

УДК 336.153.2:339.564(477)

ВДОВИЧЕНКО Артем, к. е. н., доцент Університету державної фіскальної служби України;
ЗУБРИЦЬКИЙ Артур, здобувач Університету державної фіскальної служби України

ФІСКАЛЬНІ ТА МОНЕТАРНІ ІНСТРУМЕНТИ СТИМУЛЮВАННЯ ЕКСПОРТУ В УКРАЇНІ

Здійснено теоретичний аналіз можливих каналів впливу на експорт фіскальної та монетарної політики. Виявлено, що позитивний вплив девальвації обмінного курсу у малих відкритих економіках стримується через ряд об'єктивних та суб'єктивних факторів. Окреслено механізми впливу фіскальної консолідації на національний експорт у контексті стабілізації системи публічних фінансів України.

Ключові слова: фіскальна політика, монетарна політика, стимулювання експорту, девальвація обмінного курсу, фіскальна консолідація.

Вдовиченко А., Зубрицкий А. Фискальные и монетарные инструменты стимулирования экспорта в Украине. Проведен теоретический анализ возможных каналов влияния на экспорт фискальной и монетарной политики. Вывявлено, что положительное влияние девальвации обменного курса в малых открытых экономиках сдерживается в связи с рядом объективных и субъективных факторов. Очерчены механизмы влияния фискальной консолидации на национальный экспорт в контексте стабилизации системы публичных финансов Украины.

Ключевые слова: фискальная политика, монетарная политика, стимулирование экспорта, девальвация обменного курса, фискальная консолидация.

Постановка проблеми. Збільшення національного експорту є одним з пріоритетів урядів як розвинених країн, так і тих, що розвиваються. Особливо це стосується малих відкритих економік, для яких обсяг та структура експорту є важливими факторами зростання [1; 2]. Проте загострення конкуренції на світових товарних ринках як наслідок лібералізації міжнародної торгівлі – серйозна загроза розвитку експортних секторів таких економік. Експортна діяльність пов'язана з наявністю значних безповоротних витрат, що мають здійснити фірми, які вперше виходять на світові товарні ринки, що стримує експортну активність національних товаровиробників [3–5].

З огляду на це, постає необхідність у проведенні активної державної політики, спрямованої на підтримку та стимулювання національного експорту. Традиційним механізмом для цього є монетарна політика. Проте рецесія світової економіки 2008–2009 рр. показала, що у деяких ситуаціях вона може бути недієвою, наприклад, при

функціонуванні економіки в умовах валютного союзу, наближенні ставки відсотка до нульового значення (*zero lower bound*) або підтримці режиму фіксованого валютного курсу у політичних цілях діючого уряду. У таких випадках виникає потреба у пошуку альтернативних інструментів стимулювання національного експорту.

Одним із найбільш потужних механізмів, що зазвичай розглядається як альтернатива монетарним стимулам, є фіскальна політика. Дослідження можливостей використання фіскальних інструментів в умовах низької ефективності стимулів монетарної політики необхідні у контексті побудови ефективної стратегії стимулювання національного експорту.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. В академічній літературі здебільшого аналізується взаємозв'язок фіскальної політики та експорту у контексті дослідження гіпотези "подвійного дефіциту", яка вперше була висунута М. Фельдштейном [6]. Сутність цієї економічної концепції базується на припущенні щодо наявності позитивної кореляції між фіскальним балансом та балансом рахунку поточних операцій (РПО).

Гіпотеза "подвійного дефіциту" не має однозначного емпіричного підтвердження. У статті М. Бекстера на прикладі США змодельовано вплив двох основних інструментів фіскальної політики – збільшення видатків, що не компенсується підвищенням податкових надходжень, та скорочення ставок податків за умови незмінності видатків – на баланс поточного рахунку. Розрахунки показують, що, незалежно від виду фіскального шоку, підвищення дефіциту бюджету у розмірі 1 % ВВП призводить до погіршення балансу поточних операцій на 0.5 % ВВП [7]. За допомогою динамічної моделі рівноваги відкритої економіки К. Дж. Ерцег та ін. оцінюють кількісні ефекти аналогічних фіскальних шоків на зовнішньоторговельний баланс* США протягом 1980–2004 рр. Зростання державних видатків та скорочення податків, що фінансуються за рахунок дефіциту бюджету, у розмірі 1 % ВВП, призводять до погіршення зовнішньоторговельного балансу на 0.15 % ВВП та 0.12 % ВВП відповідно [8].

Як наголошують Дж. Блюдорн та Д. Лей, традиційні підходи, що використовуються для оцінки впливу фіскальної політики на баланс РПО, генерують занижені результати через некоректний вибір індикаторів фіскальної політики та зворотну казуальність. Натомість з метою ідентифікації фіскальних змінних науковці пропонують дискреційний підхід, який враховує заходи фіскальної політики, що реалізувалися виключно з метою коригування фіскального балансу аналізованих країн, а не у відповідь на короткострокові економічні виклики. На основі застосування цього підходу до вибірки з 17 країн-членів

*Зовнішньоторговельний баланс, який являє собою сальдо експорту-імпорту товарів та послуг, є найбільш вагомим елементом рахунку поточних операцій.

ОЕСР протягом 1978–2009 рр. автори роблять висновок, що гіпотеза "подвійного дефіциту" підтверджується. Згідно з проведеними оцінками фіскальна консолідація у розмірі 1% ВВП покращує баланс РПО приблизно на 0.6 % ВВП [9]. Схожі результати отримані також С. Аббас у межах вибірки з 135 країн, включаючи країни з низьким рівнем доходу та такі, що розвиваються. Розрахунки демонструють, що покращання фіскального балансу країни на 1 % ВВП приводить до поліпшення балансу РПО у середньому на 0.2–0.3 % ВВП [10].

Натомість ряд емпіричних досліджень засвідчив, що зв'язок фіскальної політики та рахунку поточних операцій не є однозначним. На основі використання векторного авторегресійного підходу для економіки США протягом 1973–2007 рр. С. Кім та Н. Рубіні відхиляють гіпотезу подвійного дефіциту. За результатами моделювання автори стверджують, що експансіоністська фіскальна політика приводить до поліпшення РПО [11]. На основі моделі раціональних очікувань для економіки Іспанії (*REMS* М. Кардозо та Р. Доменек) доводять слабкість взаємозв'язку фіскальної політики та поточного рахунку. Як основну причину коригування поточного рахунку вони розглядають шоки випуску, які компенсували ефекти фіскальної політики [12]. Аналогічного висновку доходить Н. Ван Бон на основі використання панельних даних для десяти економік країн Азії протягом 1985–2012 рр. [13].

Емпіричні дослідження показують, що ефекти впливу фіскальної політики на баланс рахунку поточних операцій є невизначеними. З іншого боку, баланс РПО та зовнішньоторговельний баланс, який є його складовою, являють собою комплексні показники. Зовнішньоторговельний баланс формується як різниця експорту та імпорту товарів і послуг. При цьому імпорт у цілому більш чутливий до інструментів фіскальної політики, оскільки входить до бази оподаткування та становить значну частку у структурі національного споживання більшості країн. Зважаючи на це, дослідження гіпотези "подвійного дефіциту" не дає змоги ідентифікувати вплив фіскальної політики конкретно на товарний експорт.

Останнім часом, з огляду на вказані обмеження, науковці активно досліджують вплив фіскальних інструментів безпосередньо на товарний експорт. За допомогою поєднання панельної векторної авторегресійної моделі та панельної моделі зовнішньої торгівлі Р. Беетсма та ін. оцінюють ефекти фіскальних імпульсів на двосторонній реальний експорт 11 країн-членів ЄС протягом 1965–2002 рр. Відповідно до цього підходу протягом перших двох років внутрішній фіскальний імпульс у розмірі 1 % ВВП за рахунок підвищення державних видатків приводить до зростання експорту країни-торговельного партнера на 2.3 %. Фіскальний імпульс за рахунок зниження податків аналогічного обсягу збільшує експорт країни-торговельного партнера на 0.6 %. Крім того, автори наголошують, що в умовах валютного союзу взаємно вигідним

для торговельних партнерів є запровадження синхронних фіскальних імпульсів [14].

С. Бек та А. Чавес тестують вплив податкового навантаження на експорт із застосуванням гравітаційних моделей панельних даних з фіксованими ефектами до бази даних по 25 країнах ОЕСР за 1970–2006 рр. Відповідно до результатів моделювання підвищення податкового навантаження статистично значимо негативно впливає на експорт [15].

Використовуючи панельні дані для десяти країн ЄС, П. Боріс та ін. аналізують вплив фіскальної політики на експорт протягом 1995–2011 рр. Відповідно до проведених розрахунків експорт демонструє зростання на 1.57 % у відповідь на скорочення видатків бюджету в обсязі 1 % ВВП. Однак фіскальна консолідація, що базується на підвищенні податків у розмірі 1 % ВВП, призводить до скорочення експорту на 1.17 %. Отже, фіскальна консолідація, в основу якої покладено скорочення видатків бюджету, може розглядатися як експансивна, з точки зору стимулювання експорту [16].

Окремо необхідно виділити дослідження Р. Біста та ін., у якому авторами шляхом внесення до стандартної гравітаційної моделі зовнішньої торгівлі фіскальних змінних встановлено, що фіскальна консолідація здійснює позитивний статистично значимий вплив на експорт. Для ідентифікації епізодів фіскальної консолідації використовуються два підходи: А. Алесіна та С. Арданья [17] у межах вибірки, що охоплює 21 розвинену країну протягом 1970–2007 рр., та П. Деврі [18] на вибірці з 17 розвинених країн протягом 1978–2009 рр.

Відповідно до оцінок, здійснених у межах першого підходу, протягом трьох років після епізоду фіскальної консолідації сукупний експорт зростає на 7.7 %. Другий підхід демонструє ще більш оптимістичний результат – зростання експорту на 17.4 % протягом трьох років після епізоду консолідації.

Крім того, науковці доводять нейтральний ефект синхронної фіскальної консолідації та фіскальної консолідації в умовах валютного союзу. На основі цього спостереження зроблено висновок, що основним каналом впливу фіскальної девальвації на експорт є обмінний курс [19].

У вітчизняній та зарубіжній академічній науці існують численні дослідження, присвячені аналізу впливу окремих інструментів монетарної та фіскальної політики на експорт. При цьому загальні аспекти впливу ефектів монетарної політики на експорт залишаються поза увагою, проте визначено, що в умовах економіки України у монетарної політики може бути нижчий стимулювальний потенціал щодо експорту порівняно з фіскальною політикою.

Наразі в Україні відсутній комплексний аналіз відносних переваг та недоліків щодо використання інструментів фіскальної та монетарної політики для стимулювання товарного експорту. Такий аналіз є важливим етапом побудови ефективної стратегії державної підтримки та стимулювання вітчизняного експорту.

Метою статті є комплексний аналіз ефектів використання інструментів монетарної та фіскальної політик та їх впливу на вітчизняний експорт, а саме ідентифікація факторів, які знижують ефективність девальвації обмінного курсу як основного монетарного інструменту стимулювання експорту в Україні, а також дослідження позитивних каналів впливу політики фіскальної консолідації на національний експорт.

Матеріали та методи. Теоретичною базою статті є іноземна та вітчизняна академічна література, а також публікації міжнародних економічних організацій, у яких досліджені перспективи використання інструментів фіскальної та монетарної політики з метою стимулювання національного експорту.

Методологічною основою статті є аналіз фундаментальних і прикладних досліджень щодо можливостей використання інструментів фіскальної та монетарної політики у контексті стимулювання національного експорту та синтез їх основних результатів з метою порівняння впливу потенційних ефектів фіскальної та монетарної політик на національний експорт в Україні, враховуючи зовнішньоторговельні, інтеграційні та інституційні обмеження, притаманні малим відкритим економікам.

Результати дослідження. Традиційним монетарним інструментом стимулювання експорту є девальвація номінального обмінного курсу. Позитивний ефект девальвації обмінного курсу виявляється, з одного боку, в отриманні експортерами девальваційного доходу та створенні можливостей зниження ціни національного експорту в іноземній валюті, а з іншого – у підвищенні ціни імпортованих товарів всередині національної економіки. Таким чином, девальвація номінального обмінного курсу має стимулювати зростання чистого експорту та посилення конкурентних позицій вітчизняних експортерів.

Проте функціонування національних економік в умовах недосконалості ринкових механізмів свідчить про неоднозначність впливу девальвації обмінного курсу на обсяги товарного експорту. Яскравим підтвердженням цього є зниження експорту України у 2014 р. порівняно з попереднім роком більш ніж на 9.5 млрд дол. США (13.5 %), що відбулося на тлі різкої девальвації гривні. Хоча основними факторами такого зниження у 2014 р. була втрата значної частини ринку Російської Федерації, тимчасова окупація індустриальних районів Донбасу та АР Крим, а також активні бойові дії, недовіра до валютної девальвації відобразилася в експортних тенденціях 2015 р. Так, протягом першого півріччя 2015 р. український експорт продемонстрував подальше зниження на 10 млрд дол. США (35 %) [20]. Тобто підвищення цінової конкурентоспроможності українських товарів на існуючих ринках (у т. ч. ЄС), яке мало б стати закономірною реакцією на девальвацію гривні, не відбулося. Основним драйвером українського експорту у першому півріччі 2015 р. стала географічна диверсифікація, тобто

налагодження торговельних відносин з країнами, що раніше мали незначну частку у сукупному вітчизняному експорті.

Численні дослідження зв'язків між валютним курсом та динамікою зовнішньої торгівлі виділяють ряд факторів, що знижують ефективність стимулювання експорту за допомогою валютної девальвації. Розглянемо ці фактори більш детально.

Низька еластичність попиту на експорт та імпорт. Відповідно до умови Маршалла–Лернера, реальна валютна девальвація (підвищення реального обмінного курсу) сприяє покращанню торговельного балансу, якщо абсолютна сума еластичності зарубіжного попиту на вітчизняний експорт та національного попиту на імпорт є вищою за одиницю. Як правило, високою еластичністю попиту характеризується експорт сировинних та низькотехнологічних продуктів, які мають значну кількість субститутів на світовому ринку. Підвищення технологічного рівня номенклатури національного експорту знижує еластичність попиту. Хоча у структурі експорту України переважають товари з низьким рівнем доданої вартості, еластичність попиту на національний експорт знижується через такі причини:

- за допомогою фінансових інструментів (таких, як свопи та ф'ючерси) національні експортери можуть хеджувати свої довгострокові валютні ризики, таким чином фіксуючи певний валютний курс у експортних контрактах. Такі інструменти позбавляють експортерів можливості скористатися створеними ціновими перевагами [21];

- у більшості експортних секторів Україна не має цінової влади на світовому ринку, тому ціни на національний експорт можуть вважатися екзогенно заданими [22].

З іншого боку, значна енергозалежність економіки України зумовлюватиме відповідну реакцію торговельного балансу на девальвацію національної валюти. Як зазначає В. Кононенко, імпорт енергоносіїв традиційно не надто чутливий до змін цін та валютного курсу. Тому при проведенні валютної політики в Україні потрібно враховувати, що девальвація національної валюти збільшить вартість імпорту без істотного скорочення його обсягів, насамперед в енергетичному секторі [23].

Основою вітчизняного експорту є продукція сільського господарства, металургійної та хімічної промисловості. Частка світового ринку, яку займає Україна в експорті більшості зазначених товарів, є незначною, що позбавляє вітчизняних експортерів цінової влади. Крім того, зростання національного експорту продукції відповідних галузей суттєво обмежене нетарифними бар'єрами торговельних партнерів, а також біржовими умовами реалізації таких експортних товарів.

Водночас, структура зовнішньої торгівлі України характеризується наявністю значної частки критичного експорту, який не може бути замінений вітчизняними субститутами. Критичний імпорт є фактором зниження еластичності імпортного попиту.

Ефект J-кривої. Уперше відмінності довго- та короткострокового впливу девальвації національної валюти на зовнішньоторговельний баланс описані С. Магі [24]. Цей ефект дістав назву *J-кривої*, і його сутність полягає в тому, що у короткостроковому періоді вплив валютної девальвації призводить до погіршення торговельного балансу, тоді як у довгостроковому – зумовлює його покращання. Теоретично сальдо зовнішньоторговельного балансу одразу після валютної девальвації погіршується та через певний період починає покращуватися, поки не досягає своєї довгострокової рівноваги. Таке явище обумовлено здорожчанням імпорту. Часовий лаг зростання експорту може бути пояснений кількома причинами:

- після реальної девальвації валюти експортерам потрібен певний час, щоб проаналізувати зміни ринкової конкурентоспроможності власної продукції. На міжнародних ринках цей процес є більш тривалим, порівняно з внутрішнім ринком, у зв'язку з великими відстанями до ринків призначення, особливостями культури та специфікою ведення бізнесу;
- потрібен певний часовий період для прийняття бізнес-рішень щодо вибору нових експортних ринків, оскільки такі рішення пов'язані з підприємницьким ризиком;
- існує лаг, пов'язаний з доставкою продукції, експортні контракти щодо якої укладено після цінового шоку, зумовленого валютною девальвацією;
- закупівля нової сировини може бути відкладена з метою використання наявних запасів;
- фірма-експортер може тимчасово призупинити виробництво до моменту, поки не буде впевненості в тому, що наявний стан ринку забезпечує можливості прибуткової діяльності [25].

Використовуючи структурні векторні авторегресії для квартальних даних по Україні за 2001–2012 рр., С. Ніколайчук виявив, що позитивний вплив номінального шоку (реальної девальвації національної валюти) на торговельний баланс не є миттєвим. Відповідно до результатів моделювання реакція торговельного балансу на номінальний шок у першому кварталі близька до нуля, а медіана відгуків є меншою від нуля. Водночас довгостроковий вплив реальної девальвації на обсяги попиту і стан торговельного балансу є позитивним. Це свідчить про наявність ефекту *J-кривої* для України [26]. Аналогічного висновку доходить О. Береславська на підставі аналізу динаміки показників зовнішньої торгівлі й обмінного курсу гривні у 1993–2008 рр. Знецінення обмінного курсу мало позитивний ефект на торговельний баланс України лише у довгостроковому періоді, тоді як протягом 1998–1999 рр. (8 кварталів) відповідний ефект не був виявлений. Дані спостереження підтверджують наявність ефекту *J-кривої*. Причини цього автор вбачає у використанні нецінових інструментів захисту внутрішніх ринків країн,

що є основними торговельними партнерами України, значній залежності вітчизняних експортерів від проміжного споживання імпорту та зростанні девальваційних очікувань експортерів [27].

Емпіричні підтвердження наявності ефекту *J*-кривої знайдені також для окремих країн ЄС [28], Латинської Америки [29] та Африки [30].

Низька ефективність монетарної девальвації у контексті стимулювання національного експорту пов'язана також із механізмом проведення таких девальвацій в Україні. Девальвація курсу гривні завжди мала характер шокової, не анонсувалася урядом та була різкою. Подібні валютні шоки однозначно підвищують тривалість лагу позитивної реакції експорту на знецінення національної грошової одиниці, оскільки створюють значну невизначеність щодо умов ведення бізнесу у майбутньому та "заморожують" частину бізнес-операцій.

Висока частка проміжного споживання імпорту у національному експорті. Наслідком лібералізації світової торгівлі є процеси інтернаціоналізації виробництва, що поширюються у формі вертикальної спеціалізації у зовнішній торгівлі. Традиційний індикатор лібералізації – імпортна складова експорту, що, за визначенням ОЕСР, є часткою проміжного споживання імпорту, яка використовується для виробництва національного експорту [31]. У попередніх дослідженнях за допомогою методик, які базуються на використанні даних міжгалузевого балансу, встановлено, що для України цей показник упродовж 2009–2012 рр. стабільно перевищував 30 % [32; 33].

Одним із наслідків девальвації національної валюти є підвищення ціни імпорту. Зростання вартості імпортного проміжного споживання у короткостроковій перспективі може знижувати обсяги виробництва експортної продукції, оскільки експортерам потрібен час, щоб адаптуватися до нових ринкових умов. У довгостроковому періоді підвищення вартості імпортної проміжної сировини та матеріалів компенсує позитивні ефекти девальвації національної валюти у вигляді можливостей зниження ціни національного експорту.

Слабкий попит на зовнішніх ринках. Позитивні ефекти, які теоретично справляє девальвація національної валюти на національний експорт, можуть нівелюватися падінням попиту всередині країн, що є основними торговельними партнерами. Слабкий зовнішній попит компенсує ефекти підвищення цінової конкурентоспроможності національного експорту. На користь цього аргументу висловлюється М. Еміті в дослідженні, де на прикладі Бельгії показано, що ефект девальвації національної валюти є нижчим для експортерів, які мають значну частку на ринку країн-торговельних партнерів [34].

Географічна диверсифікація українського експорту досить низька, цільові ринки багатьох експортних позицій обмежені кількома країнами. Загальний кон'юнктурний спад світової економіки в цілому та економік країн, що є основними цільовими ринками експортної про-

дукції зокрема, може повністю нівелювати позитивні ефекти девальвації обмінного курсу. Крім того, низька географічна диверсифікація експорту пов'язана з високими політичними ризиками, результатом реалізації яких є падіння експорту внаслідок погіршення відносин з торговельними партнерами, прикладом чого є зовнішня торгівля між Україною та РФ.

Бажання експортерів максимізувати прибуток. Відповідно до економічної теорії девальвація національної валюти дає змогу експортерам знизити ціну на власну продукцію. За рахунок цього її цінова конкурентоспроможність підвищується, експортери максимізують обсяги реалізації та розширюють свою частку на світовому ринку. Таким чином, ефект девальвації національної валюти має виявлятися через підвищення обсягів експорту.

На практиці експортери часто залишають ціни в іноземній валюті незмінними, таким чином підвищуючи власний прибуток за рахунок девальваційного доходу. Особливо така ситуація помітна під час рецесії економіки, коли основною метою експортерів є стабілізація власного фінансового стану, а не експансія на зовнішні ринки.

Девальвація обмінного курсу як інструмент стимулювання експорту може бути ефективною у випадку наявності приватно-публічного партнерства, під яким необхідно розуміти комунікацію держави та експортерів, у процесі якої держава чітко заявляє про курс на деяке послаблення національної грошової одиниці в інтересах експортерів, а останні зобов'язуються використати його з максимальною суспільною вигодою через збільшення обсягів експорту.

Таким чином, в умовах слабкості інституційного забезпечення та високої залежності національної економіки від тенденцій світового ринку дієвість монетарної політики у контексті нарощування обсягів експорту суттєво знижується. Іншим механізмом стимулювання експортерів, що залишається в розпорядженні держави, є фіскальна політика. Застосування інструментів фіскальної політики передбачає нижчі вимоги до якості функціонування ринкового механізму та забезпечує швидкий трансфер ресурсів між державою та суб'єктами господарювання.

Малі відкриті економіки, як правило, суттєво обмежені у використанні публічних фінансових ресурсів для стимулювання економіки. Це пов'язано зі слабкою економікою, значними обсягами державного боргу та тиском на уряд з боку кредиторів. Такі обставини звужують простір для використання експансійної фіскальної політики. Світова фінансова криза загострила інтерес до вивчення можливих ефектів політики фіскальної консолідації. Як свідчить огляд наукової літератури, існує досить багато досліджень, що підтверджують позитивний вплив фіскальної консолідації на економічне зростання та експорт як один з каналів його забезпечення.

Для країн на зразок України, що характеризуються високим рівнем перерозподілу ВВП через систему публічних фінансів, великими обсягами державного боргу та значним соціальним навантаженням на систему державних фінансів, варіант реалізації політики фіскальної консолідації є більш привабливим. З огляду на це, варто розглянути потенційні канали позитивного впливу фіскальної політики на національний експорт.

Формування позитивних очікувань економічних агентів. Як свідчать емпіричні дослідження, рішення щодо виходу фірми на експортні ринки пов'язане зі значними безповоротними витратами (*sunk costs*). Скорочення бюджетного дефіциту та стабілізація системи державних фінансів, які є метою фіскальної консолідації, приводять до зниження невизначеності та підвищення довіри економічних агентів до уряду. Наслідком фіскальної консолідації може бути підвищення готовності бізнесу здійснювати безповоротні витрати експорту, таким чином інвестуючи у вихід на світовий ринок. Результатом цього є підвищення обсягів експорту у відповідь на політику фіскальної консолідації [19].

Така реакція на політику фіскальної консолідації передбачає "рікардіанську" поведінку експортерів, тобто раціональну оцінку дій держави з оздоровлення системи державних фінансів та відповідну реакцію шляхом прийняття ризиків виходу на світовий ринок. Реальні поведінкові ефекти економічних агентів можуть суттєво відрізнятися від раціональних. Особливо це стосується країн, що розвиваються, до яких належить і Україна. Подібні відмінності послаблюють позитивний вплив фіскальної консолідації на національний експорт.

Девальвація національної валюти. Фіскальна консолідація, як правило, призводить до зниження процентних ставок, оскільки держава знижує обсяги запозичень у зовнішніх та внутрішніх інвесторів. Скорочення попиту на фінансові ресурси обумовлює зниження їх ціни. З іншого боку, центральні банки з метою компенсації пом'якшення впливу фіскальної консолідації на споживання та інвестиції можуть знижувати процентні ставки. Унаслідок цього привабливість інвестиційних фінансових інструментів всередині країни, що проводить фіскальну консолідацію, стає нижчою. Оптимізація інвестиційних рішень внутрішніх та зовнішніх інвесторів спричиняє відплив капіталу, який погіршує сальдо поточного рахунку. Як наслідок, фіскальна консолідація призводить до девальвації національної валюти. Відповідно до розрахунків експертів МВФ фіскальна консолідація у розмірі 1 % ВВП спричиняє знецінення національної валюти на 1.1 % та збільшення внеску чистого експорту до ВВП у розмірі 0.5 % [35]. У свою чергу, девальвація обмінного курсу є традиційним інструментом стимулювання експорту.

Емпіричні результати дослідження взаємозв'язку фіскальної консолідації та обмінного курсу не є однозначними. На основі використання

SVAR-підходу для чотирьох країн ОЕСР (США, Великобританія, Канада, Австралія) Т. Моначеллі встановлено, що зростання витрат уряду, як правило, зумовлює знецінення реального обмінного курсу і дефіцит зовнішньоторговельного балансу [36]. А. Афонсо ідентифікує аналогічний вплив зростання державних видатків на реальний обмінний курс. Разом з тим шок податкових надходжень призводить до підвищення реального ефективного обмінного курсу [37].

Цьому каналу впливу фіскальної консолідації на національний експорт можуть бути притаманні всі зазначені стримуючі фактори. Оскільки девальвація внаслідок впливу фіскальної політики на рух капіталу радше буде помірною, варто очікувати, що її позитивний вплив на національний експорт характеризуватиметься меншим часовим лагом і буде прогнозованим для експортерів.

Зниження вартості робочої сили. Фіскальна консолідація, що базується на зниженні витрат уряду, призводить до скорочення попиту на робочу силу в державному секторі та галузях, які обслуговують державні закупівлі. Унаслідок цього вартість робочої сили знижується, що підвищує цінову конкурентоспроможність експорту і може стати фактором експортної експансії. Крім того, скорочення розміру державного сектора економіки призводить до переміщення ресурсів у приватний сектор, а саме той його сегмент, що продукує товари, які можуть вільно продаватися (*tradables*). Таким чином, відбувається підвищення продуктивності експортного сектора економіки.

Підвищення прямих податків на доходи домогосподарств та бізнесу не стимулює зростання експорту, а сприяє покращанню зовнішньоторговельного балансу завдяки скороченню попиту на імпортні товари. Підвищення соціальних внесків та інших непрямих податків (наприклад, енергетичних акцизів) стимулюють дефіцит зовнішньоторговельного балансу. Ці канали впливу фіскальної консолідації на експорт розглянуто А. Тагкалакісом на прикладі економіки Греції протягом 2000–2013 рр. [38].

Потенційний позитивний вплив цього каналу на вітчизняний експорт може стримуватися кейнсіанськими жорсткостями в економіці, відповідно до яких заробітні плати у державному секторі не реагують на зниження державних видатків миттєво. Скорочення заробітних плат у відповідь на фіскальну консолідацію через бюджетні видатки відбувається з певним лагом у зв'язку із закріпленням на законодавчому рівні у межах фіскального року. Відповідно, зниження вартості робочої сили може відбутися лише у наступному фіскальному році.

Проведений огляд каналів позитивного впливу на національний експорт, свідчить, що висновок стосовно їх можливої ефективності в Україні не може бути однозначним. Вітчизняні експортери навряд чи можуть вважатися класичними рікардіанськими суб'єктами господарювання, що симетрично реагують на запровадження інструментів

державної політики, а вплив фіскальної консолідації на цінову конкурентоспроможність національного експорту повністю залежить від суб'єктивного рішення самих експортерів. Ефект знецінення грошової одиниці, обумовлений фіскальною консолідацією, залежить від зазначених стримуючих факторів девальвації національної грошової одиниці, хоча вплив останніх буде не настільки критичним.

Висновки. Теоретичний аналіз перспектив використання фіскальної та монетарної політики для стимулювання експорту в Україні дає змогу зробити такі висновки:

- ефективність девальвації національної валюти як традиційного механізму стимулювання експорту в Україні знижується через ряд об'єктивних (висока залежність від кон'юнктури світового ринку як наслідок відкритості економіки, значна частка проміжного споживання імпорту у вартості національного експорту, певний часовий лаг позитивного впливу номінальної девальвації) та суб'єктивних факторів (низька товарна та географічна диверсифікація експорту, бажання експортерів максимізувати прибуток без підвищення цінової конкурентоспроможності експортних товарів). Дія вказаних факторів підтверджується багатьма епізодами валютної девальвації в Україні, що в кінцевому підсумку не справило очікуваного впливу на експорт;

- можливою опцією у контексті стимулювання експорту є реалізація урядом концепції фіскальної консолідації, яка разом з оздоровленням системи державних фінансів може мати експансивний ефект на експорт, виявлений рядом академічних досліджень у зарубіжних країнах. Проте детальний аналіз каналів впливу фіскальної консолідації на експорт дає змогу констатувати їх подібність до каналів, через які монетарна політика впливає на експорт.

Таким чином, в Україні критичного значення у процесі стимулювання експорту інструментами фіскальної та монетарної політик набуває підвищення якості ринкових механізмів та забезпечення приватно-публічного партнерства у сфері зовнішньоекономічної діяльності.

Перспективами подальших досліджень є кількісна оцінка впливу ефектів фіскальної та монетарної політик на експорт України та підбір такого набору інструментів, що сприятиме зміцненню позиції вітчизняних експортерів на світовому ринку з урахуванням інтеграційних пріоритетів та обмежень.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Hausmann R. What You Export Matters [Electronic resource] / R. Hausmann, J. Hwang, D. Rodrik // CID Working Paper. — 2005. — № 123. December. — Access mode : http://www.hks.harvard.edu/var/ezp_site/storage/fckeditor/file/pdfs/centers-programs/centers/cid/publications/faculty/wp/123.pdf.
2. Hausmann R. The Structure of the Product Space and the Evolution of Comparative Advantage [Electronic resource] / R. Hausmann, B. Klinger //

- CID Working Paper. — 2007. — № 146. April. — Access mode : http://www.hks.harvard.edu/var/ezp_site/storage/fckeditor/file/pdfs/centers-programs/centers/cid/publications/faculty/wp/146.pdf.
3. *Roberts M. J.* The Decision to Export in Colombia: An Empirical Model of Entry with Sunk Costs / M. J. Roberts, J. P. Tybout // *American Economic Review*. — 1997. — Vol. 87 (4). — P. 545–564.
 4. *Helpman E.* Estimating trade flows: Trading partners and trading volumes / E. Helpman, M. Melitz, Y. Rubinstein // *Quarterly Journal of Economics*. — 2008. — № 123. — P. 441–487.
 5. *Meinen Ph.* Sunk Costs of Exporting and the Role of Experience in International Trade / Ph. Meinen // *Canadian Journal of Economics*. — 2015. — Vol. 48. — № 1. — Forthcoming.
 6. *Feldstein M.* The Budget Deficit and the Dollar / M. Feldstein // *NBER Working Paper*. — 1986. — № 1898. — 62 p.
 7. *Baxter M.* International Trade and Business Cycles / M. Baxter // *NBER Working Paper*. — 1995. — № 5025. — 70 p.
 8. *Erceg Ch. J.* Expansionary Fiscal Shocks and the Trade Deficit / Ch. J. Erceg, L. Guerrieri, C. Gust // *International Finance Discussion Papers*. — 2005. — № 825. — 45 p.
 9. *Bluedorn J. C.* Fiscal Policy and the Current Account / J. Bluedorn, D. Leigh // *IMF Economic Review*. — 2011. — Vol. 59. — Issue 4. — P. 582–602.
 10. *Ali Abbas S. M.* Fiscal Policy and the Current Account / S. M. Ali Abbas, J. Bouhga-Hagbe, A. Fatás, P. Mauro, R. C. Velloso // *IMF Economic Review*. — 2011. — № 59. — P. 603–629.
 11. *Kim S.* Twin deficit or twin divergence? Fiscal policy, current account, and real exchange rate in the U.S / S. Kim and N. Roubini // *Journal of International Economics*. — 2008. — Vol. 74. — Issue 2. — P. 362–383.
 12. *Cardoso M.* On Ricardian Equivalence and Twin Divergence: The Spanish Experience in the 2009 Crisis / M. Cardoso and R. Doménech ; In: *External Imbalances and Public Finances in the EU* // *European Economy Occasional Papers*. — 2010. — № 66. — P. 31–56.
 13. *Van Bon N.* Current account and fiscal deficits. Evidence of twin divergence from selected developing economies of Asia / N. Van Bon // *Southeast Asian Journal of Economics*. — 2014. — № 2 (2). — 11 p.
 14. *Beetsma R.* Trade Spillovers of Fiscal Policy in the European Union: A Panel Analysis / R. Beetsma, M. Giuliadori and F. Klaassen // *DNB Working Paper*. — 2005. — № 52. — 35 p.
 15. *Beck S.* The Impact of Taxes on Trade Competitiveness / S. Beck and A. Chaves // *Working Paper*. — 2011–09. — 32 p.
 16. *Borys P.* Panel Data Evidence on the Effects of Fiscal Policy Shocks in the EU New Member States / P. Borys, P. Cizkowicz, and A. Rzońca // *Fiscal Studies*. — 2014. — № 2. — Vol. 35. — P. 189–224.
 17. *Alesina A. F.* Large Changes in Fiscal Policy: Taxes Versus Spending / A. F. Alesina, S. Ardagna // *NBER Working Paper*. — 2009. — № 15438. — 37 p.
 18. *Devries P.* A New Action-based Dataset of Fiscal Consolidation / P. Devries, J. Guajardo, D. Leigh and A. Pescatori // *IMF Working Paper*. — 2011. — № 11/28. — 90 p.

19. *Bista R.* Austerity and Exports [Electronic resource] / R. Bista, J. Ederington, J. Minier, B. J. Sheridan. — 2014. — Access mode : http://faculty.bus.lsu.edu/papers/Minier_austerity%20and%20exports%20rev5.pdf.
20. Офіційний веб-сайт Державної служби статистики України [Електронний ресурс]. — Режим доступу : <http://www.ukrstat.gov.ua>.
21. *Hollenbeck F.* Bad Idea: Devaluing Currency to Help Exporters [Electronic resource] / F. Hollenbeck // *Mises Daily*. — 2015. — Access mode : <https://mises.org/library/bad-idea-devaluing-currency-help-exporters>.
22. *Vdovychenko A.* Opportunities for fiscal devaluation in small open economies: the case of Ukraine / A. Vdovychenko, A. Zubrytskyi // *Post-Communist Economies*. — 2015. — № 1. — Vol. 27. — P. 23–40.
23. *Механізм структурних зрушень в економіці України : монографія / В. І. Кононенко, О. О. Веклич, Л. М. Шаблиста та ін.; відпов. ред. В. І. Кононенко.* — К. : Ін-т економіки НАНУ, 2002. — 288 с.
24. *Magee S. P.* Currency Contracts, Pass Through and Devaluation / S. P. Magee // *Brookings Papers of Economic Activity*. — 1973. — № 1. — P. 303–325.
25. *Junz H. B.* Price Competitiveness in Export Trade Among Industrial Countries / H. B. Junz, R. R. Rhomberg // *The American Economic Review*. — 1973. — № 2. — Vol. 63. — P. 412–418.
26. *Ніколайчук С.* Визначення факторів динаміки поточного рахунку платіжного балансу в Україні / С. Ніколайчук, Н. Шаповаленко // *Вісн. Нац. банку України*. — 2014. — № 2. — С. 20–27.
27. *Береславська О. І.* Валютний курс і зовнішня торгівля: теоретичні й емпіричні аспекти взаємозв'язку / О. І. Береславська // *Фінанси України*. — 2009. — № 3. — С. 66–76.
28. *Breuer S.* Who Gains From Nominal Devaluation? An Empirical Assessment of Euro-area Exports and Imports [Electronic resource] / S. Breuer, J. Klose // *World Economy*. — 2014. — № 12/2014. — Access mode : <http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/twec.12241/abstract?userIsAuthenticated=false&deniedAccessCustomisedMessage>.
29. *Hsing Y.* A Study of the J-Curve for Seven Selected Latin American Countries [Electronic resource] / Y. Hsing // *Global Economy Journal*. — 2008. — № 8 (4). — Access mode : http://www2.southeastern.edu/orgs/econjournal/index_files/JIGES%20SAMPLE%20ARTICLE%20BY%20HSING%2010-25-08.pdf.
30. *Hussain M. E.* Is the G-Curve a Reality in Developing Countries / M. E. Hussain, M. Haque // *Journal of Economics and Political Economy*. — 2014. — Vol. 1. — Issue 2. — P. 231–240.
31. *OECD* "Import content of exports", in *OECD Science, Technology and Industry Scoreboard 2011*, OECD Publishing [Електронний ресурс]. — Режим доступу : http://dx.doi.org/10.1787/sti_scoreboard-2011-61-en.
32. *Серебрянський Д. М.* Вертикальна спеціалізація в зовнішній торгівлі країн, що розвиваються: приклад України / Д. М. Серебрянський, А. І. Зубрицький // *Економіка України*. — 2014. — № 8. — С. 19–33.
33. *Зубрицький А. І.* Пріоритетні напрями реалізації експортного потенціалу економіки України : наук.-аналіт. доп. / А. І. Зубрицький, Д. М. Серебрянський. — Ірпінь : НДІ фінансового права, 2015. — 59 с.
34. *Amiti M.* Importers, exporters, and exchange rate disconnect / M. Amiti, O. Itskhoki and J. Konings // *NBB Working Paper*. — 2012. — № 238. — 58 p.

35. Leigh D. Will it hurt? Macroeconomic effects of fiscal consolidation [Electronic resource] / D. Leigh // Chapter at "World Economic Outlook. Recovery, Risk, and Rebalancing". — 2010. — Access mode : <https://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2010/02/pdf/c3.pdf>.
36. Monacelli T. Fiscal policy, the real exchange rate and traded goods / T. Monacelli, R. Perotti // The Economic Journal. — 2010. — № 120 (544). — P. 437–461.
37. Afonso A. The Macroeconomic Effects of Fiscal Policy / A. Afonso, R. M. Sousa / ECB Working Paper Series. — 2009. — № 991. — 53 p.
38. Tagkalakis A. O. Fiscal Policy, Net Exports, and the Sectoral Composition of Output in Greece / A. O. Tagkalakis // Bank of Greece Working Paper. — 2014. — № 186. — 37 p.

Стаття надійшла до редакції 19.10.2015.

Vdovychenko A., Zubritskiy A. Fiscal and monetary instruments to stimulate exports in Ukraine.

Background. Maximization of national exports is one of the most serious challenges facing the governments of small open economies. It is necessary to explore mechanisms of national exports stimulation, which are at the disposal of the state. Traditionally, such mechanisms are fiscal and monetary policy.

The aim of the article is a theoretical analysis of the mechanisms of influence and comparison of options for the use of monetary and fiscal policies instruments to promote export activity.

Materials and methods. The theoretical basis of the article consists of foreign and domestic academic literature. As a methodological basis, analysis of fundamental and applied research and the synthesis of its main results have been used in order to compare the potential effects of fiscal and monetary policies on Ukrainian exports.

Results. In this research a theoretical analysis of possible channels of some fiscal and monetary policy instruments influence on export was conducted. It was revealed that the positive effect of the exchange rate devaluation, which is considered a classic monetary mechanism of export promotion, in small open economies is constrained by a number of objective and subjective factors. The cumulative effect of these factors is confirmed by the weak effect of hryvnia devaluation on the national exports.

As an alternative to monetary instruments were defined mechanisms of the fiscal consolidation positive impact on national exports in the context of the need to stabilize the public finance system in Ukraine.

Conclusion. Exchange rate devaluation as a monetary instrument to stimulate exports in Ukraine is not effective. Implementation of a fiscal consolidation policy, which is accompanied by a positive effect on exports, may be a possible option. This positive effect is confirmed by a number of academic studies in foreign countries.

Keywords: fiscal policy, monetary policy, promotion of exports, the devaluation of the exchange rate, fiscal consolidation.

REFERENCES

1. Hausmann R. What You Export Matters [Electronic resource] / R. Hausmann, J. Hwang, D. Rodrik // CID Working Paper. — 2005. — № 123. December. — Access mode : http://www.hks.harvard.edu/var/ezp_site/storage/fckeditor/file/pdfs/centers-programs/centers/cid/publications/faculty/wp/123.pdf.

2. *Hausmann R.* The Structure of the Product Space and the Evolution of Comparative Advantage [Electronic resource] / R. Hausmann, B. Klinger // CID Working Paper. — 2007. — № 146. April. — Access mode : http://www.hks.harvard.edu/var/ezp_site/storage/fckeditor/file/pdfs/centers-programs/centers/cid/publications/faculty/wp/146.pdf.
3. *Roberts M. J.* The Decision to Export in Colombia: An Empirical Model of Entry with Sunk Costs / M. J. Roberts, J. P. Tybout // *American Economic Review*. — 1997. — Vol. 87 (4). — P. 545–564.
4. *Helpman E.* Estimating trade flows: Trading partners and trading volumes / E. Helpman, M. Melitz, Y. Rubinstein // *Quarterly Journal of Economics*. — 2008. — № 123. — P. 441–487.
5. *Meinen Ph.* Sunk Costs of Exporting and the Role of Experience in International Trade / Ph. Meinen // *Canadian Journal of Economics*. — 2015. — Vol. 48. — № 1. — Forthcoming.
6. *Feldstein M.* The Budget Deficit and the Dollar / M. Feldstein // NBER Working Paper. — 1986. — № 1898. — 62 p.
7. *Baxter M.* International Trade and Business Cycles / M. Baxter // NBER Working Paper. — 1995. — № 5025. — 70 p.
8. *Erceg Ch. J.* Expansionary Fiscal Shocks and the Trade Deficit / Ch. J. Erceg, L. Guerrieri, C. Gust // *International Finance Discussion Papers*. — 2005. — № 825. — 45 p.
9. *Bluedorn J. C.* Fiscal Policy and the Current Account / J. Bluedorn, D. Leigh // *IMF Economic Review*. — 2011. — Vol. 59. — Issue 4. — P. 582–602.
10. *Ali Abbas S. M.* Fiscal Policy and the Current Account / S. M. Ali Abbas, J. Bouhga-Hagbe, A. Fatás, P. Mauro, R. C. Velloso // *IMF Economic Review*. — 2011. — № 59. — P. 603–629.
11. *Kim S.* Twin deficit or twin divergence? Fiscal policy, current account, and real exchange rate in the U.S / S. Kim and N. Roubini // *Journal of International Economics*. — 2008. — Vol. 74. — Issue 2. — P. 362–383.
12. *Cardoso M.* On Ricardian Equivalence and Twin Divergence: The Spanish Experience in the 2009 Crisis / M. Cardoso and R. Doménech ; In: *External Imbalances and Public Finances in the EU* // *European Economy Occasional Papers*. — 2010. — № 66. — P. 31–56.
13. *Van Bon N.* Current account and fiscal deficits. Evidence of twin divergence from selected developing economies of Asia / N. Van Bon // *Southeast Asian Journal of Economics*. — 2014. — № 2 (2). — 11 p.
14. *Beetsma R.* Trade Spillovers of Fiscal Policy in the European Union: A Panel Analysis / R. Beetsma, M. Giuliodori and F. Klaassen // *DNB Working Paper*. — 2005. — № 52. — 35 p.
15. *Beck S.* The Impact of Taxes on Trade Competitiveness / S. Beck and A. Chaves // *Working Paper*. — 2011–09. — 32 p.
16. *Borys P.* Panel Data Evidence on the Effects of Fiscal Policy Shocks in the EU New Member States / P. Borys, P. Cizkowicz, and A. Rzońca // *Fiscal Studies*. — 2014. — № 2. — Vol. 35. — P. 189–224.
17. *Alesina A. F.* Large Changes in Fiscal Policy: Taxes Versus Spending / A. F. Alesina, S. Ardagna // *NBER Working Paper*. — 2009. — № 15438. — 37 p.
18. *Devries P.* A New Action-based Dataset of Fiscal Consolidation / P. Devries, J. Guajardo, D. Leigh and A. Pescatori // *IMF Working Paper*. — 2011. — № 11/28. — 90 p.
19. *Bista R.* Austerity and Exports [Electronic resource] / R. Bista, J. Ederington, J. Minier, B. J. Sheridan. — 2014. — Access mode : http://faculty.bus.lsu.edu/papers/Minier_austerity%20and%20exports%20rev5.pdf.
20. *Oficijnyj veb-sajt Derzhavnoi' sluzhby statystyky Ukraïny* [Elektronnyj resurs]. — Rezhym dostupu : <http://www.ukrstat.gov.ua>.

21. *Hollenbeck F.* Bad Idea: Devaluing Currency to Help Exporters [Electronic resource] / F. Hollenbeck // *Mises Daily*. — 2015. — Access mode : <https://mises.org/library/bad-idea-devaluing-currency-help-exporters>.
22. *Vdovychenko A.* Opportunities for fiscal devaluation in small open economies: the case of Ukraine / A. Vdovychenko, A. Zubrytskyi // *Post-Communist Economies*. — 2015. — № 1. — Vol. 27. — P. 23–40.
23. *Mehanizm strukturnykh zrushen' v ekonomici Ukrainy* : monografija / V. I. Kononenko, O. O. Veklych, L. M. Shablysta ta in.; vidpov. red. V. I. Kononenko. — K. : In-t ekonomiky NANU, 2002. — 288 s.
24. *Magee S. P.* Currency Contracts, Pass Through and Devaluation / S. P. Magee // *Brookings Papers of Economic Activity*. — 1973. — № 1. — P. 303–325.
25. *Junz H. B.* Price Competitiveness in Export Trade Among Industrial Countries / H. B. Junz, R. R. Rhomberg // *The American Economic Review*. — 1973. — № 2. — Vol. 63. — P. 412–418.
26. *Nikolajchuk S.* Vyznachennja faktoriv dynamiky potochnogo rahunku platizhnogo balansu v Ukraini / S. Nikolajchuk, N. Shapovalenko // *Visn. Nac. banku Ukrainy*. — 2014. — № 2. — S. 20–27.
27. *Bereslavs'ka O. I.* Valjutnyj kurs i zovnishnja torgivlja: teoretychni j empirychni aspekty vzajemozv'jazku / O. I. Bereslavs'ka // *Finansy Ukrainy*. — 2009. — № 3. — S. 66–76.
28. *Breuer S.* Who Gains From Nominal Devaluation? An Empirical Assessment of Euro-area Exports and Imports [Electronic resource] / S. Breuer, J. Klose // *World Economy*. — 2014. — № 12/2014. — Access mode : <http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/twec.12241/abstract?userIsAuthenticated=false&deniedAccessCustomisedMessage>.
29. *Hsing Y.* A Study of the J-Curve for Seven Selected Latin American Countries [Electronic resource] / Y. Hsing // *Global Economy Journal*. — 2008. — № 8 (4). — Access mode : http://www2.southeastern.edu/orgs/econjournal/index_files/JIGES%20SAMPLE%20ARTICLE%20BY%20HSING%2010-25-08.pdf.
30. *Hussain M. E.* Is the G-Curve a Reality in Developing Countries / M. E. Hussain, M. Haque // *Journal of Economics and Political Economy*. — 2014. — Vol. 1. — Issue 2. — P. 231–240.
31. *OECD* "Import content of exports", in *OECD Science, Technology and Industry Scoreboard 2011*, OECD Publishing [Elektronnyj resurs]. — Rezhym dostupu : http://dx.doi.org/10.1787/sti_scoreboard-2011-61-en.
32. *Serebrjans'kyj D. M.* Vertykal'na specializacija v zovnishnij torgivli krai'n, shho rozvyvajut'sja: pryklad Ukrainy / D. M. Serebrjans'kyj, A. I. Zubryc'kyj // *Ekonomika Ukrainy*. — 2014. — № 8. — S. 19–33.
33. *Zubryc'kyj A. I.* Priorityetni naprjamy realizacii' eksportnogo potencialu ekonomiky Ukrainy : nauk.-analit. dop. / A. I. Zubryc'kyj, D. M. Serebrjans'kyj. — Irpin' : NDI finansovogo prava, 2015. — 59 s.
34. *Amiti M.* Importers, exporters, and exchange rate disconnect / M. Amiti, O. Itskhoki and J. Konings // *NBB Working Paper*. — 2012. — № 238. — 58 p.
35. *Leigh D.* Will it hurt? Macroeconomic effects of fiscal consolidation [Electronic resource] / D. Leigh // Chapter at "World Economic Outlook. Recovery, Risk, and Rebalancing". — 2010. — Access mode : <https://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2010/02/pdf/c3.pdf>.
36. *Monacelli T.* Fiscal policy, the real exchange rate and traded goods / T. Monacelli, R. Perotti // *The Economic Journal*. — 2010. — № 120 (544). — P. 437–461.
37. *Afonso A.* The Macroeconomic Effects of Fiscal Policy / A. Afonso, R. M. Sousa / *ECB Working Paper Series*. — 2009. — № 991. — 53 p.
38. *Tagkalakis A. O.* Fiscal Policy, Net Exports, and the Sectoral Composition of Output in Greece / A. O. Tagkalakis // *Bank of Greece Working Paper*. — 2014. — № 186. — 37 p.