VAR-моделей.

У країнах ЦСЄ результуюче підвищення РОК, що відповідає логіці моделі Манделла–Флемінга, дуже виразне в разі поліпшення сальдо бюджету країн Єврозони (рис. 1). Для країн з плаваючим обмінним курсом такий вплив короточасний, а з фіксованим обмінним курсом – досить тривалий у часі. Реакція відносних цін на зміни сальдо бюджету країн Єврозони значно слабша у країнах Південної Європи (лише в Іспанії простежується зниження РОК). Поліпшення сальдо бюджету в Німеччині та Франції позначається короточасним підвищенням РОК у краї-

нах ЦСЄ з плаваючим обмінним курсом, тоді як для країн ЦСЄ з фіксованим обмінним курсом вплив на РОК досить різноманітний. Подібно це стосується країн Південної Європи.

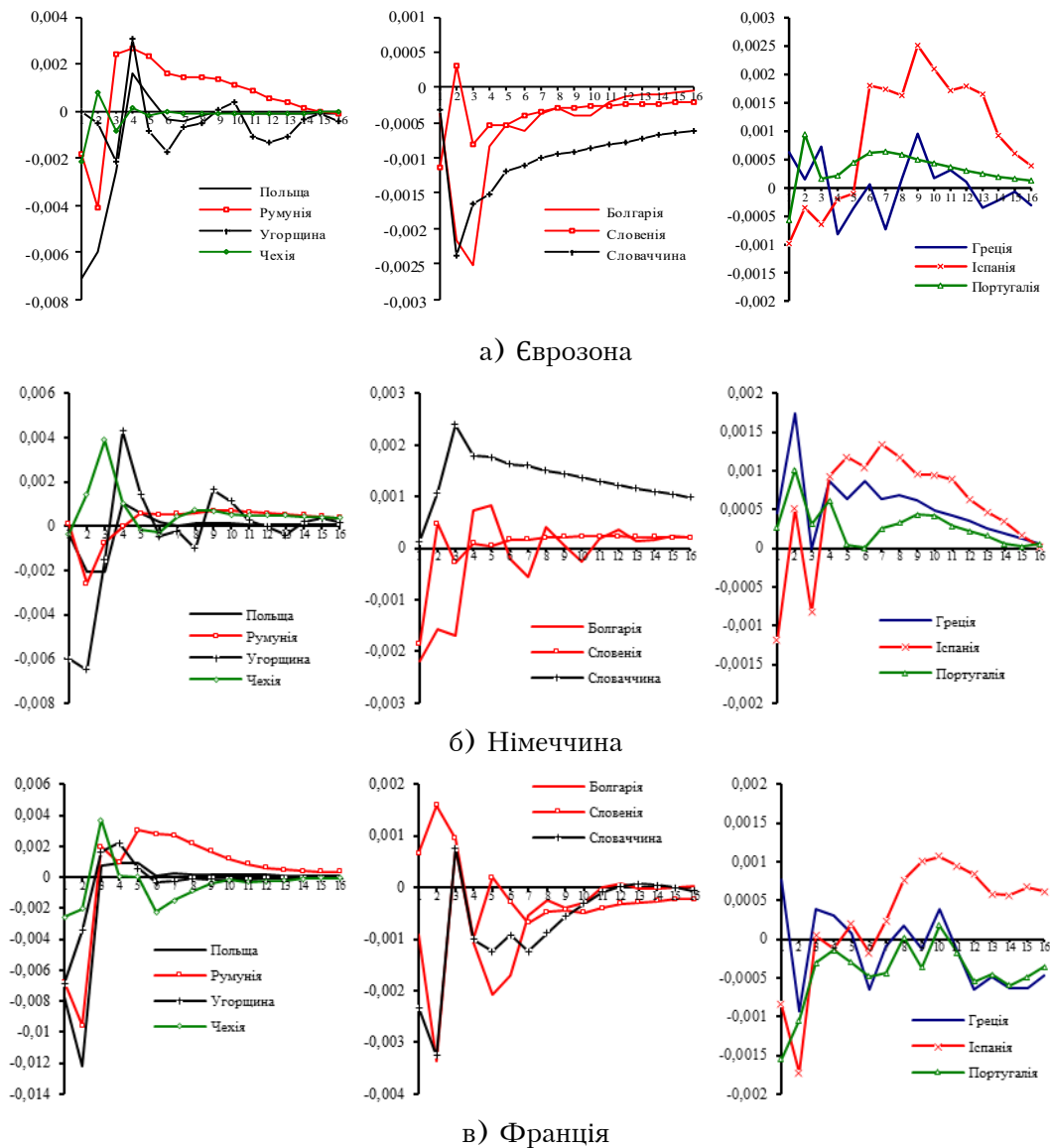
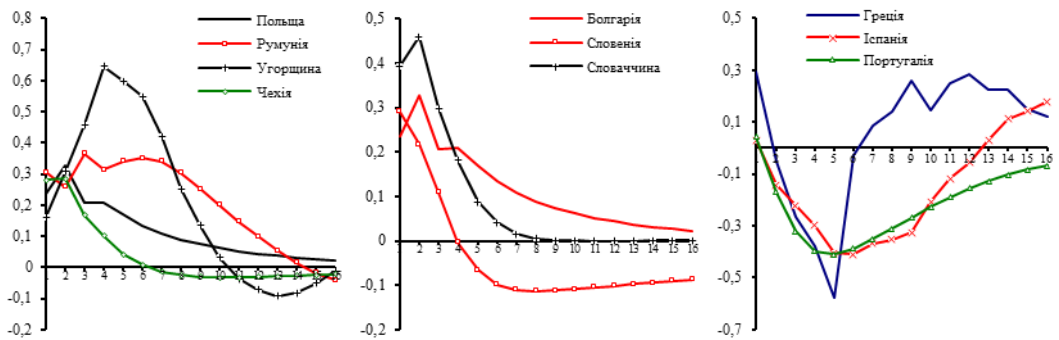


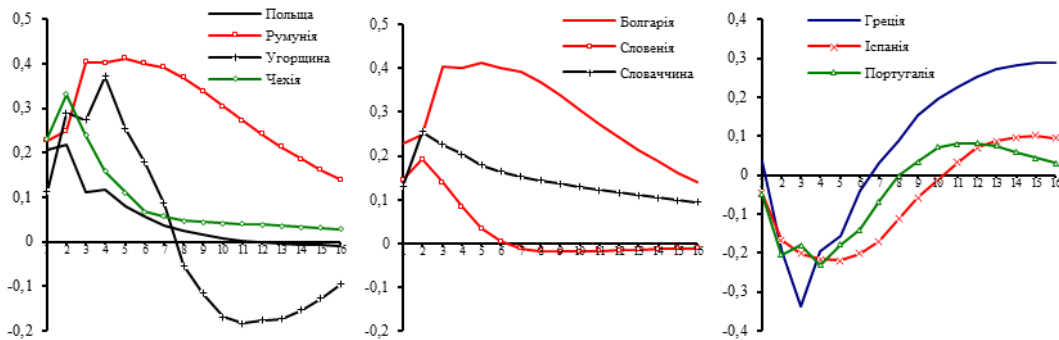
Рис. 1. Вплив сальдо бюджету найбільших європейських країн на РОК⁴⁷

⁴⁷ Розроблено авторами.

Вплив на динаміку ВВП виглядає набагато стійкішим для окремих груп країн. Від політики фіскальної ощадності виразний стимулюючий ефект отримують країни ЦСЄ. Поліпшення сальдо бюджету країн Єврозони на 1 % від ВВП підвищує темп зростання ВВП Болгарії, Словенії і Словаччини у межах від 0,3 до 0,4 в.п. В Угорщині стимулюючий ефект сягає 0,6 в.п., а в Румунії — 0,4 в.п., проте у Польщі й Чехії — не перевищує 0,2 в.п. Натомість цілком протилежний вплив отримано для країн Південної Європи, де з лагом у 3–4 квартали виникає досить відчутний рестрикційний ефект. У Греції від поліпшення сальдо бюджету Єврозони на 1 % від ВВП можна очікувати спад ВВП на 0,6 в.п., але приблизно через два роки рестрикційний ефект зникає. В Іспанії і Португалії спад виробництва менш глибокий, але триваліший у часі. Примітно, що рестрикційний ефект від фіскальної ощадності в Німеччині менший, ніж від скорочення дефіциту бюджету в Франції. Таким чином дуже виразною стає асиметрія впливу політики фіскальної ощадності на країни європейської «периферії».



а) Єврозона



б) Німеччина

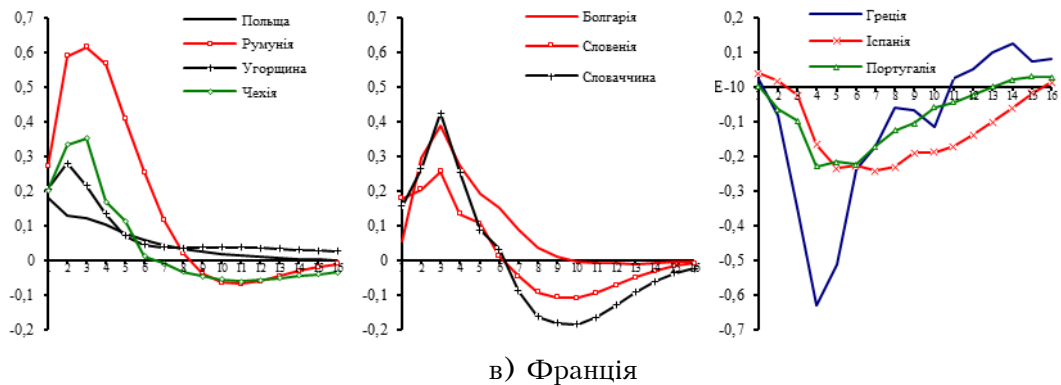


Рис. 2. Вплив сальдо бюджету найбільших європейських країн на ВВП⁴⁸

Декомпозиція залишків VAR-моделі виявляє більшу залежність циклічних змін ВВП від сальдо бюджету країн Єврозони, ніж Німеччини чи Франції (за винятком Чехії) (табл. 1). Дещо несподівано вагомість зовнішніх ефектів від сальдо бюджету Німеччини порівняно з Францією відчутно вища лише у трьох країнах (Польща, Румунія та Болгарія). Зовнішні ефекти сальдо бюджету європейських країн визначають понад 40 % змін Y_{Ct} в Угорщині, понад 30 % — у Болгарії, Іспанії та Португалії, понад 20 % — у Румунії і Греції. Вагомість зовнішніх ефектів фіскальної політики європейських країн нижча у Чехії, Словаччині та Словенії.

Отримані результати засвідчують безумовну корисність політики фіскальної ощадності для країн ЦСЄ, що відрізняє від негативних оцінок для інших країн європейської «периферії»⁴⁹. Такий результат для країн ЦСЄ може бути наслідком впливу капіталу внаслідок різниці процентних ставок або зменшення ризику на тлі слабого цінового ефекту⁵⁰. Якщо розглядати країни європейської «периферії» загалом, підтверджено раніше результати, що дефіцит бюджету в Німеччині по-різному впливає на окремі країни⁵¹. З іншого боку, цього немає для країн з подібними регіональними рисами.

⁴⁸ Розроблено авторами.

⁴⁹ *Beetsma R., Giuliodori M., Klaassen F.* Trade Spillovers of Fiscal Policy in the European Union: A Panel Analysis // *Economic Policy*. — 2006. — Vol. 21. — No. 48. — P. 640–687; *Beetsma R., Giuliodori M.* Discretionary fiscal policy: Review and estimates for the EU // *The Economic Journal*. — 2011. — Vol. 121. — No. 1. — P. F4–F32.

⁵⁰ *Hollmayr J.* Fiscal spillovers and monetary policy transmission in the Euro Area. — Frankfurt am Main: Goethe University Frankfurt am Main, 2012. — 61 p.

⁵¹ *Crespo-Cuaresma J., Eller M., Mehrotra A.* The Economic Transmission of Fiscal Policy Shocks from Western to Eastern Europe // *Focus on European Economic Integration*. — 2011. — No. 2. — P. 44–68.

Таблиця 1

**ДЕКОМПОЗИЦІЯ ЗАЛИШКІВ
ЩОДО ЗОВНІШНІХ ЕФЕКТІВ САЛЬДО БЮДЖЕТУ
НАЙБІЛЬШИХ КРАЇН ЄВРОЗОНИ⁵²**

Країна	Єврозона				Німеччина				Франція			
	Горизонт прогнозу				Горизонт прогнозу				Горизонт прогнозу			
	2	4	8	12	2	4	8	12	2	4	8	12
Країни ЦСЄ з плаваючим обмінним курсом												
Польща	8	19	21	21	10	9	9	9	4	4	4	4
Румунія	7	12	21	20	4	10	20	24	2	2	9	15
Угорщина	10	32	49	44	6	10	11	13	22	28	31	31
Чехія	13	11	10	10	12	12	13	13	14	18	18	19
Країни ЦСЄ з фіксованим обмінним курсом												
Болгарія	15	28	33	33	17	32	33	34	6	15	17	17
Словаччина	14	15	15	15	3	6	9	11	1	12	13	16
Словенія	6	7	7	8	3	3	3	3	6	8	8	9
Країни Південної Європи												
Греція	9	17	23	22	2	7	6	10	1	19	22	22
Іспанія	7	23	39	32	7	14	18	18	1	5	18	22
Португалія	4	23	25	36	7	10	12	12	1	4	11	11

Оцінюючи можливі механізми сприятливого впливу політики фінансової ощадливості, найправдоподібніше, що це відбувається через зменшення прибутковості підприємницької діяльності в країні-ініціаторі – Німеччині чи Франції, яке зумовлює перенесення діяльності в країни ЦСЄ з метою зниження коштів виробництва. Якщо припустити негайне збільшення сукупної пропозиції після надходжень іноземного капіталу, такий вплив можна отримати за допомогою «підручничкової» моделі AD–AS. Зрозуміло, що інвестиційну привабливість країн ЦСЄ підсилуватиме зниження ризику, яке ототожнюється з фінансовою ощадністю в Німеччині чи Євронзоні загалом, адже це полегшує можливість «рятування» проблемних економік європейської «периферії».

⁵² Розроблено авторами.

Пропозиції для економічної політики

На підставі зробленого аналізу зовнішніх ефектів сальдо бюджету найбільших країн ЄС оптимальним видається таке правило фіскальної політики:

$$B_t = \bar{B} + a_1(Y_t - \bar{Y}) + a_2(D_t - \bar{D}) + a_3CA_t + a_4BEURO_t, \quad (2)$$

де B_t — сальдо бюджету (% від ВВП), \bar{B} — обраний таргет сальдо бюджету (% від ВВП), $Y_t - \bar{Y}$ — «розрив» ВВП (різниця між поточним і «природним» значенням), $D_t - \bar{D}$ — різниця між фактичним і «пороговим» рівнем державного боргу (% від ВВП), CA_t — сальдо поточного рахунку (% від ВВП), $BEURO_t$ — сальдо бюджету найбільших країн євросони (% від ВВП).

Передбачається, що розрахункове сальдо бюджету залежить від обраного таргету, циклічної позиції економіки (або «розриву» доходу), величини державного боргу, сальдо поточного рахунку та зовнішніх ефектів фіскальної політики найбільших країн Євросони.

Обраний таргет сальдо бюджету \bar{B} може залежати від умов конкретної країни, зокрема рівня державної заборгованості. Приміром, правило збалансованого бюджету країн ЄС, що з'явилося у 2012 в зв'язку з Фіскальним договором (*Fiscal Compact*), передбачає щорічний таргет структурного дефіциту бюджет на рівні не нижче 0,5 % від ВВП, але для країн з низьким рівнем зовнішнього боргу (значно нижче 60 % від ВВП) нижня межа може бути на рівні 1 % від ВВП⁵³. Відхилення від цих орієнтирів допускалося у виняткових випадках. За дотриманням цього правила слідкуватиме Європейський Суд, який зможе накладати штрафи в разі його порушення у розмірі до 0,1 % ВВП країни, сплачуваних до Європейського механізму фінансової стабільності для країн-членів Євросони та до бюджету ЄС — в інших випадках.

Бажана для стабілізаційної функції антициклічність фіскальної політики передбачає пряму залежність сальдо бюджету від «розриву» доходу ($a_1 > 0$). Основну проблему становить спосіб ідентифікації циклічної позиції. Зазвичай «розрив» доходу отримують за допомогою фільтрації Ходріка–Прескотта або Кальмана. Така методика не викликає проблем під час стабільної траєкторії економічного зростання, але може створювати певні труднощі на випадок переходу до нового рівноважного тренду, як це трапилося під час світової фінансової кризи 2008–2009 рр. Наприклад, виразне зниження рівноважного тренду в США перебільшувало амплітуду передкризового економічного буму, тоді як меншим стає циклічний спад виробництва під час «великої рецесії».

⁵³ Центр Разумкова. Переформатування європейської інтеграції: можливості і ризики для асоціації Україна — ЄС. — Київ: Центр Разумкова, 2018. — 213 с.

З погляду дотримання фіскальної стійкості необхідно реагувати на збільшення державного боргу понад деяке «порогове» значення; для переважної більшості країн ЄС відповідне значення має бути нижчим від 60 % від ВВП. Це теж передбачає пряму залежність між державним боргом і сальдо бюджету ($a_2 > 0$). Як показують емпіричні дослідження, реакція сальдо бюджету на збільшення державного боргу істотно слабше в разі зниження коштів державних запозичень, прискорення інфляції та несподіваного зниження рівноважного темпу зростання ВВП⁵⁴. Така риса потенційно означає послаблення фіскальної стійкості. Для більшості промислових країн за даними докризового періоду справджується, що реакція сальдо бюджету на збільшення державного боргу загалом відповідає логіці міжчасового бюджетного обмеження. Також підтверджується стаціонарність показника державного боргу, що зазвичай слугує ознакою фіскальної стійкості. Проте для деяких країн логіка міжчасового обмеження втрачається з включенням даних після 2008 р. Це означає, що світова фінансова криза 2008–2009 рр. та пов'язані з цим фіскальні стимули істотно погіршили фіскальну стійкість.

Нарешті, залежність від сальдо бюджету країн єврозони має специфічний характер для кожної країни ($a_4 \neq 0$). Якщо для країн Південної Європи поліпшення сальдо бюджету за кордоном має рестрикційний вплив, тобто необхідно реагувати асиметрично за допомогою збільшення дефіциту бюджету ($a_4 < 0$), приймаючи стандартну кейнсіанську залежність доходу від сальдо бюджету. В такому разі фактично йдеться про нейтралізацію частини зовнішнього ефекту фіскальної політики країн Єврозони. Водночас для країн ЦСЄ знак змінюється на протилежний ($a_4 > 0$), адже поліпшення сальдо бюджету в Німеччині має експансійний вплив.

Висновки

Узагальнюючи отримані результати і зроблені пропозиції, фіскальна політика окремих європейських країн повинна враховувати не лише внутрішню економічну ситуацію, але й зовнішні ефекти фіскальної політики найбільших європейських країн, як Німеччина чи Франція. Потенційні труднощі для координації фіскальної політики становить асиметрія таких зовнішніх ефектів. Як виявлено за кварталними даними 2002–2019 рр., профіцит бюджету Німеччини і Франції та країн Єврозони загалом поліпшує циклічну позицію ВВП у країнах ЦСЄ (відповідний стимулюючий ефект простежується незалежно від системи обмінного курсу), тоді як виразний рестрикційний вплив отримано для країн Південної Європи.

⁵⁴ Mauro P., Romeu R., Binder R., Zaman A. A modern history of fiscal prudence and profligacy // *Journal of Monetary Economics*. — 2015. — Vol. 76. — No. 1. — P. 55–70.

Втім, такий несприятливий ефект переважно короткочасний, а для Іспанії не виключено появи довгострокового стимулюючого ефекту. Отримані результати означають, що політика фіскальної ощадності Німеччини зразка 2010–2013 рр. поглиблювала спад виробництва у країнах Південної Європи, але була сприятливою для країн ЦСЄ.

Виявлені особливості зовнішніх ефектів фіскальної політики найбільших країн Єврозони становлять аргумент на користь використання таких правил фіскальної політики, що враховують не лише циклічну позицію економіки, досягнутий рівень державного боргу чи сальдо поточного рахунку, але й характер зовнішніх ефектів від фіскальної політики найбільших країн Єврозони. Загалом правила фіскальної політики для окремих країн можуть бути зручним доповненням до інституційних обмежень на зразок Маастрихтських критеріїв сальдо бюджету і державного боргу, а також спеціалізованих інститутів на зразок рад фіскальної політики, які мають на меті закріплення антициклічного характеру фіскальних інструментів.

Список літератури

1. *Acocella N., Di Bartolomeo G., Tirelli P.* Monetary conservatism and fiscal coordination in a monetary union // *Economics Letters*. — 2007. — Vol. 94. — No. 1. — P. 56–63.
2. *Alcidi C., Mødttønen N., Thirion G.* Cross-Country Spillover Effects and Fiscal Policy Coordination in EMU // *FIRSTRUN — Fiscal Rules and strategies under Externalities and Uncertainties*. — Helsinki: The Research Institute of the Finnish Economy, 2015. — 29 p.
3. *Allard C., Brooks P. K., Bluedorn J. C., Bornhorst F., Christopherson K., Ohnsorge F., Poghosyan T.* Toward a Fiscal Union for the Euro Area // *IMF Staff Discussion Note No. 13/09*. — Washington: IMF, 2013. — 28 p.
4. *Attinasi M.-G., Lalik M., Vetlov I.* Fiscal spillovers in the Euro Area a model-based analysis // *ECB Working Paper No. 2040*. — Frankfurt: European Central Bank, 2017. — 29 p.
5. *Auerbach A.* Budget Rules and Fiscal Policy: Ten Lessons from Theory and Evidence // *German Economic Review*. — 2014. — Vol. 15. — No. 1. — P. 84–99.
6. *Auerbach A. J., Gorodnichenko Y.* Output spillovers from fiscal policy // *American Economic Review*. — 2013. — Vol. 103. — No. 3. — P. 141–146.
7. *Barbier-Gauchard A., Betti T., Diana G.* Spillover effects in a monetary union: Why fiscal policy instruments matter // *Working Paper No. 2015-01*. — Strasbourg: Université de Strasbourg, 2015. — 37 p.
8. *Baxter M.* International trade and business cycles // *Handbook of International Economics* / G. M. Grossman and K. Rogoff (eds.). — Amsterdam: North-Holland, 1995. — P. 1801–1868.

9. *Bayomi T., Vitek F.* Macroeconomic Model Spillovers and Their Discontents // *IMF Working Paper* No. WP/13/4. — Washington: International Monetary Fund, 2013. — 24 p.

10. *Beetsma R., Debrun X., Klaassen F.* Is Fiscal Policy Coordination in EMU Desirable? // *IMF Working Paper* No. WP/01/178. — Washington: International Monetary Fund, 2001. — 32 p.

11. *Beetsma R., Giuliadori M., Klaassen F.* Trade Spillovers of Fiscal Policy in the European Union: A Panel Analysis // *Economic Policy*. — 2006. — Vol. 21. — No. 48. — P. 640–687.

12. *Beetsma R., Giuliadori M.* Discretionary fiscal policy: Review and estimates for the EU // *The Economic Journal*. — 2011. — Vol. 121. — No. 1. — P. F4–F32.

13. *Beetsma R., Cimadomo J., Furtuna O., Giuliadori M.* The confidence effects of fiscal consolidations // *Economic Policy*. — 2015. — Vol. 30. — No. 83. — P. 439–489.

14. *Begg I., Hodson D., Maher I.* Economic policy coordination in the European Union // *National Institute Economic Review*. — 2003. — Vol. 183. — No. 1. — P. 66–77.

15. *Belke A., Gros D.* On the benefits of fiscal policy coordination in a currency union: a note // *Empirica*. — 2009. — Vol. 36. — No. 1. — P. 45–49.

16. *Bünassy-Quirü A.* Short-Term Fiscal Spillovers in a Monetary Union // *CEPII Working Paper* No. 2006–13. — Paris: Centre D'Etudes Prospectives Et D'Informations Internationales, 2006. — 24 p.

17. *Bünassy-Quirü A., Cimadomo J.* Changing Patterns of Domestic and Cross-Border Fiscal Policy Multipliers in Europe and the US // *CEPII Working Paper* No. 2006–24. — Paris: Centre D'Etudes Prospectives Et D'Informations Internationales, 2006. — 63 p.

18. *Blanchard O., Erceg C., Lindü J.* Jump-Starting the Euro Area Recovery: Would a Rise in Core Fiscal Spending help the Periphery? // *Working Paper Series* No. 304. — Stockholm: Sveriges Riksbank, 2015. — 82 p.

19. *Born B., Juessen B., Møller G. J.* Exchange rate regimes and fiscal multipliers // *Journal of Economic Dynamics and Control*. — 2013. — Vol. 37. — No. 2. — P. 446–465.

20. *Canova F., Ciccarelli N., Dallari P.* Spillover of fiscal shocks in the Euro Area. — Frankfurt: European Central Bank, 2013. — 52 p.

21. *Canzoneri M., Cumby R., Diba B.* The need for international policy coordination: what's old, what's new, what's yet to come? // *Journal of International Economics*. — 2005. — Vol. 66. — No. 2. — P. 363–384.

22. *Carreras O., Kirby S., Liadze I., Piggott R.* Fiscal policy spillovers // *NIESR Discussion Paper* No. 468. — London: National Institute of Economic and Social Research, 2016. — 59 p.

23. *Corsetti G., Møller G.* Twin deficits, openness and the business cycle // *Journal of European Economic Association*. — 2008. — Vol. 6. — No. 2–3. — P. 404–413.

24. *Corsetti G., Meier A., Møller G.* Cross-Border Spillovers from Fiscal Stimulus // *International Journal of Central Banking*. — 2010. — Vol. 6. — No. 1. — P. 5–37.

25. Corsetti G., Meier A., Møller G. What determines government spending multipliers // *Economic Policy*. – 2012. – Vol. 27. – No. 72. – P. 521–565.
26. Crespo-Cuaresma J., Eller M., Mehrotra A. The Economic Transmission of Fiscal Policy Shocks from Western to Eastern Europe // *Focus on European Economic Integration*. – 2011. – No. 2. – P. 44–68.
27. Erceg C., Lindū J. Fiscal consolidation in a currency union: spending cuts vs. tax hikes // *Journal of Economic Dynamics & Control*. – 2013. – Vol. 37. – No. 2. – P. 422–446.
28. Gadatsch N., Hauzenberger K., Stöhler N. German and the rest of Euro Area fiscal policy during the crisis // *DB Discussion Paper No. 05/2015*. – Frankfurt: Deutsche Bundesbank, 2015. – 50 p.
29. Gechert S., Hallett A. H., Rannenberg A. Fiscal multipliers in downturns and the effects of Eurozone consolidation // *CEPR Policy Insight*. – 2015. – 6 p.
30. Gomes S., Jacquinet P., Pisani M. The EAGLE. A Model for Policy Analysis of Macroeconomic Interdependence in the Euro Area // *ECB Working Paper Series No. 1195*. – Frankfurt: European Central Bank, 2010. – 94 p.
31. Gros D., Hobza A. Fiscal policy spillovers in the Euro Area: Where are they? // *CEPS Working Document No.176*. – Brussels: Centre for European Policy Studies, 2001. – 29 p.
32. Hebous S., Zimmermann T. Estimating the Effects of Coordinated Fiscal Actions in the Euro Area // *European Economic Review*. – 2013. – Vol. 58. – No. 2. – P. 110–121.
33. Hollmayr J. Fiscal spillovers and monetary policy transmission in the Euro Area. – Frankfurt am Main: Goethe University Frankfurt am Main, 2012. – 61 p.
34. Ilzetki E., Mendoza E., Vūgh C. How big (small?) are fiscal multipliers? // *Journal of Monetary Economics*. – 2013. – Vol. 60. – No. 2. – P. 239–254.
35. Ivanova A., Weber S. Do Fiscal Spillovers Matter? // *IMF Working Paper No. WP/11/211*. – Washington: International Monetary Fund, 2011. – 43 p.
36. Lambertini L., Rovelli R. Optimal Fiscal Stabilization Policy with Credible Central Bank Independence // *Quaderni-Working Paper DSE No. 460*. – Bologna: Università di Bologna, 2002. – 13 p.
37. Mauro P., Romeu R., Binder R., Zaman A. A modern history of fiscal prudence and profligacy // *Journal of Monetary Economics*. – 2015. – Vol. 76. – No. 1. – P. 55–70.
38. Obstfeld M., Rogoff K. Exchange Rate Dynamics Redux // *Journal of Political Economy*. – 1995. – Vol. 103. – No. 3. – P. 624–660.
39. Poghosyan T. Cross-Country Spillovers of Fiscal Consolidations in the Euro Area // *IMF Working Paper No. WP/17/140*. – Washington: International Monetary Fund, 2017. – 37 p.
40. Ricci-Risquete A., Ramajo-Hernández J. Macroeconomic effects of fiscal policy in the European Union: a GVAR model // *Empirical Economics*. – 2015. – Vol. 48. – No. 4. – P. 1587–1617.
41. Sadeh T. How did the Euro Area survive the crisis? // *West European Politics*. – 2019. – Vol. 42. – No. 1. – P. 201–226.

42. *Veld J.* Fiscal Consolidations and Spillovers in the Euro Area Periphery and Core // *EC Economic Papers* No. 506. — Brussels: European Commission, 2013. — 28 p.

43. *Weyerstrass K., Jaenicke J., Neck R., Haber H., van Aarle B., Schoors K., Gobbin N., Claeys P.* Economic spillover and policy coordination in the Euro Area // *Economic Papers* No. 246. — Brussels: European Commission, 2006. — 289 p.

44. *Wyplosz C.* The six flaws of the Eurozone // *Economic Policy*. — 2016. — Vol. 31. — No. 87. — P. 559–606.

45. *Центр Разумкова.* Переформатування європейської інтеграції: можливості і ризики для асоціації Україна – ЄС. — Київ: Центр Разумкова, 2018. — 213 с.

Стаття надійшла до редакції 17.03.2021.