

**Р. І. Копич**

кандидат економічних наук, доцент кафедри міжнародного економічного аналізу та фінансів  
Львівського національного університету імені Івана Франка, Львів, Україна, [koryuch\\_r@bigmir.net](mailto:koryuch_r@bigmir.net)

**ПОЛІТИКА ФІСКАЛЬНОЇ ЕКОНОМІЇ КРАЇН ЄВРОЗОНИ**

**Анотація.** У статті зазначено, що країни єврозони під час кризи 2008 р. із метою стабілізації національних економік вдавалися до доволі потужних фіскальних стимулів, що спричинило боргові проблеми в багатьох із них. Систематизовано основні теоретичні аргументи прихильників і опонентів політики фіскальної економії країн єврозони, зроблено стислий огляд результатів емпіричних досліджень, а також оцінено зв'язок між сальдо бюджету та динамікою ВВП єврозони. Економетричний аналіз, для якого використано квартальні дані за 2002–2018 рр., показав, що поліпшення сальдо бюджету має короткочасний стимулюючий вплив, після чого спостерігається погіршення динаміки ВВП у довгостроковому періоді. Втім, сумарний ефект від профіциту бюджету залишається експансійним. Загалом немає підстав стверджувати, що політика фіскальної економії завадила посткризовому відновленню економічного зростання країн єврозони.

**Ключові слова:** політика фіскальної економії, єврозона, темп зростання ВВП.

**Форм. 2. Рис. 1. Літ. 36.**

**Roman Koryuch**

Ph. D. (Economics), Lviv National University named after Ivan Franko, Lviv, Ukraine,  
[koryuch\\_r@bigmir.net](mailto:koryuch_r@bigmir.net)

**AUSTERITY POLICIES OF EUROZONE COUNTRIES**

**Abstract.** Eurozone countries have used quite significant fiscal stimulus with a stabilization target during the 2008 crisis similar to the US and most other industrial countries, which caused debt problems in some countries. However, shortly after the debt problems of Greece (2010) and serious concerns about such debt problems in Spain, Portugal and Italy, there was a tangible reduction of the budget deficit in the context of a cyclical decline in production known as fiscal austerity. Today, the main benefits of fiscal austerity are associated with a reduction in risk premium and the prevention of pessimistic attitudes among investors and consumers. Eurozone GDP is growing dynamically around the uptrend in 2014-2018. It is distinct from the period of 2004-2008 when the instability of the GDP dynamics was a significant problem. The purpose of this article is to carry out the comparative analysis of theoretical arguments relating to post-crisis fiscal austerity in the Eurozone countries. First, the paper discusses the arguments of supporters and opponents of fiscal austerity. Then a brief overview of the results of empirical studies is provided. In this article, our own empirical estimates of the functional dependence between the budget balance and the dynamics of GDP growth in Eurozone are presented. So, this facilitates understanding of the features of the fiscal austerity. Improving the budget balance could have triggered a short-term GDP slowdown but did not affect the equilibrium trend. The main conclusion is that fiscal austerity does not prevent the economic growth of the Eurozone countries.

**Keywords:** fiscal austerity, the Eurozone, GDP growth.

**JEL classification:** F47.

**Р. І. Копыч**

кандидат економічних наук, доцент кафедри міжнародного економічного аналізу і фінансов Львівського національного університету імені Івана Франка, Львів, Україна

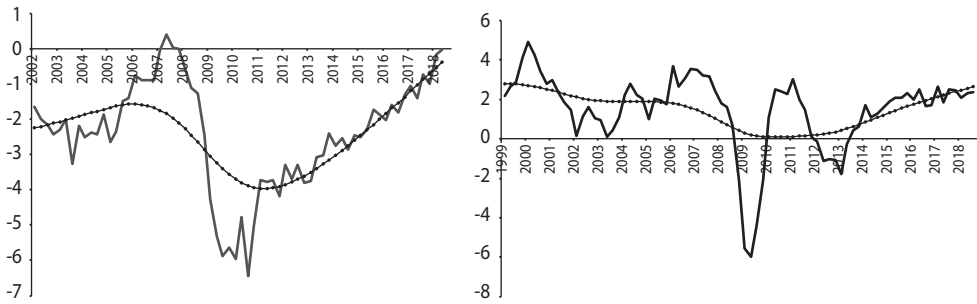
**ПОЛИТИКА ФИСКАЛЬНОЙ ЭКОНОМИИ СТРАН ЕВРОЗОНЫ**

**Аннотация.** В статье отмечено, что страны еврозоны во время кризиса 2008 г. с целью стабилизации национальных экономик прибегали к достаточно мощным фискальным стимулам, что стало причиной долговых проблем в многих из них. Систематизированы основные теоретические аргументы сторонников и оппонентов политики фискальной экономии стран еврозоны, сделан краткий обзор результатов эмпирических исследований, а также определена связь между сальдо бюджета и динамикой ВВП еврозоны. Эконометрический анализ, для которого использованы квартальные данные за 2002–2018 гг., показал, что улучшение сальдо бюджета оказывает кратковременное стимулирующее воздействие, после чего наблюдается ухудшение динамики ВВП в долгосрочном периоде. Впрочем, суммарный эффект от профицита бюджета остается экспансионным. В общем нет оснований утверждать, что политика фискальной экономии помешала посткризисному восстановлению экономического роста стран еврозоны.

**Ключевые слова:** политика фискальной экономии, еврозона, темп роста ВВП.

З початком світової фінансової кризи (восени 2008 р.) країни еврозони з метою стабілізації використовували доволі потужні фіскальні стимули (рисунк), подібно до США та більшості інших промислових країн. Проте незабаром боргові проблеми Греції (2010 р.) і реальна загроза розвитку аналогічних подій у Іспанії, Португалії, а також у Італії спричинили відчутне скорочення дефіциту бюджету в умовах циклічного спаду виробництва, що дістало назву політики фіскальної економії (*fiscal austerity*). На думку окремих економістів, такий перехід призвів до переорієнтації фіскальної політики: з антициклічної (у 2008–2009 рр.) вона перетворилася на проциклічну [1], що могло уповільнити післякризове відновлення європейських економік та навіть мати негативні довгострокові наслідки [2–8]. Водночас чимало фахівців обґрунтовують доцільність політики фіскальної економії з огляду на особливості еврозони й боргову позицію низки країн [9–12]. Якщо в 1960–1970-х роках переваги скорочення дефіциту бюджету пояснювалися переважно зниженням процентної ставки або очікуваннями майбутнього зменшення податків (тотожність Рікардо), що мало одразу стимулювати приватне споживання та інвестиції, то з початку 1990-х набула поширення гіпотеза про так звані не-кейнсіанські ефекти під час спаду виробництва, коли замість фіскальних стимулів краще застосувати політику фіскальної економії [2]. До речі, таку можливість підтверджено емпірично [13; 14]. На сьогодні основні переваги зазначеної політики пов'язуються зі зниженням премії за ризик та заходами із запобігання формуванню песимістичних настроїв серед інвесторів і споживачів.

Відновлення спадної динаміки ВВП еврозони у 2012–2013 рр. справді могло бути спричинене контрастним поліпшенням сальдо бюджету, однак надалі країни еврозони відновили докризові темпи зростання ВВП, попри



а) сальдо бюджету, % ВВП

б) темпи зростання ВВП, %

*Примітка.* Рівноважний тренд отримано за допомогою фільтра Ходріка – Прескотта.

### Рисунок. Вибрані макроекономічні показники єврозони за 2002–2018 рр.

*Побудовано на основі власних розрахунків за даними МВФ (International Financial Statistics).*

збереження політики фіскальної економії (див. рисунок). Загалом не виключено, що післякризове W-подібне відновлення динаміки ВВП єврозони пояснюється не так проведенням цієї політики, як іншими факторами, наприклад борговою кризою в Греції. Поліпшення сальдо бюджету могло призвести до короточасного уповільнення ВВП, але не вплинуло на рівноважний тренд. У 2014–2018 рр. ВВП єврозони динамічно зростає навколо висхідного тренду, на відміну від періоду 2004–2008 рр., коли динаміка ВВП була вкрай нестабільною. В першому наближенні можна припустити, що короточасна рецесія 2012–2013 рр. принаймні не завадила відновленню економічного зростання, а з оптимістичного погляду навіть більше – створила для цього необхідні передумови. Такою само стабільною, як траєкторія ВВП, виглядає тенденція поліпшення сальдо бюджету країн єврозони, що контрастує з істотними відхиленнями від рівноважного тренду у 2003–2008 рр.

Метою статті є проведення порівняльного аналізу теоретичних аргументів, що стосуються посткризової політики фіскальної економії в країнах єврозони. Спочатку ми розглянемо аргументи прихильників і опонентів зазначеної політики, потім зробимо стислий огляд результатів емпіричних досліджень, а після цього наведемо власні емпіричні оцінки функціональної взаємозалежності сальдо бюджету й динаміки ВВП єврозони, що полегшує розуміння особливостей політики фіскальної економії. Головний висновок полягає в тому, що така політика не перешкоджає економічному зростанню країн єврозони.

### Аргументи на користь політики фіскальної економії

На початку 2010 р., коли стало очевидним завершення гострої фази світової фінансової кризи, представники так званої школи Бокконі (А. Алесіна, С. Арданья, Г. Табелліні, Р. Перотті) закликали повернутися до “нормальної” фіскальної політики, котра здатна обмежити неконтрольоване збільшення державного боргу країн єврозони. Свою позицію вони аргументували насам-

перед тим, що неможливо повторити післявоєнний досвід США та інших промислових країн, коли зниження співвідношення державного боргу та ВВП відбулося завдяки стрімкому економічному зростанню, а запізніла боротьба з інфляцією загрожує повторенням сумного досвіду 1970-х років, коли політика гальмування цінової динаміки зумовила глибоку рецесію 1981–1982 рр. [14]. Таку позицію підтримала Європейська комісія, а одним із найбільш переконаних її прихильників став міністр фінансів Німеччини В. Штойбле.

К. Діас-Ролдон показала, що у валютному союзі сумарний суверенний борг окремих країн істотно обмежує фіскальну політику, тому вона потребує підтримки менш консервативною політикою ЄЦБ [4]. Раніше Д. Корсетті, К. Кюстер, А. Майер і Г. Мюллер довели, що скорочення державного боргу та стрімке зниження премії за ризик (*sovereign risk premia*) дають можливість зменшити вартість кредитних ресурсів для приватного сектору й таким чином стимулювати сукупний попит, передусім на випадок появи песимістичних очікувань учасників ринку та за відсутності можливостей для стандартної антициклічної монетарної політики [10]. Як стверджують М. Гейгер, В. Луган і Й. Шарлер, оптимізм учасників ринку може спонукати їх відмовитися від подальшого акумулювання приватних заощаджень, як це відбувається в періоди значного дефіциту бюджету та нарощення державного боргу, й таким чином збільшити приватне споживання, навіть попри скорочення поточного доходу [11]. Експансійний ефект стає сильнішим, якщо є впевненість щодо менших податків у майбутньому. В одному дослідженні доведено, що підвищення урядових видатків провокує песимізм споживачів у всіх фазах циклу ділової активності [15]. Відповідно, від політики фіскальної економії можна очікувати зміни настроїв на оптимістичні та збільшення сукупного попиту.

Аргументація на користь фіскальної економії передбачала інструментальний характер зниження довгострокової процентної ставки, що супроводжувалося здешевленням інвестиційних товарів і пошквалюванням інвестиційного процесу. Сприятливий ефект від очікувань меншої вартості кредитних ресурсів додатково підсилювався зниженням співвідношення державного боргу та ВВП, створюючи додатковий ефект добробуту за рахунок очікувань послаблення податкового навантаження. Зменшення процентної ставки вважалося достатнім для досягнення макроекономічної рівноваги на максимально низькому рівні безробіття.

На переконання Д. Кохрана, за відсутності заходів з обмеження дефіциту бюджету цілком імовірно утворення непотрібного інфляційного тиску, причому необов'язково через необхідність монетизації значної частини державного боргу за допомогою кредитів центрального банку [9]. Прискорення інфляції може відбутися будь-коли, тільки-но учасники ринку усвідомлять загрозу неконтрольованого зростання державної заборгованості. Для успіху політики фіскальної економії важливо, щоб заходи зі скорочення дефіциту бюджету були тривалими й переконливими для широкого загалу, хоча під час рецесії це завдання може ускладнюватися [16]. В принципі, успішне

відновлення динаміки ВВП єврозони (див. рисунок) може пояснюватися саме таким характером фіскальної політики, попри тимчасовий негативний ефект у 2012–2013 рр.

### Критика політики фіскальної економії

Аргументи проти політики фіскальної економії стосуються головним чином ризиків уповільнення економічної динаміки та комплементарності урядових видатків і довгострокових факторів зростання в економіках зі структурними деформаціями (мається на увазі недостатня гнучкість цін і заробітної плати, інформаційна асиметрія, пастка ліквідності, нульова процентна ставка тощо), як прийнято розглядати в неокейнсіанських моделях. Приміром, П. Скотт і С. Піо за допомогою моделі перехресних поколінь (*overlapping generations* – OLG) показали, що зменшення урядових видатків для потреб старшого покоління призводить до парадоксального результату – підвищення співвідношення державного боргу та ВВП [17]. М. Секкаречі наголошує на втратах від зменшення інвестицій державного сектору, котрі мають сприятливий довгостроковий “соціальний” характер [8]. А. Ботта пояснює рестрикційну природу фіскальної економії супутнім спадом виробництва, який підвищує співвідношення державного боргу і ВВП [2]. Хоча можливість експансійного ефекту для країн єврозони внаслідок здешевлення державних запозичень допускається, для конкретних умов 2011–2013 рр. дієвість такого механізму було знівельовано підтриманням рекордно низької дисконтної ставки Європейського центрального банку. Інакше кажучи, для одного з ключових аргументів на користь політики фіскальної економії забракло підстав.

Д. Демопулос і Н. Янакопулос заперечують слушність тотожності Рікардо, адже в нестабільному економічному середовищі з обмеженнями ліквідності міжчасова оптимізація споживчих видатків і еластичне оподаткування не доречні [3]. Для країн єврозони досягненню експансійного ефекту від політики фіскальної економії додатково перешкоджають рекордно низька процентна ставка та внутрішні дисбаланси в зовнішній торгівлі, а також несприятливі зовнішні умови. У 1990–2000-х роках не було прикладів успішної фіскальної консолідації за умов глибокої рецесії в глобальному масштабі [18]. Приміром, скорочення дефіциту в Канаді (в середині 1990-х) відбувалося на тлі економічного буму в сусідніх Сполучених Штатах (на цю країну припадає 75 % канадського експорту) і стрімкої девальвації національної валюти відносно долара США (на 35 %). Подібним чином за рахунок експорту поліпшувалася динаміка доходу в декількох інших випадках успішного скорочення дефіциту бюджету: у Швеції (1993–1998), Фінляндії (1992–1998), Ірландії (1987–1990) [19]. Лише в Данії (1982–1986) ключовим чинником стало збільшення внутрішнього попиту.

Г. Мюллер узагальнив декілька академічних праць із альтернативними поглядами на проблему посткризової фіскальної політики так: усі усвідом-

люють, що в післякризовому середовищі заходів фінансової економіки не уникнути, якщо розуміти під ними заходи зі скорочення дефіциту бюджету й державного боргу, але щодо того, коли саме необхідно переходити до зазначеної політики, погляди різняться [20]. Якщо в умовах економічного буму це виглядає цілком природним кроком, то не всі розуміють доцільність фінансової економіки у випадку загрози неминучого дефолту, як це трапилося в Греції у 2010 р. Також немає єдності щодо шляхів реалізації такої політики. Якщо представники кейнсіанської школи віддають перевагу підвищенню податків, то неокласичної – скороченню урядових витрат.

Очевидно, що в дискусії про переваги й недоліки обох підходів – фінансового стимулювання та фінансової економіки – слід враховувати вихідні умови окремих країн, серед яких найважливішими видаються рівень державного боргу й рівноважне зростання ВВП. Державний борг визначає очікування учасників фінансового ринку та премію за ризик, а зростання ВВП необхідне для зниження співвідношення державного боргу і ВВП, а також обслуговування боргових зобов'язань державного сектору.

### Суперечливість емпіричних результатів

Емпіричні оцінки наслідків фінансової політики для європейських країн є досить суперечливими, що лише загострює дискусії навколо фінансової економіки. Переважно простежується негативний обернений зв'язок між поліпшенням сальдо бюджету й динамікою ВВП європейських країн [4; 5], включаючи період 2011–2013 рр. [6]. Подібний результат отримано для країн ОЕСР за 2009–2014 рр., а посилений рестрикційний ефект пояснюється вищими мультиплікаторами фінансової політики в умовах рецесії [21]. В одному дослідженні зі зміною методики статистичної оцінки не підтверджено результати попередніх розробок щодо не-кейнсіанських ефектів політики фінансової економіки, разом із висновком про корисність скорочення дефіциту бюджету для економік зі значною заборгованістю [22].

Опоненти зазначеної політики аргументують свою позицію стійкою в часі комплементарністю урядових витрат і приватного споживання та інвестицій у країнах ЄС [23; 24]. При цьому збільшення таких витрат є дієвішим засобом примноження доходу, ніж зниження податків [25]. На підставі калібрування теоретичних моделей згідно з даними країн єврозони за період 2011–2013 рр. втрати ВВП від програм фінансової економіки оцінено на рівні від 6 до 12 % залежно від вихідних припущень [7]. Це корелює з результатами для 18 країн ОЕСР, відповідно до котрих скорочення дефіциту бюджету на 1 % ВВП передбачає в середньому зниження темпу зростання останнього на 0,1 в. п. [26].

Як показують дані по 38 промислових країнах і тих, що розвиваються, політика фінансової економіки здатна підвищити ризик дефолту в короткочасному періоді, але завжди має протилежний вплив у довгостроковій перспективі, передусім за несприятливих вихідних умов [27], що свідчить на

користь скорочення дефіциту бюджету, хоч і коштом короточасних втрат доходу. На думку фахівців, у економіках із великим державним боргом мультиплікатори фіскальної політики або істотно зменшуються [23; 28; 29], або набувають від'ємного значення [30]. Навіть у разі короточасного уповільнення динаміки доходу політика фіскальної економії створює передумови для довгострокового економічного зростання [12]. Одним із механізмів може бути зниження вартості запозичень державного сектору. Наприклад, для Італії підвищення дохідності урядових облігацій істотно зменшує величину фіскального мультиплікатора [31].

Хоча політика фіскальної економії ймовірно спричинила уповільнення ВВП у 2011–2013 рр., потужнішим негативним чинником стало попереднє збільшення державного боргу [32]. В такому контексті оперативне відновлення економічного зростання у 2014–2018 рр. могло стати наслідком скорочення державного боргу країн єврозони за рахунок короточасної рецесії. Згідно з результатами одного з нещодавніх досліджень для країн ЄС, зростання державного боргу завжди має несприятливий довгостроковий вплив на динаміку ВВП, між тим короточасні наслідки можуть відрізнятися в розрізі окремих країн [33].

Вплив дефіциту може залежати від способу сприйняття державного боргу – оптимістичного чи песимістичного, а саме: на випадок високого рівноважного темпу зростання ВВП більший дефіцит бюджету спочатку стимулює економічне зростання, але з часом домінуючим стає негативний вплив [34]. Якщо скорочення дефіциту бюджету підвищує довіру до економіки, можна отримати експансійний ефект [35].

Одним із стандартних результатів можна вважати набагато більші втрати доходу при поліпшенні сальдо бюджету за допомогою зменшення урядових видатків, ніж підвищення податків [1; 21]. Недостатня ефективність програм фіскальної консолідації може пояснюватися недотриманням обіцянок. Як нещодавно виявили експерти МВФ після аналізу 74 програм фіскальної консолідації, котрі реалізовувались у 17 промислових країнах у 1978–2015 рр., країни, що дотримуються оголошеної програми скорочення дефіциту бюджету, одержують вигоду від пожвавлення фондового ринку [36].

Попри те, що емпіричні дослідження схиляють до стандартної кейнсіанської інтерпретації фіскальної політики країн єврозони, коли поліпшення сальдо бюджету має рестрикційний характер, політика фіскальної економії може мати інший вигляд у динамічному контексті, якому не приділено належної уваги. Для емпіричних оцінок фіскальної політики країн єврозони використовуються в основному панельні вибірки річних даних. Їх використання має очевидні переваги з погляду збільшення кількості спостережень для доволі коротких часових рядів, але може бути недостатнім для врахування динамічних ефектів і таким чином пропонувати зміщені оцінки для фіскальних шоків. У такому контексті становить інтерес застосування квартальних даних єврозони, котрі віднедавна подаються в довідковому виданні МВФ “International Financial Statistics”. Оцінки за методом двокрокових

найменших квадратів (2SLS) зазвичай досить стійкі й надалі можуть використовуватися для порівнянь із результатами, які отримано за допомогою альтернативних методів, наприклад моделей векторної авторегресії (VAR).

### Емпіричні результати

Для емпіричної оцінки функціональних залежностей єврозони використано такі змінні: сальдо бюджету,  $BD_t$  (у % ВВП); реальний ефективний обмінний курс,  $RER_t$  (індекс, 2010 = 100); відхилення фактичних значень ВВП від рівноважного тренду цього показника,  $YEUROC_t$  (%); темп зростання ВВП,  $\Delta YEURO_t$  (%).

Із метою врахування зовнішніх чинників задіяно ще три показники, а саме: відхилення фактичних значень ВВП від рівноважного тренду для США,  $YUSC_t$  (%); темп зростання ВВП США,  $\Delta YUS_t$  (%); 6-місячна ставка ринку міжбанківських запозичень у Лондоні,  $LIBOR_t$  (%). Усі показники взято з бази даних МВФ (*International Financial Statistics database* – [www.imf.org](http://www.imf.org)).

Окремо оцінено дві специфікації статистичної моделі, що дає можливість порівняти отримані результати на стійкість. У першій із них застосовано показник циклічної динаміки доходу, або “розриву” доходу, в другій – темп зростання ВВП. “Розрив” доходу одержано як відхилення поточних значень ВВП від рівноважного тренду (див. рисунок).

Результати виявилися такими:

$$\begin{aligned}
 YEUROC_t = & 0,125YEUROC_{t-1} + 0,537BD_t - 0,278BD_{t-7} + 0,382YUSC_t + \\
 & (1,17) \quad (4,59^{***}) \quad (-2,81^{***}) \quad (2,79^{***}) \\
 & + 0,029\Delta RER_t - 0,320LIBOR_t, R^2 = 0,87, ADF = -7,53^{***}; \quad (1) \\
 & (1,17) \quad (-1,73^*)
 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned}
 \Delta YEURO_t = & 0,249\Delta YEURO_{t-1} + 0,383BD_t - 0,282BD_{t-7} + 0,475\Delta YUS_t + \\
 & (1,61) \quad (2,83^{***}) \quad (-2,02^{**}) \quad (3,14^{***}) \\
 & + 0,083\Delta RER_t, R^2 = 0,86, ADF = -8,03^{***}. \quad (2) \\
 & (1,74^*)
 \end{aligned}$$

В обох випадках коефіцієнт детермінації  $R^2$  має досить велику пояснювальну силу включених незалежних змінних, а результати тесту ADF засвідчують стаціонарність залишків, що дає змогу адекватно інтерпретувати отримані результати.

В кожній специфікації регресійної моделі виразно простежується сприятлива залежність між поліпшенням сальдо бюджету єврозони та економічним зростанням у поточному періоді, що змінюється на протилежну з лагом у 7 кварталів. Це означає, що політика фіскальної економії не перешкождала посткризовому відновленню країн єврозони, але з відкладеним коригуючим ефектом. Утім, її сумарний вплив є сприятливим. Такий результат не заперечує, що зазначена політика створює передумови для довгострокового економічного зростання [12], однак із відмінною послідовністю локальних



ефектів. Беручи до уваги лаговий вплив, кожен відсоток поліпшення сальдо бюджету збільшує “розрив” доходу на 0,25 в. п. У специфікації зі зростанням ВВП одержано, що поліпшення сальдо бюджету на 1 % ВВП супроводжується прискоренням його динаміки на 0,4 в. п. у поточному кварталі, проте з урахуванням лагової корекції сумарний стимулюючий ефект знижується до 0,1 в. п.

У проєкції на розроблені теоретичні гіпотези такий ефект від політики фіскальної економії можна пояснити стрімким зменшенням премії за ризик і нейтралізацією песимістичних очікувань [10; 11], а також переконливістю цієї політики для широкого загалу [16]. Цікаво, що рецесія 2012–2013 рр. не спричинила відмову від політики фіскальної економії, а тенденцію поліпшення сальдо бюджету надалі було підтримано зростанням ВВП. Власний вплив могли справити вчасна нейтралізація загрози дефолту Греції та підвищення довіри до єврозони. Опосередковано для країн єврозони не підтверджується припущення, що нижчий дефіцит бюджету може підвищити ризик дефолту в короткочасному періоді [27]. Рестрикційна корекція з відчутним часовим лагом може пояснюватися не так комплементарністю урядових видатків і попиту в приватному секторі чи податковими ефектами, як втратами від зменшення “соціальних” інвестицій державного сектору [8].

Економічне зростання країн єврозони досить сильно залежить від економіки США, що загалом неважко пояснити експортною орієнтацією більшості європейських країн і значними обсягами торгівлі з найпотужнішою економікою світу. Кожен відсоток зростання американського ВВП зумовлює майже 0,5 в. п. збільшення ВВП єврозони. Оскільки залежність динаміки останнього від реального обмінного курсу є доволі слабкою, можна припустити, що в зовнішній торгівлі європейських країн переважають ефект доходу та інші нецінові (якісні) чинники. Хоча в специфікації (2) зниження реального обмінного курсу на 10 % передбачає підвищення темпу зростання ВВП на 0,8 в. п. (відповідний коефіцієнт статистично значущий на рівні 10 %), у специфікації (1) із “розривом” доходу аналогічного впливу не виявлено.

Разом із тим залежність динаміки економічного зростання єврозони від ставки LIBOR простежується лише в специфікації (1), що може відображати особливості визначення вартості кредитних ресурсів у контексті стабілізаційної політики. До речі, підвищення їх вартості цілком передбачувано зумовлює гальмування циклічної динаміки ВВП.

В обох специфікаціях не виявлено авторегресійної залежності для динаміки ВВП єврозони, що загалом є очікуваним, адже йдеться про агрегований показник досить різноманітного інтеграційного утворення. Також це увиразнює можливість оперативних переходів від фази економічного буму до рецесії й навпаки.

Підсумовуючи викладене, слід насамперед зауважити, що політика фіскальної економії не може вважатися чинником рецесії країн єврозони у 2012–2013 рр., адже поліпшення сальдо бюджету має виразний короткочасний стимулюючий вплив. Такий висновок можна пояснити як знижен-

ням премії за ризик і оптимістичнішими очікуваннями приватного сектору щодо майбутньої динаміки макроекономічних показників еврозони, так і перманентним характером зазначеної політики. Попри боргову кризу в Греції, що триває, рецесія 2012–2013 рр. не призвела до відмови від політики фіскальної економії, й це можна вважати одним із чинників успішного подолання економічних труднощів еврозони. Хоча із часом простежується корекція початкового не-кейнсіанського ефекту, сумарний вплив поліпшення сальдо бюджету країн еврозони залишається експансійним. Окрім фіскального чинника, динаміка ВВП еврозони істотно залежить від економічного зростання у США, тоді як вплив реального обмінного курсу та ставки LIBOR виглядає фрагментарним.

#### Список використаних джерел

1. Austerity in 2009–2013 / A. Alesina, O. Barbiero, F. Giavazzi, M. Paradisi. *Economic Policy*. 2015. Vol. 30. Issue 83. P. 385–437.
2. Botta A. The Theoretical Weaknesses of the Expansionary Austerity Doctrine. *Greenwich Papers in Political Economy*. 2016. No. 34. P. 1–30.
3. Demopoulos D., Yannacopoulos N. The Myth of the Expansionary Fiscal Contraction. *Working Paper Series*. 2018. No. 2. P. 1–14.
4. Diaz-Roldon C. Fiscal Performance in Monetary Unions: How Much Austerity Should Be Allowed? *PANOECONOMICUS*. 2017. Vol. 64. Issue 1. P. 61–76.
5. Jordà Ò., Taylor A. M. The Time for Austerity: Estimating the Average Treatment Effect of Fiscal Policy. *The Economic Journal*. 2016. Vol. 126. Issue 590. P. 219–255.
6. Heimberger P. Did Fiscal Consolidation Cause the Double Dip Recession in the Euro Area? *ICAE Working Paper Series*. 2015. No. 41. P. 1–21.
7. Rannenberg A., Schoder C., Stráský J. The macroeconomic effects of the Euro Area's fiscal consolidation 2011-2013: A simulate on-based approach. *IMK Working Paper*. 2015. No. 156. P. 1–34.
8. Seccareccia M. The Role of Public Investment as Principal Macroeconomic Tool to Promote Long-Term Growth. *International Journal of Political Economy*. 2012. Vol. 40. No. 4. P. 62–82.
9. Cochrane J. H. Understanding policy in the great recession: Some unpleasant fiscal arithmetic. *European Economic Review*. 2011. Vol. 55. Issue 1. P. 2–30.
10. Sovereign Risk, Fiscal Policy, and Macroeconomic Stability / G. Corsetti, K. Kuester, A. Meier, G. J. Müller. *Economic Journal*. 2013. Vol. 123. Issue 156. P. F99–F132.
11. Geiger M., Luhan W., Scharler J. When do fiscal consolidations lead to consumption booms? Lessons from a laboratory experiment. *Journal of Economic Dynamics & Control*. 2016. Vol. 69. Issue 1. P. 1–20.
12. Helton R., Lubik T. Is Fiscal Austerity Good for the Economy? *Policy Brief*. 2013. No. 9. P. 1–5.
13. Giavazzi F., Pagano M. Can Severe Fiscal Contractions Be Expansionary? Tales of Two Small European Countries. *NBER Macroeconomics Annual*. 1990. Vol. 5. P. 75–122.
14. Alesina A., Ardagna S. Large changes in fiscal policy: taxes versus spending / J. R. Brown (ed.). *Tax Policy and the Economy*. 2010. Vol. 24 P. 35–68.
15. Kim H., Jia B. Assessing the Role of Sentiment in the Propagation of Fiscal Stimulus. *AU Working Paper*. 2018. No. 8. P. 1–28.
16. McManus R., Ozkan G., Trzeciakiewicz D. Expansionary contractions and fiscal free lunches: too good to be true? *Discussion Papers in Economics*. 2015. No. 28. P. 1–21.

17. Skott P., Ryo S. Public debt in an OLG model with imperfect competition: long-run effects of austerity program and changes in the growth rate. *BE Journal of Macroeconomics*. 2014. Vol. 14. No. 1. P. 533–552.
18. Jayadev A., Konczal M. The Boom Not the Slump: The Right Time for Austerity. *Economics Faculty Publication Series*. 2010. No. 26. P. 1–8.
19. Perotti R. The “Austerity Myth”: Gain Without Pain? *NBER Working Paper*. 2011. No. 17571. P. 1–57.
20. Müller G. J. The Debate over Austerity. *International Finance*. 2014. Vol. 17. No. 3. P. 403–418.
21. Kataryniuk I., Valles J. Fiscal Consolidation after the Great Recession: The Role of Composition. *Documentos de Trabajo*. 2015. No. 1515. P. 1–26.
22. Guajardo J., Leigh D., Pecatori A. Expansionary Austerity: New International Evidence. *IMF Working Paper*. 2011. No. 158. 40 p.
23. Kabashi R. Macroeconomic effects of fiscal policy in the European Union, with particular reference to transition countries. *Public Sector Economics*. 2017. Vol. 41. No. 11. P. 39–69.
24. Marattin L., Salotti S. On the usefulness of governments pending in the EU area. *Journal of Socio-Economics*. 2011. Vol. 40. Issue 6. P. 780–795.
25. Fiscal Multipliers in the Euro Area / P. Burriel, F. De Castro, D. Garrote et al. *Revista de Economía y Estadística*. 2010. Vol. XLVIII. No. 2. P. 7–27.
26. Barrell R., Holland B., Hurst I. Fiscal multipliers and prospects for consolidation. *OECD Journal: Economic Studies*. 2012. Vol. 1. P. 71–102.
27. Born B., Müller G. J., Pfeifer J. Does austerity pay off? *CEPR Discussion Papers*. 2015. No. 10425. P. 1–55.
28. Auerbach A. J., Gorodnichenko Y. Fiscal multipliers in recession and expansion. *Fiscal policy after the financial crisis* / A. Alesina and, F. Giavazzi (eds.). Chicago : University of Chicago Press, 2013. P. 63–98.
29. Corsetti G., Meier A., Müller G. J. What determines government spending multipliers. *Economic Policy*. 2012. Vol. 27. No. 72. P. 521–565.
30. Ilzetzki E., Mendoza E., Végh C. How big (small?) are fiscal multipliers? *Journal of Monetary Economics*. 2013. Vol. 60. Issue 2. P. 239–254.
31. Strobel F. Fiscal Retrenchment and Sovereign Risk. *Working Papers*. 2015. No. 7. P. 1–23.
32. Fragetta M., Tamborini R. It's Not Austerity. Or is it? Assessing the effect of austerity on growth in Europe, 2010–2015. *Working Paper*. 2017. No. 10. P. 1–44.
33. Gómez-Puiga M., Sosvilla-Rivero S. Public debt and economic growth: Further evidence for the euro area. *Acta Oeconomica*. 2018. Vol. 68. Issue 2. P. 209–229.
34. Minea A., Villieu P. Persistent Deficit, Growth, and Indeterminacy. *Macroeconomic Dynamics*. 2012. Vol. 16. Suppl. 2. P. 267–283.
35. Cugnasca A., Rother P. Fiscal multipliers during consolidation: evidence from the European Union. *ECB Working Paper Series*. 2015. No. 1863. P. 1–32.
36. Governments and Promised Fiscal Consolidations: Do They Mean What They Say? / S. Gupta, J. Tovar Jalles, C. Mulas-Granados, M. Schena. *IMF Working Paper*. 2017. No. 39. P. 1–36.

### References

1. Alesina, A., Barbiero, O., Giavazzi, F., & Paradisi, M. (2015). Austerity in 2009–2013. *Economic Policy*, Vol. 30, Iss. 83, 385–437.
2. Botta, A. (2016). The Theoretical Weaknesses of the Expansionary Austerity Doctrine. *Greenwich Papers in Political Economy*, 34, 1–30.
3. Demopoulos, D., Yannacopoulos, N. (2018). The Myth of the Expansionary Fiscal Contraction. *Working Paper Series*, 2, 1–14.

4. Diaz-Roldon, C. (2017). Fiscal Performance in Monetary Unions: How Much Austerity Should Be Allowed? *PANOECONOMICUS*, Vol. 64, Iss. 1, 61–76.
5. Jordà, Ò., Taylor, A. M. (2016). The Time for Austerity: Estimating the Average Treatment Effect of Fiscal Policy. *The Economic Journal*, Vol. 126, Iss. 590, 219–255.
6. Heimberger, P. (2015). Did Fiscal Consolidation Cause the Double Dip Recession in the Euro Area? *ICAE Working Paper Series*, 41, 1–21.
7. Rannenberg, A., Schoder, C., & Stráský, J. (2015). The macroeconomic effects of the Euro Area's fiscal consolidation 2011–2013: A simulate on-based approach. *IMK Working Paper*, 156, 1–34.
8. Seccareccia, M. (2012). The Role of Public Investment as Principal Macroeconomic Tool to Promote Long-Term Growth. *International Journal of Political Economy*, Vol. 40, No. 4, 62–82.
9. Cochrane, J. H. (2011). Understanding policy in the great recession: Some unpleasant fiscal arithmetic. *European Economic Review*, Vol. 55, Iss. 1, 2–30.
10. Corsetti, G., Kuester, K., Meier, A., & Müller, G. J. (2013). Sovereign Risk, Fiscal Policy, and Macroeconomic Stability. *Economic Journal*, Vol. 123, Iss. 156, F99–F132.
11. Geiger, M., Luhan, W., & Scharler, J. (2016). When do fiscal consolidations lead to consumption booms? Lessons from a laboratory experiment. *Journal of Economic Dynamics & Control*, Vol. 69, Iss. 1, 1–20.
12. Heltom, R., Lubik, T. (2013). Is Fiscal Austerity Good for the Economy? *Policy Brief*, 9, 1–5.
13. Giavazzi, F., Pagano, M. (1990). Can Severe Fiscal Contractions Be Expansionary? Tales of Two Small European Countries. *NBER Macroeconomics Annual*, 5, 75–122.
14. Alesina, A., Ardagna, S. (2010). Large changes in fiscal policy: taxes versus spending. *Tax Policy and the Economy*, 24, 35–68.
15. Kim, H., Jia, B. (2018). Assessing the Role of Sentiment in the Propagation of Fiscal Stimulus. *AU Working Paper*, 8, 1–28.
16. McManus, R., Ozkan, G., & Trzeciakiewicz, D. (2015). Expansionary contractions and fiscal free lunches: too good to be true? *Discussion Papers in Economics*, 28, 1–21.
17. Skott, P., Ryoo, S. (2014). Public debt in an OLG model with imperfect competition: long-run effects of austerity program and changes in the growth rate. *BE Journal of Macroeconomics*, Vol. 14, No. 1, 533–552.
18. Jayadev, A., Konczal, M. (2010). The Boom Not the Slump: The Right Time for Austerity. *Economics Faculty Publication Series*, 26, 1–8.
19. Perotti, R. (2011). The “Austerity Myth”: Gain Without Pain? *NBER Working Paper*, 17571, 1–57.
20. Müller, G. J. (2014). The Debate over Austerity. *International Finance*, Vol. 17, No. 3, 403–418.
21. Kataryniuk, I., Valles, J. (2015). Fiscal Consolidation after the Great Recession: The Role of Composition. *Documentos de Trabajo*, 1515, 1–26.
22. Guajardo, J., Leigh, D., & Pecatori, A. (2011). Expansionary Austerity: New International Evidence. *IMF Working Paper*, 158.
23. Kabashi, R. (2017). Macroeconomic effects of fiscal policy in the European Union, with particular reference to transition countries. *Public Sector Economics*, Vol. 41, No. 11, 39–69.
24. Marattin, L., Salotti, S. (2011). On the usefulness of governments pending in the EU area. *Journal of Socio-Economics*, Vol. 40, Iss. 6, 780–795.
25. Burriel, P., De Castro, F., Garrote, D. et al. (2010). Fiscal Multipliers in the Euro Area. *Revista de Economía y Estadística*, Vol. XLVIII, No. 2, 7–27.
26. Barrell, R., Holland, B., & Hurst, I. (2012). Fiscal multipliers and prospects for consolidation. *OECD Journal: Economic Studies*, No. 1, 71–102.

27. Born, B., Müller, G. J., & Pfeifer, J. (2015). Does austerity pay off? *CEPR Discussion Papers*, 10425, 1–55.
28. Auerbach, A. J., Gorodnichenko, Y. (2013). Fiscal multipliers in recession and expansion. In A. Alesina and F. Giavazzi (Eds.). *Fiscal policy after the financial crisis* (pp. 63–98). Chicago: University of Chicago Press.
29. Corsetti, G., Meier, A., & Müller, G. J. (2012). What determines government spending multipliers. *Economic Policy*, Vol. 27, No. 72, 521–565.
30. Ilzetzki, E., Mendoza, E., & Végh, C. (2013). How big (small?) are fiscal multipliers? *Journal of Monetary Economics*, Vol. 60, Iss. 2, 239–254.
31. Strobel, F. (2015). Fiscal Retrenchment and Sovereign Risk. *Working Papers*, 7, 1–23.
32. Fragetta, M., Tamborini, R. (2017). It's Not Austerity. Or is it? Assessing the effect of austerity on growth in Europe, 2010-2015. *Working Paper*, 10, 1–44.
33. Gómez-Puiga, M., Sosvilla-Rivero, S. (2018). Public debt and economic growth: Further evidence for the euro area. *Acta Oeconomica*, Vol. 68, Iss. 2, 209–229.
34. Minea, A., Villieu, P. (2012). Persistent Deficit, Growth, and Indeterminacy. *Macroeconomic Dynamics*, Vol. 16, Suppl. 2, 267–283.
35. Cugnasca, A., Rother, P. (2015). Fiscal multipliers during consolidation: evidence from the European Union. *ECB Working Paper Series*, 1863, 1–32.
36. Gupta, S., Tovar Jalles, J., Mulas-Granados, C., & Schena, M. (2017). Governments and Promised Fiscal Consolidations: Do They Mean What They Say? *IMF Working Paper*, 39, 1–36.