УДК 336.774/339.4

Віктор КОЗЮК

МАКРОТЕОРЕТИЧНА ЕТИМОЛОГІЯ ФІСКАЛЬНИХ ПРАВИЛ

Доведено, що етимологічно запровадження фіскальних правил коріниться у положеннях нової класичної макроекономіки. Показано, що прямі аналогії з динамічною інконсистентністю монетарної політики є обмеженими внаслідок відмінної природи реалізації владних повноважень урядом і центральним банком. Стверджується, що фіскальні правила є більш транспарентним критерієм ідентифікації дій політиків, особливо у випадках, коли альтернативні макротеоретичні концепції допускають суттєві відмінності в оптимальних траєкторіях державного боргу. Показано, що фіскальні правила можуть ефективно впливати на обмеження фіскального опортунізму, хоча і не гарантують повне його усунення.

Ключові слова: *фіскальні правила, державний борг, бюджетний дефіцит, фіскальна політика, макроекономіка.*

Виктор КОЗЮК

Макротеоретическая этимология фискальных правил

Доказано, что этимологически введения фискальных правил коренится в положениях новой классической макроэкономики. Показано, что прямые аналогии с динамической инконсистентность монетарной политики ограничены в силу разной природы реализации властных полномочий правительством и центральным банком. Утверждается, что фискальные правила усть более транспарентным критерием идентификации действий политиков, особенно в случаях, когда альтернативные макротеоретические концепции допускают существенные различия в оптимальных траекториях государственного долга. Показано, что фискальные правила могут эффективно влиять на ограничения фискального оппортунизма, хотя и не гарантируют полного его устранения.

Ключевые слова: *фискальные правила, государственный долг, бюджетный дефицит, фискальная политика, макроэкономика*

Victor KOZYUK

Macrotheoretical etymology of fiscal rules

The macroeconomic policy structural reforms that have being taking place during last 20 years show fundamental tendency to enhance institutional mechanisms of policy oriented on stability, efficiency and decrease vulnerability to external shocks. Fiscal policy regime switch basing on rules backgrounds often followed successful reforms of central banks. Large difference between political nature of monetary and fiscal decision-making is looked as a important driving force of additional macroeconomic considerations in direction to fiscal discipline. New sources

of fiscal vulnerability in the long-run (aging, contingent liabilities, tax competition etc…) are looked as important drivers of fiscal discipline institutional protection. Empirical results show that there are some relations between fiscal rules design and fiscal discipline, but sometimes rule-based fiscal policy is not a guarantee against debt vulnerability. European debt crisis is good example of fiscal rules fragility. In some case, numerical rule for debt to GDP limit may be frustrated though lost motivation to decrease debt level down from committed point opening the door for loosening fiscal flexibility during trouble times. So, macroeconomic validation of fiscal rules is background for rational choice to have more disciplined deficit policy.

Aside of applyability of dynamic inconsistency approach on fiscal rules, it is clear that differences between monetary and fiscal policy provide additional considerations about fiscal vulnerabilities. It is highlighted that most differences between monetary and fiscal policy from rules-based policy approach related to: short- and long-term effects of fiscal and monetary responds; differences in lags length; globalization influence on numerical target; possibilities to manipulate with numerical target; understanding what is efficiency of policy and what is outcome of efficient policy etc. Dynamic inconsistency theory shows fragility on the level of decision making. But social incentives to have stable fiscal environment should be based on understandings of risks for macroeconomic stability from unstable debt path and discretion over deficits. Market discipline fail is important driving force why fiscal policy should be restrained by rules. The more wide approach on fiscal policy efficiency is the more fragile is incentive structure on the level of decision making. Fiscal rules in this respect are viewed as important part of compensation of market fails and political opportunism. Wider understanding of what is efficient fiscal policy relative to monetary policy is viewed as prominent validation of why fiscal policy should be rules-based.

Key words: *fiscal rules, public debt, budget deficit, fiscal policy, macroeconomics.*

JEL Classification: E61

Структурні реформи макроекономічної політики, які проводять в світі останні десятиліття, засвідчують наявність фундаментальної тенденції до посилення інституціональних механізмів реалізації політики, зорієнтованої на стабільність, ефективність та зниження вразливості до зовнішніх шоків. Активні реформи у фіскальній політиці продемонстрували, наскільки важливими є зміни в сучасних технологіях ухвалення фіскальних рішень. Втім, найбільш важливим тут є те, що в більшості своїй принциповий конфлікт між політично вмотивованою короткостроковою доцільністю фіскальних стимулів та перерозподільчих ініціатив й довгостроковою ефективністю макрорегуляторів залишається не розв'язаним, незважаючи на численні спроби трансформації макроекономічної політики. Фіскальні правила починають дедалі частіше розглядатись як невід'ємний елемент дизайну механізму макроекономічної політики, зорієнтованої на транспарентність, відповідальність та довгострокову ефективність. Інституціональний захист оптимальної політики також покликаний виконувати сигнальну функцію про дисципліну у сфері бюджетних видатків та слугувати орієнтиром у позиціонуванні країни на глобальних ринках капіталу.

Слідування за успіхами у сфері монетарної політики спонукало до поширення досвіду запровадження нових моделей інституціонального дизайну макрополітики у сферу бюджету. Втім, орієнтація на ефективність у галузі монетарної політики, як приклад для наслідування у сфері фіскальної політики, не є виключною передумовою реформування уряду та набору інституціональних координат його поведінки у сфері оподаткування, здійснення видатків та запозичень. Сучасна фіскальна політика зіткнулась із низкою нових фундаментальних загроз. Вони, природно, не були враховані в рамках виникнення теорії та апологетики фіскальних правил, але розглядаються з позиції потенційної ефективної відповіді на такі загрози з боку фіскальної політики із запровадженими правилами. Саме наявність нових загроз у сфері довгострокової фіскальної стабільності посилює зацікавленість до оновлення інструментарію політики у сфері державного боргу та дефіцитів і спонукає до продовження теоретичних дискусій про природу фіскальних правил. Достатньо відмінний теоретичний апарат аналізу таких правил в розрізі макроекономічного та інституціонального дискурсу спонукає до особливо прискіпливого розгляду першого. Результати позитивних досліджень мають тенденцію ставати відправною точкою в позиціонуванні політико-нормативних дебатів з приводу доцільності, інституціональної моделі дизайну інституціональних обмежень, що робить актуальним розгляд етимологічних основ фіскальних правил, які коріняться у макротеоретичній площині.

В економічній літературі проблематика запроваджень фіскальних правил представлена достатньо широко. Слід привернути увагу до певного набору магістральних напрямів аналізу проблеми. Так, структурований підхід до аналізу правил фіскальної політики було започатковано Г. Копітсом (G. Kopits) та С. Шиманським, які чітко ідентифікували їх риси й окреслили, чим, власне, правила відрізняються від інших способів обмеження економічної політики [1]. Втім, теоретичний інструментарій аналізу правил фіскальної політики розвинувся на основі більш ранніх дискусій про те, у який спосіб можна обмежити бюджетні дефіцити в світлі того, що політична система не має вмонтованого імунітету від дефіцитного зміщення [2; 3; 4]. Саме такий невтішний теоретичний висновок, почерпнутий з інституціонального погляду на політичну природу бюджету, спонукав до розширення політико-економічного підходу до аналізу проблеми. Зокрема, в деяких працях чітко зазначається, що запровадження фіскальних правил не виключає остаточно фіскального опортунізму, внаслідок чого суспільство може потребувати значно складнішого інституціонального каркасу обмежень на фіскально-дестрибутивний активізм [5; 6; 7]. З іншого боку, можливості фіскального опортунізму зростають там, де має місце проблема із асиметрією інформації між виборцями та політиками, внаслідок чого розуміння першими усієї складної панорами макроекономічних наслідків зростання державного боргу є важливим інструментом відтворення обмежень на дефіцитні зміщення політики, оскільки такі обмеження генеруватимуться на електоральному рівні, що, однак, не виключає ризиків відходу від оголошених пріоритетів політики (це чітко показано в так званих моделях “боргового обмеження наступних урядів”, коли навіть консервативні політики схильні до збільшення дефіциту в світлі їхніх наступних виборчих перспектив [8; 9]), хоча суттєво знижує їх. Звідси політико-економічні викривлення макроекономічних процесів завжди будуть мати місце, але їх масштаб може бути суттєво відкорегований завдяки запровадженню фіскальних правил, а рівень розвитку країни, економічна свідомість громадян та

ступінь розвитку демократичних інститутів продовжують корелювати із вразливістю до політично вмотивованих коливань ділових циклів [10; 11].

Іншим важливим напрямком досліджень є аналіз варіантів фіскальних правил з міркувань того, як останні впливають на можливості стабілізаційної фіскальної політики, контроль за бюджетними дефіцитами, усунення ризиків суверенної платоспроможності тощо. Попри те, що варіанти правил допускають відмінні макроекономічні результати, вхідні фактори у вигляді структури економіки, жорсткості цін та зарплат, рівня вже нагромадженого боргу тощо залишаються важливими [12; 13; 14]. Наразі не існує однозначно чіткої відповіді на питання про оптимальну для всіх країн та на всі випадки макроекономічних шоків структуру фіскального правила, оскільки функціональний профіль кожного з варіантів може різнитись достатньо суттєво, що, наприклад, засвідчили порівняння фіскальних правил ЄВС та Великобританії [15].

Незважаючи на продовження дискусій про дизайн правил фіскальної політики, емпіричні дослідження вказують на те, що перехід до формальних обмежень у сфері бюджетного дефіциту та державного боргу має позитивні наслідки [16; 17]. Попри те, що це не виключає певних проблем із тим, як дизайн правил формує спонукальні мотиви політики, внаслідок чого асиметрія між гнучкістю в реакції на шоки та відповідальністю за порушення правил може не стримати виникнення фіскальних загроз, як це мало місце в ЄВС, більшість досліджень одностайні в позитивних наслідках запровадження правил політики. Незважаючи на те, що макроекономічні ефекти фіскальних правил достатньо добре прописані в літературі з питань дизайну правил та їх типології, макроекономічна природа мотивації до їх запровадження потребує подальшої кристалізації. Це дозволить здійснювати політичний вибір на користь обмежень бюджетних дефіцитів більш свідомим та знизить рівень інформаційної асиметрії між виборцями та політиками з приводу ризиків неконтрольованого дефіцитного зміщення. Відповідно, на відміну від більшості досліджень проблеми, в статті робиться акцент на виявленні макротеоретичного підґрунтя етимологічного коріння фіскальних правил.

Теоретична етимологія фіскальних правил щільно пов'язана з розвитком нової класичної макроекономіки та різного роду макроекономічними й політико-інституціональними інтерпретаціями позитивних та нормативних висновків теорії суспільного вибору. В загальному дана етимологія бере початок із критики фундаментальних основ кейнсіанської макротеорії з її гіпертрофованим акцентом на можливостях ефективної стабілізації ділового циклу, подолання проблеми безробіття та тонкого налаштування інструментів макрополітики.

Для пояснення вихідних критичних застережень щодо кейнсіанської фіскальної парадигми слід звернутися до найбільш концентрованого виразу того, якою повинна бути таксономія макрорегуляторів для подолання проблеми циклів та ефективної стабілізації економіки. В найбільш радикальному виразі така таксономія може бути зведена до наступних складових [18; 19; 20]:

– мікс-політика Самуельсона-Тобіна. Стабілізація економіки забезпечується завдяки поєднанню експансивної монетарної та відносно стриманої фіскальної політики, оскільки це призводить до падіння процентних ставок. Альтернативна мікс-політика Мандела (жорстка монетарна політика і м'яка фіскальна) передбачає більш високі ставки і бюджетний дефіцит. Однак остання краще враховує проблему потоків капіталу та інфляції;

– фінансова репресія. На думку Дж. Тобіна (J. Tobbin), запровадження обмежень

на коливання процентних ставок та кількісні підходи до регулювання сфери фінансового посередництва дозволяють стимулювати сукупний попит. Також обмеження на коливання процентних ставок та портфельні вимоги щодо володіння державними цінними паперами робить фіскальну експансію більш ефективною, оскільки послаблює тягар державного боргу;

– публічні інвестиції як важіль радикального впливу на сукупний попит. Згідно з Р. Харродом (R. Harrod), масштабні інвестиції суспільного сектора є основним важелем виведення економіки зі стагнації як завдяки прямому впливу на попит, так і дії мультиплікатора державних витрат;

– антициклічна модель поєднання дискреційних та автоматичних стабілізуючих механізмів Хансена. Е. Хансен (E. Hansen) запропонував достатньо просту ієрархічну схему комбінації макроінструментів для досягнення перманентної стабілізаційної мети макрополітики. Він згрупував заходи антициклічної політики наступним чином. Перша група – вмонтовані механізми гнучкості, або вмонтовані автоматичні стабілізатори, що діють в рамках бюджетної та податкової системи і пристосовують податкові надходження та державні витрати до потреб згладжування ділового циклу. Друга група – автоматично діючі компенсуючі контрзаходи, які передбачають дискреційні повноваження центрального банку у сфері грошової пропозиції та процентних ставок. Третя група – керовані програми компенсування, які передбачають зміни у фіскальній політиці в масштабах, що потребують схвалення парламентом, оскільки розраховані на декілька років і можуть мати дестрибутивний характер.

Як видно зі структури макрорегуляторів, апологетикою яких виступила кейнсіанська теорія, фіскальна політика повинна бути апріорі гнучка, а монетарна – акомодативна, тобто пристосовуватись до потреб бюджету та його функціоналізації як контрциклічного механізму. Втім, прискорення інфляції з кінця 1960-х, хронічні бюджетні дефіцити та зростання державного боргу призвели до того, що вже на початку 1970-х кейнсіанська макромодель зазнала теоретичного і практичного краху.

Монетаристська альтернатива передбачала декілька наступних моментів: лібералізація фінансових ринків для коливання процентних ставок і повернення ним алокаційної функції; запровадження монетарного правила – додержання сталого приросту грошової маси з року в рік; підтримання бездефіцитних бюджетів, оскільки фіскальні дисбаланси привносять спотворення в систему грошової пропозиції і тим самим дестабілізують економіку. Водночас, ідея М. Фрідмена про необхідність додержання правил в макроекономічній політиці скоріше була побудована на основі емпірично-статистичного підходу, аніж, власне, побудована на розробці позитивної теорії правил [21].

Емпірично-статистичний підхід добре суміщався з теорією адаптивних очікувань. Внаслідок цього необхідність запровадження правил проведення економічної політики (які розумілись етимологічно і гносеологічно не тотожними процедурним правилам та правилам голосування, дослідженням яких присвячена вагома частина теорії суспільного вибору) випливала з екстраполяції минулого досвіду на теоретичну інтерпретацію сталості емпіричних зв'язків між макроекономічними параметрами в майбутньому. При цьому, збалансований бюджет сприймався скоріше як ідеологічний принцип, а не правило, додержанням якого при реалізації економічної політики повинен бути обмежений уряд, вигоду від чого міг отримати і центральний банк.

Радикальний крок вперед в політекономії правил економічної політики зроблено

в рамках нової класичної макроекономіки. В процесі свого становлення основний акцент нових класиків зроблено на неефективності стабілізаційної монетарної політики в зв'язку з тим, що економічні агенти: формують раціональні очікування і прогнозують поведінку органів макроекономічної політики; економіка перебуває в стані природного рівня завантаження виробничих потужностей і відхилення від них пов'язані із різницею в фактичній і очікуваній інфляції; будь-які емпіричні оцінки минулих зв'язків між макроекономічними параметрами не можуть слугувати основою для проведення політики в теперішньому часі та в майбутньому (критика Лукаса) [22; 23].

Застосування принципу раціональних очікувань для пояснення невдач монетарної політики виглядало достатньо переконливим. Критика активістської фіскальної політики з позиції теорії раціональних очікувань була започаткована Р. Барро (R. Barro). Неефективність стабілізаційної фіскальної політики спиралась на відомий принцип рікардової еквівалентності. Однак рікардова еквівалентність поєднувалась із теорією раціональних очікувань, внаслідок чого набула нового виразу. Економічні агенти не просто збільшують свої заощадження у відповідь на зростання державного боргу. Вони передбачають наперед, що у відповідь на шок уряд намагатиметься стабілізувати економіку з допомогою дефіцитного фінансування, внаслідок чого можуть випередити фіскальну реакцію, збільшуючи заощадження ще до того часу, як будь-які заходи будуть вжиті [24]. Звідси фіскальна політика є так само неефективна як стабілізаційний інструмент, що і монетарна. Дискреційні рішення є дестабілізуючі, а додатково призводять до погіршення макроекономічної результативності економічної політики: у випадку фіскальної – до підвищення рівня державного боргу, фінансування якого здійснюватиметься або за рахунок монетизації, або за рахунок податків, які є спотворюючими; у випадку монетарної – до більш високої інфляції.

Формулювання базового теоретичного апарату правил політики випливає з концепції динамічної інконсистентності, запропонованої Ф. Кідлендом (F. Kydland) та Е. Прескотом (E. Prescott). Оригінальний варіант цієї теорії був розроблений на прикладі монетарної політики, однак, як показують окремі дослідники, він став відправною точкою для аналізу правил політики у сфері бюджету [5; 7]. Основний зміст теорії динамічної інконсистентності в оригінальному вигляді можна звести до наступного. Соціально ефективна, або іншими словами соціально оптимальна політика, у коротко- та довгостроковому періоді є контрадикторною. Підтримка цінової стабільності в довгостроковому періоді може суперечити тому, що у короткостроковому періоді центральний банк намагається створити непередбачувану інфляцію для підвищення зайнятості. При чому, для суспільства обидва варіанти можуть бути прийнятними, оскільки в довгостроковому періоді конфлікту між інфляцією і безробіттям не існує (крива Філіпса не підтримується), тоді в короткостроковому періоді невідповідність фактичної інфляції очікуванням може призвести до тимчасового покращення ситуації у сфері зайнятості. Оптимально діючий центральний банк завжди буде зорієнтований на підтримання цінової стабільності у довгостроковому періоді і його дії покликані продемонструвати те, що він буде додержуватись взятих обіцянок. І тільки тоді, коли його обіцянкам повірять, створення несподіваної інфляції буде мати короткострокові реальні наслідки у вигляді зниження безробіття. Економічні агенти усвідомлюють, що центробанк в довгостроковому періоді є схильний проводити політику цінової стабільності, однак вони також розу-

міють, що у короткостроковому періоді його соціально оптимальне поводження передбачатиме відхилення від довгострокової траєкторії і порушення взятих обіцянок. Звідси недовіра до політики, соціально оптимальна модель якої передбачає наявність конфлікту між короткостроковими та довгостроковими цілями, призводитиме до того, що економічні агенти будуть схильні вже підвищувати ціни, не чекаючи, поки центробанк створить несподівану інфляцію для розв'язання проблеми зайнятості. Завдяки такій недовірі з'являється інфляційне зміщення політики. Іншими словами, якщо соціально оптимальна економічна політика є динамічно інконсистентна, то її результативність буде погіршена завдяки інфляційному зміщенню.

Динамічна інконсистентність політики виникає тому, що центральний банк наділений дискреційними повноваженнями у сфері грошової пропозиції, а тому саме дискреційні дії не користуються довірою. Заміна дискреційних повноважень на дотримання правила політики дозволить ліквідувати проблему динамічної інконситентності і подолати інфляційне зміщення [25].

В подальшому, відштовхуючись від ідеї про те, що тільки слідування правилам викликає довіру до політики з боку економічних агентів й усуває інфляційне зміщення, було запроваджено поняття репутаційної рівноваги [26; 27]. Це поняття відображає стан макроекономічної системи за того чи іншого рівня довіри (підтримання репутації) центрального банку. Також враховується, що орган макрополітики для досягнення довіри і встановлення репутації повинен проводити болісну політику (інвестиції в репутацію, або соціальні втрати завоювання довіри), після чого сильна репутація дозволяє долати проблему динамічної інконсистентності та інфляційного зміщення. В більш розширеному варіанті репутаційна рівновага також означає співвідношення втрат суспільства в процесі досягнення високої репутації та вигод від подолання проблеми динамічної інконсистентності. Потенційні втрати суспільства можуть виникнути завдяки тому, що в перший період слідування правилам політики виключатиме створення монетарних стимулів для пристосування до шоку. Тобто правила, накладаючи обмеження на дискреційну поведінку, позбавляють центральний банк можливості здійснювати стабілізаційну політику, яка є неефективною в довгостроковому періоді, навіть якщо у короткостроковому періоді вона може бути соціально оптимальною.

Дискусії довкола проблеми правил політики породили цілий напрямок досліджень, в яких основний акцент робиться на протиставлення за типом обмеження проти гнучкості. Приймаються до уваги різного типу шоки, розглядаються варіанти оптимального виходу за оптимальні правила. Пошуки інституціональних альтернатив жорстким правилам також є складовою загальної проблеми динамічної інконсистентності.

Застосовування теорії динамічної інконсистентості до фіскальної політики виникло значно пізніше, що слід пов'язувати із тим, що теорія суспільного вибору пропонувала більш інституціонально орієнтований погляд на політичні аспекти проблем у фіскальній політиці, та з тим, що в макротеорії зберігалась прихильність до достатнього запасу міцності стабілізаційної ефективності бюджетно-податкових важелів впливу на сукупний попит. За аналогією з монетарною політикою, де ключовим фактором погіршення макрорівноваги за дискреційний дій є інфляційне зміщення, дефіцитне зміщення (або зміщення фіскальної політики у бік підтримання постійно завищених бюджетних дефіцитів) почали розглядати як наслідок відхилення фактичної макрорівноваги від можливої. Причина такого відхилення зводиться до конкретного режиму політики, а саме – дискреційності.

Постановка питання про те, що фіскальній політиці, як і монетарній, властива проблема динамічної інконсистентності, внаслідок чого виникає дефіцитне зміщення [8; 9], відкрила шлях для застосування позитивної теорії правил економічної політики у сфері бюджету та державного боргу.

В найбільш простій формі динамічна інконсистентність властива фіскальній політиці у наступному вигляді. В довгостроковому періоді уряд схильний дотримуватись лінії боргової стійкості, або суверенної платоспроможності. Однак в короткостроковому періоді він застосовує фіскальні заходи зі стабілізаційною метою, тобто реагувати з допомогою зміни величини бюджетного дефіциту на циклічні чи структурні зрушення. Економічні агенти усвідомлюють цю дилему і починають висловлювати недовіру до фіскальних дій багатьма шляхами. Найбільш поширеними з них є підвищення надбавок за ризик в структурі процентних ставок. Збільшення процентних виплат призводить до того, що у кожному наступному бюджетному році фінансування того ж самого обсягу видатків потребуватиме або додаткових податків, або додаткового збільшення бюджетного дефіциту.

Іншим варіантом є збільшення приватних заощаджень, що може призводити до зменшення споживання у приватному секторі. За цим криється зменшення обсягу податкових надходжень, після чого слідує та ж проблема із посиленням розриву між потребами у фінансуванні бюджетних видатків на попередньому рівні і податковими надходженнями. Збільшення приватних заощаджень у відповідь на дискреційні повноваження у сфері бюджету генетично пов'язано із так званою проблемою Барро-Рікардо. Рікардіанський підхід до підтримання боргової стійкості в рамкових умовах раціональних очікувань призводить до погіршення ситуації у сфері бюджетного дефіциту. По-перше, через зменшення надходження податків на споживання (ефект підвищення приватних заощаджень). По-друге, через те, що підвищення податків для збалансування бюджету посилює їх спотворюючу силу, внаслідок чого втрати від послаблення фіскальної ефективності податків зростають випереджаючими темпами, порівняно із зростанням номінальних податкових ставок.

У більш розширених інтерпретаціях динамічна інконсистентність у сфері фіскальної політики стосується широкого набору питань із специфічною локальною неефективністю:

1. Зниження податків для заохочення припливу інвестицій. У довгостроковому періоді уряд зацікавлений у припливі інвестицій, для чого оголошує про зниження податків, а після того, як інвестори повірили і збільшили вкладення, підвищує їх у відповідь на ті чи інші шоки, чи з метою подолання боргових проблем. Фактичний рівень інвестицій буде нижчий за рівноважний, оскільки інвестори усвідомлюють конфлікт між коротко- та довгостроковими оптимальними планами уряду у сфері оподаткування.

2. Реалізація програм стимулювання суспільно бажаної поведінки. У довгостроковому періоді уряд зацікавлений у підвищення вартості соціального капіталу та відтворення здорової нації. Заохочення відповідної поведінки економічних агентів може реалізовуватись в рамках багатьох програм видатків. Проте у короткостроковому періоді вони можуть виявитись непріоритетними, отже, економічні агенти, усвідомлюючи це, не виявлять схильності до поведінки у відповідний спосіб, а для їх наступного переконання в цьому потрібні вже масштабніші програми та значніші обсяги фінансування. Звідси "перезапуск стимулів" підвищує тиск на видаткову частину бюджету і посилює дефіцитне зміщення.

3. Інфлювання реальної вартості державного боргу для забезпечення суверенної платоспроможності. У довгостроковому

періоді уряд схильний притримуватись позиції сумлінного позичальника, внаслідок чого підтримання платоспроможності потребуватиме довіри до боргової політики. Зниження реальної дохідності боргу уряду через інфляційні механізми не є прийнятним для цього. Однак у короткостроковому періоді потреба в реакції на шоки чи необхідність згладжувати пікові виплати не виключає, що інфлювання реальної вартості боргу є більш виграшної стратегією. Усвідомлення економічними агентами цієї дилеми призводить до того, що інфляційні премії в структурі процентних ставок зростають. У випадку, коли рівень інфляції виявиться нижчим за очікуваний, вищі реальні ставки означатимуть підвищення боргового тягаря та посилення тиску на бюджетний баланс тощо.

Порівняння монетарної та фіскальної політики в контексті того, що правила є більш ефективними за дискрецію, можна показати з допомогою табл. 1.

Проте теоретична аналогія між монетарною та фіскальною політикою в аспекті динамічної інконсистентності має низку суттєвих обмежень.

По-перше, розуміння кінцевої ефективності обох політик суттєво відрізняється. У випадку монетарної політики – цінова ста-

Таблиця 1

Проблема динамічної інконсистентності у випадку монетарної та фіскальної політики*

Складові проблеми динамічної інконсистентності	Монетарна політика	Фіскальна політика
Соціально оптимальна політика в довгостроковому періоді	Підтримання цінової стабільності	Підтримання суверенної платоспроможності
Соціально оптимальна політика в короткостроковому періоді	Створення несподіваної інфляції для стимулювання зайнятості	Стабілізаційна реакція на шок, або зміна преференцій щодо структури та обсягу видатків та податків
Макроекономічна природа конфлікту цілей	Підтримання стабільності цін у довгостроковому періоді суперечить схильності створення неочікуваної інфляції у короткостроковому періоді	Активістська політика, або зміна фіскально-перерозподільчих преференцій у короткостроковому періоді суперечить підтриманню боргової стійкості та суверенної платоспроможності у довгостроковому
Реакція економічних агентів	Недовіра до інфляційних обіцянок центробанку та випереджаюче підвищення цін відповідно до усвідомлення наявності конфлікту цілей на коротко- та довгостроковому горизонті політики	Недовіра до обіцянок щодо бездефіцитного бюджету та утримання від збільшення державного боргу відповідно до усвідомлення наявності конфлікту цілей на коротко- та довгостроковому горизонті
Зміщення політики	Інфляційне	Дефіцитне
Характер відхилення від рівноважного стану	Більш висока інфляція, порівняно із рівноважною	Вищі обсяги бюджетного дефіциту і, як наслідок, державного боргу, порівняно із рівноважними
Спосіб подолання	Реалізація політики на основі кількісного правила (сталий приріст грошової маси, нульова інфляція, діапазон допустимої інфляції), дотримання якого буде користуватися довірою економічних агентів	Реалізація політики на основі кількісного правила (бездефіцитний бюджет, кількісні обмеження на бюджетний дефіцит / державний борг), дотримання якого буде користуватися довірою економічних агентів

* Складено автором.

більність є простим і зрозумілим критерієм оцінки функціонування центрального банку. З інституціональних міркувань, критерій ефективності майже повністю збігається з мандатом, а наявність дуального мандату чи мандату на досягнення іншого основного завдання призводить до суттєвих відхилень від цінової стабільності. Сьогодні це є конвенціональним моментом в політекономії монетарної політики. У випадку фіскальної політики критерії ефективності можуть виключно теоретично зводитись до певного кількісного параметру, вибір якого вже є теоретично обумовлений, навіть якщо конвенціонально визнається, що в довгостроковому періоді оптимальною стратегією буде підтримання боргової стійкості та суверенної платоспроможності. Уряд має широкий діапазон цілей і не має прямого мандату, як центральний банк. Цілком природно, що критерії ефективності фіскальної політики не збігатимуться з тим завданням уряду, яке за аналогією із центральними банками фігурує в їхньому мандаті. Конвенціональне визнання, що фіскальна політика не має чітких короткострокових рамок призводить до того, що інтерпретація критеріїв її ефективності завжди буде зміщена у бік набору більш комплексних показників, які апріорі є відносними і такими, що не виключають теоретичної упередженості, політичної доцільності чи врахування гостроти поточного моменту в процесі селекції.

Найбільш визнаними індикаторами ефективної фіскальної політики є [14]:

– досягнення низьких процентних ставок за запозиченнями. Низькі ставки запозичень є свідченням довіри до фіскальної політики, що уможливлює поточні та майбутні запозичення. З технічної точки зору, це полегшує процес рефінансування і не загрожує борговій стійкості країни. Високі і непередбачувані ставки засвідчують про протилежну картину. Звідси довіра до політики, виражена у величині процентних ставок, є ринковим виміром того, наскільки учасники ринку оцінюють макроекономічну ефективність фіскальної політики;

– запобігання "дефіцитному зміщенню". Схильність залишати "бюджетну діру" наступним урядам важко побороти, що в підсумку призводить до порушення міжгенераційної рівності в розподілі добробуту та втрати боргової стійкості;

– згладжування ділового циклу. Податкові надходження та видатки часто можуть мати проциклічний характер, погіршуючи загальний макроекономічний результат. У випадку, коли незалежний центробанк проводить жорстку політику цінової стабільності, фіскальна ригідність податків та видатків може розширювати діапазон коливань ВВП та підштовхувати процентні ставки вгору, погіршуючи загальну макроекономічну нестабільність;

– стимулювання урядових інвестицій. Інвестиції суспільного сектору покликані приносити вигоду впродовж багатьох років. Але при цьому, через специфіку бюджетних процедур, часто вони є менш пріоритетними, ніж поточні видатки. Звідси зниження обсягів урядових видатків на інвестиції засвідчує певні проблеми у сфері фіскальної політики.

Вищенаведений приклад розширеного тлумачення ефективності фіскальної політики не враховує проблему інфляції, валютного курсу, яка може виникнути внаслідок монетаизації бюджетного дефіциту. Досвід країн, що розвиваються, прямо вказує на те, що зовнішній борг та слабкі інституціональні взаємини між центральним банком і урядом призводять до суттєвих викривлень в ціновій динаміці. Примус до квазіфіскальної активності центрального банку також є свідченням проблеми залучення монетарних органів у процес наповнення бюджету з

джерел, що не мають прямого фіскального тиску на економічних агентів.

Подібними за змістом є дослідження, які вказують на те, що у випадку, коли фіскальна політика стикається з проблемою високої політико-інституціональної вартості збору податків (монополізація чи олігархізація економіки), зміщення у бік нижчої величини податкового тягаря, але вищої величини боргового тягаря супроводжується підвищенням попиту на валютні резерви. Монетизація останніх дозволяє згладжувати циклічні зміни в податкових надходженнях, а уникнення підвищення курсу національної валюти дозволяє стимулювати експорт, навіть якщо він консервує неефективну структуру економіки. Нагромадження центробанком зовнішніх активів слугує своєрідною гарантією підтримання макроекономічної стабільності та повернення більшого обсягу зовнішнього боргу, порівняно із рівноважним [28]. Оскільки гіпертрофія резервів породжує специфічні макрофінансові спотворення (надмірна ліквідність у банківському секторі, зростання вартості активів, вивіз капіталів, ризикова поведінка фінансових посередників), то це також є проявом того, наскільки фіскальна політика з самого початку демонструвала ознаки фундаментальної політико-інституціональної неефективності.

По-друге, макроекономічні ефекти монетарної та фіскальної політики суттєво відрізняються. Насамперед, треба виокремити проблему лагів. Лаги ухвалення фіскальних рішень є набагато довшими внаслідок інституціональних відмінностей у процедурах та їх політико-конституційного статусу. Окрім цього наслідки рішень центробанків та урядів різняться з міркувань дієвості на тому чи іншому строковому горизонті політики. Короткострокова стабілізаційна ефективність фіскальної політики визнається сумнівною навіть представниками нового кейнсіанства. Основна причина – повільний і часто непередбачуваний вплив змін у фіскальній політиці на економіку [29]. Дискусії про еквівалентність і взаємозамінність зниження податків – підвищення видатків (підвищення податків – зменшення видатків) також вказують на те, що величина фіскального мультиплікатора може суттєво варіювати залежно від структури стимулюючої програми. Економічні агенти по-різному сприймають податки і видатки, роблячи поправку на бюджетний дефіцит та способи його фінансування. Характер раціональних очікувань, їх структура та панівна модель інтерпретації зв'язків між макроекономічними змінними роблять наслідки змін у сфері податків та видатків невизначеними наперед. Така невизначеність тільки посилюється в світлі глобальної фінансової та торговельної інтеграції.

По-третє, дисциплінуюча політику сила ринків може бути асиметричною і прив'язаною до глобальних умов. Дисциплінуюча центральний банк ринкова сила спирається на структуру інфляційного процесу. Посилення глобальної конкуренції має низку об'єктивних гальмуючих інфляцію наслідків. Однак тривале проведення м'якої політики без інфляційних наслідків дедалі більше супроводжується роздмухуванням фінансових бульбашок з відповідними наслідками. У випадку фіскальної політики найбільш дієвий дисциплінуючий фактор – спреди – може перебувати під впливом низки глобальних спотворюючих тенденцій. Передусім, спреди достатньо чутливі до глобальних умов ліквідності. Отже, в умовах глобального шоку ліквідності бюджетні обмеження уряду можуть бути суттєво послаблені. Ставлення до ризику діє аналогічним чином. У випадку панування схильності до ризику спреди не завжди гальмуватимуть фіскальну експансію, внаслідок чого дисциплінуюча сила ринків спотворюватиметься.

По-суті, монетарна політика набагато менш залежна від ставлення до ризику з міркувань природи ринкової дисципліни, але вона набагато більшою мірою може впливати на таке ставлення, оскільки грошова пропозиція та процентні ставки створюють одиниці платоспроможності і ліквідності активів. Фіскальна політика є більш залежною від ставлення до ризику, однак не може впливати на поведінку економічних агентів щодо зміни їхніх ризик-преференцій. Втім, такі міркування більшою мірою стосуються фінансових ринків та фінансових інвестицій, до моделі поведінки яких щільно прив'язана система управління державним боргом. У випадку реальних інвестицій спотворення в інституціональній системі економіки, вираженій через агресивно дистрибутивні заходи зі збору податків, можуть впливати на ставлення до ризику. Проте це скоріше буде не стільки ставлення до ризику в розумінні портфельної теорії, скільки стан бізнес-середовища та величина трансакційних витрат, з якою повинен зіткнутися бізнес, що потрапляє в асиметричні фіскальні умови.

По-четверте, на відміну від центрального банку, уряд спроможний змінювати базу, що потрапляє під обмеження з боку правил. Центральний банк також може застосовувати елементи статистичних маніпуляцій щодо рівня інфляції, але його дії тут дуже обмежені, оскільки статистичні органи здебільшого йому не підпорядковані. У свою чергу уряд спроможний змінювати структуру видатків в розрізі бюджетних та позабюджетних фондів, а також маніпулювати переведенням експліцитних умовних зобов'язань в імпліцитні шляхом проведення різного роду заходів із реформування системи публічних фінансів. Здебільшого під це потрапляють видатки на соціальне страхування на пенсійна система [5].

По-п'яте, політико-інституціональна модель монетарної та фіскальної політики не збігаються. Ухвалення рішень центральним банком здійснюється в рамках внутрішнього інституційного контуру, який задається рамковими умовами його статусу. Незалежність та транспарентність центробанку апріорі передбачає необхідність вичленення монетарної політики із середовища політичного тиску. Звідси, розробка та реалізація монетарної політики може бути делегована групі професіоналів, які несуть відповідальність за імплементацію мандату (якщо не враховувати випадки, коли фактичний статус центробанку є наслідком політико-інституціональної профанації формального статусу через наявність неформальних традицій та зв'язків у рамках реалізації економічної політики). У випадку фіскальної політики ситуація кардинально інша. Якщо монетарну політику можна чітко звести до моделі принципал-агент, то у випадку фіскальної політики принципал та агент часто є нерозривними. Навіть у випадку, коли існують певні процедурні рамки, або ж коли маніпуляції із системами голосування дозволяють вийти за професійно продиктовані ліміти фіскальної поведінки, агент є щільним корелятом принципала. Майже більшість інструментів фіскальної політики потребує схвалення з боку парламенту, завдяки чому фіскальні рішення потрапляють під вплив більш агресивної політизації, ніж монетарні.

Іншим аспектом політико-інституціональних обмежень на аналогію між монетарною та фіскальною політикою є так звана проблема демократичного контролю та відповідність рішень Парето-ефективності. Реалізація монетарної політики через зміну процентних ставок, валютного курсу, коливання цін на активи тощо має певні перерозподільчі наслідки щодо добробуту економічних агентів. Але це скоріше зовнішні прояви дії ринкового алокаційного механізму, функціонування якого підтримується

на ефективному рівні через підтримання цінової стабільності. Завдяки цьому мандат на забезпечення цінової стабільності є Парето-ефективним, а не дистрибутивним рішенням. Тому імплементація мандата може бути делегована вузькому колу технократів, які контролюються і звітують не за те, у який спосіб реалізується політика імплементації мандату, а за те, чи реалізований мандат, чи ні. На відміну від центрального банку, урядові дії у сфері бюджету є апріорі такими, що потребують демократичного контролю, оскільки стосуються або перерозподільчих процесів, або преференцій щодо обсягу податків – суспільних благ.

Розмиті контури ефективності фіскальної політики є продовженням цієї ж проблеми. Оскільки довгострокова оптимальна фіскальна політика за макроекономічним змістом не збігається з її поточними функціональними завданнями, це робить процес політико-демократичного контролю за урядом єдино можливим варіантом втілення суспільного вибору. Іншим боком цього є політизація фіскальної політики та потенційне відхилення від оптимальної траєкторії. Фіскальна політика не реалізується вузьким колом технократів, контроль за якими є контролем *ex post*, а не *ex ante*. Виборчий характер органів фіскальної політики та її природа, що передбачає невідповідність рішень Парето-ефективним варіантам, потребує іншого підходу до демократичного контролю. Звідси природа правил монетарної та фіскальної політик буде відрізнятись. Якщо у першому випадку вона може бути зведена до виключно макроекономічної проблематики і тільки в найбільш радикальних випадках до проблеми інституціональних спотворень, то в другому випадку етимологія правил є і макроекономічною, і політико-інституцоінальною.

Виникає питання, чому попри очевидну недостатність макротеоретичного обґрунтування необхідності обмежень на дискреційні дії у сфері фіскальної політики для запровадження правил, останні виступають вагомим підґрунтям для цього, навіть попри те, що прямі аналогії з монетарною політикою підпадають під суттєві обмеження? Основна причина у тому, що коінтеграція між академічно визнаними висновками та суспільними преференціями дуже часто не формується автоматично, а потребує цілеспрямованого генерування. Можливості апелювати навіть не стільки до формальних негативних наслідків державного боргу (вони були відомі ще з часів англійської класичної політекономії), скільки до підтвердження ендогенної вразливості фіскальної політики до дефіцитного зміщення, переводять дебати з приводу суспільно оптимальних параметрів бюджету в площину відповідальних та усвідомлених самообмежень. Такі самообмеження є демонстрацією готовності прийняти факт, що оптимальна фіскальна політика може бути динамічно інконсистентною. Відповідно, ступінь прихильності до формалізації таких самообмежень та слідування ним, коли вони набувають статусу правил, стає значно прозорішим критерієм оцінки поведінки політиків, порівняно з можливостями маніпулювати макропараметрами бюджету задля досягнення електорально резонансних цілей економічної політики.

Важливим етимологічним підґрунтям запровадження фіскальних правил є нова класична макроекономіка. На фіскальну політику, як і на монетарну, поширюються принципи динамічної інконсистентності. Підтримання суверенної платоспроможності в довгостроковому періоді може не відповідати цілому набору фіскальних пріоритетів в короткостроковому (стабілізація ділового циклу, інфлювання номінальної вартості боргу тощо). Обмежити дефіцитне зміщення фіскальної політики за аналогією з інфляційним зміщенням монетарної політики є значно

важче через відмінні критерії ефективності та структуру політичної відповідальності урядів та центральних банків. Виведення на передній план ендогенного конфлікту між коротко- та довгостроковими цілями фіскальної політики, що призводить до дефіцитного зміщення, відрізняючись за теоретичним змістом від інституціональних детермінант фіскального опортунізму, як теоретичний аргумент на користь правил має ту перевагу, що воно виходить за межі аналізу егоїстичних намірів політиків і відображає структурний розрив у досягненні цілей економічної політики на відмінних часових інтервалах. В умовах альтернативності макротеоретичних підходів до оптимальної боргової траєкторії, що дозволяє маніпулювати ув'язкою цілей та інструментів фіскальної політики, останні є транспарентними критеріями ідентифікації поведінки політиків в питаннях дефіциту бюджету та державного боргу.

Література

1. Kopits G. Fiscal Rules / G. Kopits, S. Symansky // IMF Occasional Paper. – 1998. – OP/98/162. – 56 p.

2. Buchanan J. Deficits / J. Buchanan, Ch. Rowley, R. Tollison. – Oxford : Basil Blackwell, 1986.

3. Buchanan J. Democracy in Deficit : The Political Legacy of Lord Keynes / J. Buchanan, R. Wagner. – New York : Academic Press, 1977.

4. Wagner R. Revenue Structure, Fiscal Illusion, and Budgetary Choice / R. Wagner // Public Choice. – 1976. – Vol. 25. – P. 45–61.

5. Wyplosz Ch. Fiscal Policy: Institutions Versus Rules / Ch. Wyplosz // National Institute Economic Review. – 2005. – Jan. – № 191. – P. 70–84.

6. Hagen von J. Political Economy of Fiscal Institutions / J. von Hagen // Governance and the Efficiency of Economic System (GESY) Discussion Paper. – 2005. – № 149. – P. 1–14.

7. Drazen A. Fiscal Rules from Political Economy Perspective / A. Drazen // Paper Prepared for the IMF-World Bank Conference on Rule-Based Fiscal Policy in Emerging Market Economies, Oaxaca, Mexico. – 2002. – Feb. 14–16. – P. 1–28.

8. Persson T. Why a Subborn Conservative Would Run a Deficit: Policy with Time-inconsistent Preferences / T. Persson, L. Svensson // Quarterly Journal of Economics. – 1989. – № 104. – P. 325–345.

9. Alesina A. A Positive Theory of Fiscal Deficits and Government Debt / A. Alesina, G. Tabellini // Review of Economic Studies. – 1990. – № 57. – P. 403–414.

10. Drazen A. Political Economy in Macroeconomics / A. Drazen. – Princeton, NJ : Princeton University Press, 2000.

11. Drazen A. The Political Business Cycle After 25 Years / A. Drazen // NBER Macroeconomics Annual. – 2000 [Electronic resource]. – Access mode : www.nber.org.

12. Marneffe W. The Impact of Fiscal Rules on Public Finance: Theory and Empirical Evidence for the Euro Area / W. Marneffe, B. van Aarle, W. van der Wielen, L. Vereeck [Electronic resource]. – Access mode : www.iwh-halle.de.

13. Lombardo D. The Design of Fiscal Rules / D. Lombardo // IMF and Turkish Banks' Association Seminar, Feb. 26, 2009. – P. 1–21.

14. Murray A. Fiscal Rules Ok? / A. Murray, G. Wilkes // Centre Forum. – 2009. – Jan. – P. 1–12.

15. Emmerson C. The Government's Fiscal Rules / C. Emmerson, Ch. Frayne, S. Love // The Institute for Fiscal Studies Briefing Note. – 2006. – № 16. – P. 1–15.

16. Lima P. de Macroeconomic Policy and Economic Performance / P. de Lima, A. de Serres, M. Kennedy // OECD Economic Department Working Papers. – 2003. – № 353. – P. 1–65.

17. Fiscal Rules – Anchoring Expectations for Sustainable Public Finance // IMF. – 2009. – SM/09/274. – P. 1–72.

18. Классики кейнсианства : в 2-х т. Т. 1: К теории экономической динамики. Экономические циклы и национальный доход. – Ч. I-II / Э. Хансен. – М. : ОАО Издательство "Экономика", 1997. — 416 с.

19. Классики кейнсианства : в 2-х т. – Т. II : Экономические циклы и национальный доход. – Ч. III-IV / Э. Хансен. – М. : ОАО Издательство "Экономика", 1997. – 431 с.

20. Моисеев С. Политэкономия финансовой репрессии / С. Моисеев // Вопросы экономики. – 2002. – № 12. – С. 36–50.

21. Фридмен М. Оптимальное количество денег (Если бы деньги заговорили…) / М. Фридмен ; пер. с англ. – М. : Дело, 1999. – С. 43–105.

22. Lucas R. Some International Evidence on Output-Inflation Tradeoffs / R. Lucas // American Economic Review. – 1973. – № 63/3. – P. 326–334.

23. Lucas R. Econometric Policy Evaluation: A Critique / R. Lucas // Carnegie-Rochester Series on Public Policy. – 1976. – Vol. 1.

24. Barro R. Are Government Bonds Net Wealth? / R. Barro // Journal of Political Economy. – 1974. – Vol. 82, 6. – P. 1095–1117.

25. Kydland F. Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans / F. Kydland, E. Prescott // Journal of Political Economy. – 1977. – № 85 (3). – P. 473–492.

26. Barro R. A Positive Theory of Monetary Policy in a Natural Rate Model / R. Barro, D. Gordon // Journal of Political Economy. – 1983. – № 101 (3). – P. 589–610.

27. Barro R. Rules, Discretion and Reputation in a Model of Monetary Policy / R. Barro, D. Gordon // Journal of Monetary Economics. – 1983. – № 12. – P. 101–120.

28. Aizenman J. International Reserve Holding with Sovereign Risk and Costly Tax Collection / J. Aizenman, N. Marion // Economic Journal. – 2004. – Vol. 17. – P. 370–400.

29. Blanchard O. An Empirical Characterization of the Dynamic Effects of Changes in Government Spending and Taxes on Output / O. Blanchard, R. Perotti // Quarterly Journal of Economics. – 2002. – Vol. 117, 4. – P. 1329–1368.

References

1. Kopits, G., Symansky, S. (1998). Fiscal Rules. IMF Occasional Paper, OP/98/162, 56.

2. Buchanan, J., Rowley, Ch., Tollison, R. (1986). Deficits. Oxford: Basil Blackwell.

3. Buchanan, J., Wagner, R. (1977). Democracy in Deficit: The Political Legacy of Lord Keynes. New York: Academic Press.

4. Wagner, R. (1976). Revenue Structure, Fiscal Illusion, and Budgetary Choice. Public Choice, 25, 45–61.

5. Wyplosz, Ch. (2005). Fiscal Policy: Institutions Versus Rules. National Institute Economic Review, 191, 70–84.

6. Hagen von, J. (2005). Political Economy of Fiscal Institutions. Governance and the Efficiency of Economic System (GESY) Discussion Paper, 149, 1–14.

7. Drazen, A. (2002). Fiscal Rules From Political Economy Perspective. Paper prepared for the IMF-World Bank Conference on Rule-Based Fiscal Policy in Emerging Market Economies, Oaxaca, Mexico, Feb. 14–16, 1–28.

8. Persson, T., Svensson, L. (1989). Why a Subborn Conservative Would Run a Deficit: Policy with Time-inconsistent Preferences. Quarterly Journal of Economics, 104, 325–345.

9. Alesina, A., Tabellini, G. (1990). A Positive Theory of Fiscal Deficits and Government Debt. Review of Economic Studies, 57, 403–414.

10. Drazen, A. (2000). Political Economy in Macroeconomics. Princeton, NJ: Princeton University Press.

11. Drazen, A. (2000). The Political Business Cycle After 25 Years. NBER Macroeconomics Annual. Available at: http: // www.nber.org.

12. Marneffe, W., Aarle van, B., Wielen van der, W., Vereeck, L. The Impact of Fiscal Rules on Public

Finance: Theory and Empirical Evidence for the Euro Area. Available at: http: // www.iwh-halle.de.

13. Lombardo, D. (2009). The Design of Fiscal Rules. IMF and Turkish Banks' Association Seminar, Feb. 26, 1–21.

14. Murray, A., Wilkes, G. (2009). Fiscal Rules Ok? Centre Forum, Jan. 1–12.

15. Emmerson, C., Frayne, Ch., Love, S. (2006). The Government's Fiscal Rules. The Institute for Fiscal Studies Briefing Note, 16, 1–15.

16. Lima, P. de, Serres, A. de, Kennedy, M. (2003). Macroeconomic Policy and Economic Performance. OECD Economic Department Working Papers, 353, 1–65.

17. Fiscal Rules – Anchoring Expectations for Sustainable Public Finance. (2009). IMF, SM/09/274, 1–72.

18. Hansen, Je. (1997). Klassiki kejnsianstva. K teorii jekonomicheskoj dinamiki. Jekonomicheskie cikly i nacional'nyj dohod [Classics of Keynesianism. Toward theory of economic dynamics]. (Vols 1–2). Moscow: OAO Izdatel'stvo Jekonomika [in Russian].

19. Hansen, Je. (1997). Klassiki kejnsianstva. Jekonomicheskie cikly i nacional'nyj dohod [Classics of Keynesianism. Economic cycles and national income]. (Vols 1–2). Moscow: OAO Izdatel'stvo Jekonomika [in Russian].

20. Moiseev, S. (2002). Politjekonomija finansovoj repressii. [Political economy of financial reprecion]. Voprosy jekonomiki. Problems of economics, 12, 36–50 [in Russian].

21. Fridmen, M. (1999). Optimal'noe kolichestvo deneg / Esli by den'gi zagovorili… [Optimal quantity of money]. Moscow: Delo, 43–105 [in Russian].

22. Lucas, R. (1973). Some International Evidence on Output-Inflation Tradeoffs. American Economic Review, 63/3, 326–334.

23. Lucas, R. (1976). Econometric Policy Evaluation: A Critique. Carnegie-Rochester Series on Public Policy, 1.

24. Barro, R. (1974). Are Government Bonds Net Wealth? Journal of Political Economy, 82, 6, 1095–1117.

25. Kydland, F., Prescott, E. (1977). Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans. Journal of Political Economy, 85 (3), 473–492.

26. Barro, R., Gordon, D. (1983). A Positive Theory of Monetary Policy in a Natural Rate Model. Journal of Political Economy, 101 (3), 589–610.

27. Barro, R., Gordon, D. (1983). Rules, Discretion and Reputation in a Model of Monetary Policy. Journal of Monetary Economics, 12, 101–120.

28. Aizenman, J., Marion, N. (2004). International Reserve Holding with Sovereign Risk and Costly Tax Collection. Economic Journal, 17, 370–400.

29. Blanchard, O., Perotti, R. (2002). An Empirical Characterization of the Dynamic Effects of Changes in Government Spending and Taxes on Output. Quarterly Journal of Economics, 117,4, 1329–1368.