

УДК 336.22:339.7

ФІСКАЛЬНА ПОЛІТИКА В СИРОВИННИХ ЕКОНОМІКАХ: РОЛЬ БЮДЖЕТУ ТА ФОНДІВ СУВЕРЕННОГО БАГАТСТВА

DOI 10.30838/ P.ES.2224.290818.49.176

Ніконенко У. М., к.е.н.*Українська академія друкарства*

В статті досліджено особливості фінансової політики в країнах-експортерах сировинних ресурсів, зокрема розкрито «кращі практики» антициклічного регулювання на основі правила фінансової політики. За допомогою методу OLS для незбалансованої просторово-часової вибірки 15 річних даних країн Латинської Америки, Південно-Східної Азії і колишнього Радянського Союзу (плюс Туреччина і ПАР) емпірично оцінено вплив сальдо бюджету (з врахуванням часового тренду) на показники зростання ВВП (%), інфляцію (%), номінальну і реальну процентні ставки (%), інвестиції (% від ВВП), заощадження (% від ВВП), сальдо поточного рахунку (% від ВВП), а також на частку високотехнологічного експорту в загальному обсязі експорту промислової продукції (%). Індивідуальні особливості окремих країн враховано за допомогою відповідних фіктивних змінних. Підтверджено конструктивність антициклічної фінансової політики як чинника зниження процентної ставки, збільшення заощаджень та поліпшення сальдо поточного рахунку, що має полегшити проведення стабілізаційної політики в економіці зі сировинною орієнтацією. Зазначено, що створення фондів суверенного багатства виглядає необхідною умовою для реалізації правила фінансової політики. Встановлено, що ефективність урядових видатків як чинника довгострокового економічного зростання залежить від якості інституційних чинників.

Ключові слова: фінансова політика, сировинна економіка, економічне зростання, проциклічність фінансової політики, сальдо бюджету, правило фінансової політики, фонди суверенного багатства.

UDC УДК 336.22:339.7

FISCAL POLICY IN RAW MATERIALS ECONOMICS: THE ROLE OF THE BUDGET AND THE SOVEREIGN WEALTH FUNDS

DOI 10.30838/ P.ES.2224.290818.49.176

Nikonenko U., PhD in Economics*Ukrainian Academy of Printing*

The peculiarities of fiscal policy of the countries exporting raw materials have been researched, and the «best practices» of anti-cyclical regulation based on the rule of fiscal

policy have been analyzed, in particular. Using the OLS method for the unbalanced spatial-temporal sample of 15 annual data from Latin America, Southeast Asia and the former Soviet Union countries (plus Turkey and South Africa), the impact of budget balances (taking into account the time trend) on GDP growth rates (%), inflation (%), nominal and real interest rates (%), investments (% of GDP), savings (% of GDP), current account balances (% of GDP), as well as the share of high-tech exports in the total volume of export of industrial products (%) has been empirically estimated. Individual characteristics of peculiar countries have been taken into account using the appropriate fictitious variables. The constructivism of countercyclical fiscal policy as a factor in lowering the interest rate, increasing savings and improving the current account balance, which should facilitate stabilization policy in the commodity-oriented economy, has been confirmed. It has been noted, that the creation of sovereign wealth funds is a prerequisite for the implementation of the fiscal policy rules. It has been established, that the efficiency of government expenditures as a factor of long-term economic growth depends on the institutional factors quality.

Keywords: fiscal policy, raw material economy, economic growth, fiscal policy procyclicality, budget balance, rule of fiscal policy, sovereign wealth funds.

Актуальність проблеми. Впродовж 2000-х років країни, багаті на природні ресурси отримували вигоду від злету цін на сировинні товари, коли ціни на метал і нафту досягли свого піку. Як наслідок – у них суттєво зросли бюджетні надходження і з'явилась можливість рухатися в напрямі економічних перетворень і розвитку. Проте, нещодавній обвал сировинних цін нагадав, що вони є волатильними, непередбачуваними і піддаються довготривалим потрясінням. Сьогодні фіскальна політика відіграє більшу роль в економічній стабілізації, ніж раніше, так як центральні банки багатьох розвинутих країн знизили процентні ставки майже до нуля, і обмеження монетарної політики проходять випробування на міцність, що й зумовило актуальність теми дослідження.

Аналіз останніх досліджень. Проблеми фіскальної політики в сировинних економіках є основою праць зарубіжних вітчизняних вчених, зокрема П.-Р. Агенора [15], Х. де Грегоріо [6; 11], К. Едвардса [13], Х. П. Медіни та К. Сото [10], Ф. Серрана та Р. Сумми [14], Дж. Франкеля [1; 3; 8; 12] та багатьох інших. Разом з тим, у вітчизняній економічній літературі недостатньо висвітлені проблеми антициклічної фіскальної політики в економіках зі сировинною орієнтацією, зокрема макростабілізаційна роль бюджету та фондів суверенного багатства, а

також бракує емпіричних оцінок впливу сальдо бюджету на основні макроекономічні показники країн-експортерів сировинних ресурсів.

Метою роботи є дослідження особливостей фіскальної політики в країнах-експортерах сировинних ресурсів, зокрема розкриття «кращих практик» антициклічного регулювання на основі правила фіскальної політики та висвітлення ролі фондів суверенного багатства як напряму мінімізації залежності від кон'юнктури сировинних ринків, а також емпірична оцінка впливу сальдо бюджету на основні макроекономічні показники в країнах зі сировинною орієнтацією.

Викладення основного матеріалу дослідження. Під час сировинного буму антициклічна фіскальна політика необхідна передусім для зниження процентної ставки та запобігання погіршенню сальдо поточного рахунку. Обидва чинники важливі не лише для полегшення стабілізаційної політики, але й згладжування потоків капіталу, які переважно проциклічні та здатні створити «переліт» обмінного курсу в обидвох напрямках – підвищення та знецінення. Проте цим діапазон цілей фіскальної політики не обмежується, адже окрім стабільності доходу та низької інфляції важливими стають ще два завдання: згладжування міжчасових ефектів сировинного буму та заохочення інвестицій в несировинні галузі. Гіпотеза «перманентного доходу» передбачає, що додаткові надходження від сировинного буму мають заощаджуватися. Одним із способів слугують фонди суверенного багатства. Проте такий підхід вважається занадто спрощеним для країн з нижчим доходом, адже недостатній розвиток інфраструктури передбачає використання значної частини надходжень від експорту сировини на відповідні цілі.

Приймаючи комплементарність державних інвестицій на розвиток інфраструктури та приватних інвестицій у несировинному секторі, з'являється можливість для диверсифікації виробничої структури. Це дозволяє перетворити порівняльні переваги в сировинному секторі у серйозний чинник економічного розвитку, як це останнім часом демонструє Чилі. Загалом ця країна може вважатися зразком вдалого використання можливостей глобалізації, але з одночасною мінімізацією зростаючих ризиків. Хоча при цьому не відбулося радикальних змін галузевої структури, тим не менше помітні вагомні позитивні зрушення. Також Чилі – це зразок доповнення здорової макроекономічної політики і

структурних заходів належними інституційними реформами. Досвід чилійського структурного правила фіскальної політики рекомендується для використання всіма країнами-експортерами сировини [1].

Доцільність розвитку інфраструктури або фінансування сфери освіти і охорони здоров'я може суперечити цілям стабілізаційної політики, яка передбачає використання антициклічних фіскальних інструментів. Передусім йдеться про зниження реальної процентної ставки за рахунок обмеження сукупного попиту та премії від ризику. В ідеальному варіанті це повинно супроводжуватися збільшенням приватних інвестицій та гальмуванням інфляції. Вплив на заощадження не видається тривіальним, оскільки безпосередній вплив від скорочення дефіциту бюджету може нівелюватися зниженням реальної процентної ставки. Якщо збільшення інвестицій досить істотне, в поєднанні зі зменшенням заощаджень може виникнути дефіцит поточного рахунку.

Таку можливість передбачає модель з недосконалою інформацією щодо тривалості сировинного циклу, а практичною ілюстрацією може слугувати дефіцит поточного рахунку декількох країн-сировинних експортерів (Бразилія, Канада, Перу, Чилі) у 2010-2015 рр. [2]. Якщо підвищення цін тривале, а учасники ринку спочатку сподіваються на тимчасовість сировинного буму і лише згодом переглядають власні очікування на підставі поточних високих цін, то інвестиції поступово збільшуються (в очікуванні майбутніх високих доходів від експорту сировини), а внутрішні заощадження зменшуються. Сальдо поточного рахунку погіршується. Варто зауважити, що в іншому теоретичному контексті очікування подорожчання сировини мають перманентний характер від початку, а джерелом погіршення сальдо поточного рахунку стають зовнішні запозичення під заставу майбутніх доходів від сировинного експорту [3].

На прикладі країн Латинської Америки показано, що нездатність забезпечити антициклічність фіскальної і монетарної політики під час сировинного буму пояснює підвищену глибину кризових явищ, що відбуваються відразу ж після переходу до спадної динаміки цін на сировину [4].

Подібно за даними 121 країни виявлено, що в більшості випадків саме проциклічність фіскальної політики зумовлює негативний вплив сировинного буму на економічне зростання [5].

Для емпіричної перевірки найважливіших функціональних зв'язків використано оцінки OLS для незбалансованої просторово-часової вибірки 15 річних даних країн Латинської Америки, Південно-Східної Азії і колишнього Радянського Союзу (плюс Туреччина і ПАР). Як це зумовлено доступністю відповідних часових рядів, для окремих країн використано дані за достатньо довгий період 1972-2016 рр. (Мексика, Чилі, Уругвай, Індонезія, Таїланд, Туреччина), 1980-2016 рр. (Бразилія), тоді як в решті випадків часовий період обмежено 1990-2016 рр. (Аргентина), 1996-2016 рр. (Малайзія), 1999-2016 рр. (Колумбія, Україна), 1994-2016 рр. (Білорусь, Росія), 1997-2016 рр. (Грузія, Молдова).

Оцінювався вплив сальдо бюджету (з врахуванням часового тренду) на показники зростання ВВП, (%), ΔY_{it} , інфляції (%), ΔP_{it} , номінальної і реальної процентних ставок (%), R_{it} і $RREAL_{it}$, інвестицій (% від ВВП), I_{it} , заощаджень (% від ВВП), S_{it} , сальдо поточного рахунку (% від ВВП), CA_{it} , а також частки високотехнологічного експорту в загальному обсязі експорту промислової продукції (%), $TECH_{it}$. Індивідуальні особливості окремих країн враховувалися за допомогою відповідних фіктивних змінних.

Використано таку статистичну модель:

$$X_{it} = \alpha_0 + \phi BD_{it} + \eta_1 TIME_{it} + \eta_2 CRISIS_{it} + \eta_3 FSU_{it} + \varepsilon_{it}, \quad (1)$$

де X_{it} – вектор залежних змінних для країни i , BD_{it} – сальдо бюджету (% від ВВП), $TIME_{it}$ – фіктивна змінна, що враховує часовий тренд, $CRISIS_{it}$ – фіктивна змінна, що враховує кризові явища окремої країни, FSU_{it} – фіктивна для означення приналежності до країн колишнього Радянського Союзу.

З метою отримання більш реалістичних оцінок, що враховують перехід до низькоїінфляційного середовища, з вибірки даних усунено значення інфляції, що перевищують 80%. Отримані результати наведено у табл. 1. Попри мінімалістичний характер статистичної моделі (1), включені змінні пояснюють від 25% до 77% змін залежної змінної, що цілком прийнятно.

Таблиця 1 – Оцінки макроекономічного впливу сальдо бюджету

Змінні	ϕ	η_1	η_2	η_3	Статистика
ΔY_t	0,236 (6,37 ^{***})	-0,037 (-2,51 ^{**})	-6,213 (-10,53 ^{***})	—	$R^2=0,25$
ΔP_t	-0,267 (-1,92 ^{**})	-0,663 (-10,64 ^{***})	-3,057 (-10,53 ^{***})	6,081(3,63 ^{***})	$R^2=0,21$
R_t	-0,491 (-2,67 ^{***})	-0,754 (-7,60 ^{***})	5,410 (3,01 ^{**})	6,463 (3,01 ^{***})	$R^2=0,37$
$REAL_t$	-0,704 (-4,45 ^{***})	-0,164 (-1,95 [*])	3,872 (1,59)	-6,581(-1,25)	$R^2=0,25$
I_t	0,163 (3,85 ^{***})	0,097 (5,58 ^{***})	-1,489 (-2,31 ^{**})	—	$R^2=0,28$
S_t	0,216 (4,64 ^{***})	0,050 (2,19 ^{**})	0,050 (2,19 ^{**})	3,782 (5,35 ^{***})	$R^2=0,52$
CA_t	0,084 (2,32 ^{**})	0,084 (2,93 ^{**})	—	3,073 (5,02 ^{***})	$R^2=0,77$
$TECH_t$	0,066 (0,99)	0,103 (2,26 [*])	—	—	$R^2=0,76$

Примітка: в дужках подано t-статистику; *, **, *** означає статистичну значущість на рівні 10, 5 і 1% відповідно.

Джерело: розроблено автором

Для досліджуваних країн-експортерів сировини не викликає сумніву серйозний стабілізуючий ефект від поліпшення сальдо бюджету, причому саме в аспекті зниження номінальної і реальної процентної ставки. Поліпшення сальдо бюджету на 1% від ВВП знижує обидві процентні ставки на 0,5 і 0,7 пп. відповідно. Водночас відбувається збільшення заощаджень та інвестицій, тобто простежується ефект «витіснення» приватних інвестицій дефіцитом бюджету. Оскільки вплив на заощадження сильніший, відбувається поліпшення сальдо поточного рахунку. Також спостерігається безпосередній прямий зв'язок між поліпшенням сальдо бюджету і темпом зростання ВВП та обернений – з інфляцією. Втім, не виявлено впливу сальдо бюджету на частку високотехнологічних товарів у промисловому експорті.

Врахування часового тренду дозволяє стверджувати, що у країнах-експортерах сировини за останні роки відбувалося зниження темпу зростання ВВП, інфляції та обидвох процентних ставок – номінальної і реальної. Також простежується тенденція до збільшення інвестицій і заощаджень, з одночасним поліпшенням сальдо поточного рахунку та зростанням частки високотехнологічного експорту в промисловому експорті.

Цілком очікувано кризові явища знижують темп зростання ВВП та обсяги інвестицій. У «кризовому» році темп зростання ВВП нижчий у середньому на 6,2%, а інвестиції – на 1,5 % від ВВП. Водночас досить стрімко підвищується вартість кредитних ресурсів у номінальному і реальному вимірах. Заощадження збільшуються, але набагато менше порівняно зі спадом інвестицій. Впливу на решту показників не виявлено, хоча прискорене зменшення інвестицій мало позначитися поліпшенням сальдо поточного рахунку.

Специфіку країн колишнього Радянського Союзу визначають підвищення номінальної та заниження реальної процентної ставки, що неважко пояснити підвищеною вразливістю до інфляції, а також тенденція до збільшення заощаджень і поліпшення сальдо поточного рахунку. В решті аспектів відмінності не простежуються.

Аналіз фіктивних змінних для окремих країн не виявляє індивідуальних особливостей щодо динаміки ВВП, але такі відмінності з'являються для інших залежних змінних. Схильність до інфляції виявляють Уругвай і Туреччина, тоді як протилежне притаманно Таїланду. Загалом не дивно, що в Уругваї існують передумови для підвищення номінальної і реальної процентних ставок, а також зменшення інвестицій, поряд з Аргентиною, та заощаджень, поряд з Бразилією, Колумбією, Грузією і Молдовою. Сприятливими для інвестицій виявилися Бразилія, Чилі, Індонезія, Малайзія, а також Туреччина, Білорусь і Грузія. До заощаджень схильні Малайзія, Таїланд і Туреччина. Внутрішні характеристики сприяють поліпшенню сальдо поточного рахунку лише в Малайзії, тоді як протилежне стосується Чилі, Білорусі, Грузії і Молдови. Примітно, що серед країн з несприятливими умовами для збільшення частки високотехнологічного експорту опинилися Україна, Молдова і Туреччина.

Отримані результати підтверджують конструктивність антициклічної фіскальної політики як чинника зниження процентної ставки, збільшення заощаджень та поліпшення сальдо поточного рахунку, що має полегшити проведення стабілізаційної політики в економіці зі сировинною орієнтацією. Водночас така політика збільшує заощадження і не «витісняє» інвестиції, що важливо на довгострокову перспективу. Можна стверджувати, що поліпшення сальдо бюджету – це універсальний «рецепт» фіскальної політики під час сировинного буму, який лише

підтверджує доцільність адаптації успішного досвіду Чилі, де така політика набула завершеності у вигляді циклічного правила фіскальної політики, яке реалізовано в середовищі з політикою таргетування інфляції, відкритості для зовнішньої торгівлі й потоків капіталу та високою капіталізацією банківської системи [6].

Просте правило фіскальної політики у Ботсвані передбачає, що урядові видатки (за винятком охорони здоров'я і освіти) повинні фінансуватися за рахунок надходжень до бюджету (без врахування платежів від сировинного сектора) [7]. Надходження від сировинного сектора (діаманти) використовуються для розвитку інфраструктури, фінансування освіти і охорони здоров'я та придбання іноземних активів. Для країни на зразок ПАР пропонується використати правило для урядових видатків, що передбачає: 1) розрахунок очікуваного доходу, 2) оцінку циклічного компонента податкових надходжень, 3) розрахунок рівноважного значення податкових надходжень, 4) визначення рівня урядових видатків, який не суперечить логіці збалансованого бюджету [8].

Хоча здатність правил фіскальної політики та пов'язаного з цим використання фондів суверенного багатства подолати небажану проциклічність не виглядає стовідсотковою, наприклад цього не виявлено для Норвегії [9], оцінки для Чилі цілком протилежні.

Історично цикл ділової активності у Чилі щільно корелює зі змінами світових цін на мідь, яка становить близько 40% експорту і 15% надходжень до бюджету [10]. Враховуючи таку особливість, у 1985 р. було створено стабілізаційний фонд (*англ.* the Copper Stabilization Fund). Якщо поточна ціна міді перевищувала 0,1 долара за фунт, всі додаткові надходження від експорту спрямовувалися у стабілізаційний фонд, а при перевищенні від 0,04 до 0,1 долара за фунт — 50% таких надходжень. Згодом з'явилося правило фіскальної політики, що унезалежнює урядові видатки від світових цін на мідь, а від 2001 р. практикується таргетування структурного сальдо бюджету [11].

Оскільки в Чилі одночасно підтримується таргетування інфляції, становить практичний інтерес узгодження обох правил — фіскальної і монетарної політики. Подібно до фіскальної політики, монетарна політика має бути антициклічною, що передбачає підвищення процентної ставки на випадок підвищення цін на сировину та зумовленого цим «розриву» доходу. Поліпшення сальдо бюджету полегшує таке завдання через

зниження рівноважного рівня процентної ставки, а супутнє поліпшення поточного рахунку нейтралізує побоювання щодо зміцнення грошової одиниці. Дж. Франкель називає таке підвищення номінального обмінного курсу надійним критерієм антициклічності монетарної політики у сировинній економіці [12].

Використання фіскального стимулу за умов достатнього фіскального простору та вільного «плавання» грошової одиниці запобігло зниженню ВВП у 2009 р. в Австралії. Канаду на початку 1990х років називали «почесним представником країн третього світу», де в обігу знаходиться «північне песо» (натяк на подібності з країнами Латинської Америки), але амбіційна програма скорочення урядових видатків, перехід до збалансованого бюджету та лібералізація економіки оперативнo змінили ситуацію на краще [13]. Відновилося зростання ВВП, знизилася безробіття, а канадський долар досяг паритету з долларом США. Нещодавно до поліпшення сальдо бюджету була змушена Португалія, що теж позначилося збільшенням експорту та стрімким поліпшенням сальдо поточного рахунку, попри високі видатки на обслуговування зовнішнього боргу.

На фоні успішного досвіду стають виразнішими помилки у фіскальній політиці багатьох інших країн-сировинних експортерів. Корекція фіскальної політики може бути запізненою. Наприклад, уряд Бразилії зважився на скорочення урядових видатків з метою збільшення фіскального простору і стимулювання приватних інвестицій лише наприкінці 2011 р. [14]. Передусім були зменшені інвестиційні видатки державного сектора. Безпосередньою мотивацією стала відсутність очікуваного збільшення приватних інвестицій та експорту після девальвації реала та зниження реальної процентної ставки. Як це відбувалося у попередні роки, почала підвищуватися інфляція, а після цього – номінальна процентна ставка. Згодом для стимулювання інвестицій були використані податкові стимули, але теж без успіху. Попри зниження обмінного курсу на 45% в 2011-2014 рр., очікуваного значного збільшення експорту не було. Це заперечило аргументи багатьох економістів, які звично пояснювали недостатнє зростання експорту гіпотетичним завищенням обмінного курсу.

В Аргентині продемонстровано, що без поліпшення сальдо бюджету не може бути конструктивною політика поступового знецінення грошової

одиниці. Це важливо для усвідомлення ризиків поточної української політики, коли за допомогою більшої гнучкості обмінного курсу простежується намагання відкласти в часі назріле поліпшення сальдо бюджету. На прикладі Аргентини зразка 2010-2018 рр. виразно помітно, що перехід до гнучкого курсоутворення не може розглядатися панацеєю від труднощів платіжного балансу і гарантом «автоматичного» підтримання стійкої траєкторії економічного зростання.

Загалом у сировинній економіці великий ризик створює спокуса розглядати платіжний дисбаланс тимчасовою проблемою, яка дозволяє обійтися без скорочення дефіциту бюджету чи обмеження пропозиції грошової маси. Так само ілюзорно розраховувати на збільшення надходжень до бюджету від імпортного мита.

Створення фондів суверенного багатства становить ще один напрям мінімізації залежності від кон'юнктури сировинних ринків. Переважно це стосується країн-експортерів нафти, але відповідні підходи можуть бути використані й для інших країн. Наприклад, Малайзія в середині 1990-х років створила фонд суверенного багатства для акумуляції коштів від експорту аграрної сировини, що дозволило зменшити вразливість до світових цін на сировину і стабілізувати економіку. Доцільність SWFs визначають можливості підтримання стабільного рівня споживання у сировинних економіках навіть після того, як природні ресурси будуть вичерпані [7].

Одним з найкращих прикладів використання фондів суверенного багатства слугує Норвегія. Фактично Government Pension Fund – Global (GPF) має гібридні риси, поєднуючи функції ощадного і стабілізаційного фондів [9]. У першому випадку головним є заощадження коштів від експорту нафти і природного газу для майбутніх поколінь, а в другому – стабілізація надходжень до бюджету та доходу загалом. Правило фіскальної політики передбачає, що урядовий дефіцит бюджету не повинен перевищувати довгострокової доходності активів GPF на рівні 4% річних. Близько 2/3 активів норвезького фонду розміщені в акціях, що становить понад 1% капіталізації світових фондових ринків. Акумуляовані кошти становлять серйозну «подушку безпеки» на випадок вичерпання природних ресурсів.

Оскільки норвезький GPF відрізняється функціональним дуалізмом, це пояснює відсутність чітких ознак антициклічної фіскальної політики.

Як показав П.-Р. Агенор [15], механізми суверенного фонду не гарантують нейтралізації наслідків цінової нестабільності на світових сировинних ринках. За допомогою моделі DSGE проаналізовано ефективність трьох варіантів використання надходжень від сировинного буму: а) трансферти для населення (повністю), б) державні інвестиції і трансферти (повністю), в) суверенний фонд У перших двох варіантах важко уникнути симптомів «голландської хвороби», а в третьому варіанті проблему становить мінімізація втрат добробуту. Наслідком стає відмінний часовий профіль макроекономічної нестабільності. Збільшення урядових видатків на споживчі або інвестиційні цілі збільшує волатильність у поточному періоді, а надходження від суверенних фондів робитимуть це у майбутньому. Отримані результати свідчать на користь використання частини надходжень від сировинного буму з метою збільшення урядових видатків, але при цьому недоцільно обмежуватися розвитком інфраструктури, а збільшувати видатки на освіту і охорону здоров'я.

Впорядкування урядових видатків, яке не суперечить цілям короткочасної стабілізаційної політики, може бути істотним чинником підвищення ефективності фіскальної політики на довгострокову перспективу. Якщо традиційно йдеться про переорієнтацію урядових видатків зі споживання на інвестиції, то не менш важливими є видатки на освіту і охорону здоров'я, що створюють передумови для збільшення людського капіталу.

Недостатня диверсифікація економіки теж може бути наслідком (принаймні частково) погіршення структури урядових видатків. В економіці з високим дефіцитом бюджету і значною державною заборгованістю заважають, з одного боку, зростаючі видатки на соціальні цілі, а з іншого боку, – зростаючі видатки на обслуговування внутрішнього і зовнішнього державного боргу. Натомість перехід до збалансованого бюджету дозволяє переорієнтувати урядові видатки на розвиток інфраструктури і людського капіталу, як це продемонстровано у Малайзії і Чилі. Малайзія не лише вкладала кошти у модернізацію виробництва пальмової олії і каучуку, але й розширювала набір студентів на технічні спеціальності та розвивала співпрацю з технічними університетами Австралії і Канади. У контексті післякризової політики структурних реформ і стимулювання експорту подібні заходи щодо підвищення якості освіти та її впливу на реальний сектор реалізовує Португалія.

Незалежно від структури урядових видатків, їхня ефективність істотно залежить від інституційного середовища. М. Бергман і М. Хатчисон [16] на прикладі 81 країни показали, що правила фіскальної політики дуже ефективно знижують проциклічність фіскальної політики в економіках з високою якістю державного управління. Економіка Чилі належить до таких. Інституційна якість підвищує стабілізаційний ефект від правил фіскальної політики [17], а також фондів суверенного багатства – через більшу стабільність урядових видатків [18].

Висновки. Підсумовуючи зроблений аналіз, приходимо до висновку, що антициклічність фіскальної політики не суперечить логіці довгострокових цілей, адже при поліпшенні сальдо бюджету відбувається збільшення інвестицій та заощаджень. Нездатність забезпечити антициклічність фіскальної і монетарної політики під час сировинного буму створює підвищену макроекономічну нестабільність і таким чином підважує підвалини стійкого економічного зростання. За прикладом Чилі у сировинній економіці доцільно поєднати два правила – фіскальної і монетарної політики. Функціонування стабілізаційного фонду виглядає необхідною умовою для реалізації правила фіскальної політики. Ефективність урядових видатків як чинника довгострокового економічного зростання залежить від якості інституційних чинників.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ:

1. Frankel J.A. How Can Commodity Exporters Make Fiscal and Monetary Policy Less Pro-cyclical? / J.A. Frankel // *Beyond the Curse. Policies to Harness the Power of Natural Resources* // R. Arezki, T. Gylfason, A. Sy. – Washington: International Monetary Fund, 2011. – P. 167-192.
2. Fornero J. Learning about Commodity Cycles and Saving-Investment Dynamics in a Commodity-Exporting Economy / J. Fornero, M. Kirchner // *International Journal of Central Banking*. – 2018. – Vol. 14(2). – P. 205-262.
3. Frankel J. Fiscal and monetary policy in a commodity-based economy / J. Frankel, B. Smit, F. Sturzenegger // *Economics of Transition*. – 2008. – Vol. 16(4) – P. 679-713.
4. Adler G. Commodity Price Cycles: The Perils of Mismanaging the Boom / G. Adler, S. Sosa. – Washington: International Monetary Fund, 2011. – 39 p.
5. Aguirre A. The Resource Curse: Does Fiscal Policy make a Difference? / A. Aguirre, M. Giarda. – Working Papers Central Bank of Chile, 2015. – 19 p.

6. De Gregorio J. Chile: Foreign Shocks and Policy Responses. / J. De Gregorio // *World Economics*. – 2009 – Vol. 10. – No. 4. – P. 5-24.
7. Hamilton K. Sustainable Fiscal Policy for Mineral-Based Economies // K. Hamilton, E. Ley // *Beyond the Curse. Policies to Harness the Power of Natural Resources* // R. Arezki, T. Gylfason, and A. Sy. – Washington: International Monetary Fund, 2011. – P. 131-148.
8. Frankel J. Experience of and Lessons from Exchange Rate Regimes in Emerging Economies / J. Frankel // *Working Paper Series, rwp03-011*, Harvard University, John F. Kennedy School of Government, 2003. – 38 p.
9. Bjørnland H. Commodity prices and fiscal policy design: Procyclical despite a rule / H. Bjørnland, L. Thorsrud. – The Australian National University, 2016 – 61 p.
10. Medina J. P. Commodity prices and fiscal policy in a commodity exporting economy / J. P. Medina, C. Soto // *Economic Modelling*. – 2016. – Vol. 59 – P. 335-351.
11. De Gregorio J. Commodity Prices, Monetary Policy, and Inflation / J. De Gregorio // *IMF Economic Review*. – 2012. – Vol. 60. – No. 4. – P. 600-633.
12. Frankel J. How to Cope with Volatile Commodity Export Prices: Four Proposals / J. Frankel // *Natural Resources, Finance and Diversification: Diagnostics and Policies* // R. Arezki and R. Boucekine (eds.). – Washington: World Bank, 2017. – P. 1-12.
13. Edwards C. Canada's Fiscal Reforms / C. Edwards // *Cato Journal*. – 2013. – Vol. 33. – No. 2. – P. 299-306.
14. Serrano F. Aggregate demand and the slowdown of Brazilian economic growth in 2011-2014 / F. Serrano, R. Summa // *Nova Economia*. – 2015. – Vol. 25. – P. 803-833.
15. Agénor P.-R. Optimal fiscal management of commodity price shocks / P.-R. Agénor // *Journal of Development Economics*. – 2016. – Vol. 122. – P. 183-196.
16. Bergman M. Economic Stabilization in the Post-Crisis World: Are Fiscal Rules the Answer? / M. Bergman, M. Hutchison // *Journal of International Money and Finance* – 2015. – Vol. 82. – P. 82-101.
17. Cespedes L. F. Was this Time Different?: Fiscal Policy in Commodity Republics / L. F. Cespedes, A. Velasco // *Journal of Development Economics*. – 2014. – Vol. 106. – P. 92-106.
18. Mohaddes K. Do Sovereign Wealth Funds Dampen the Negative Effects of Commodity Price Volatility? / K. Mohaddes, M. Raissi // *Globalization and Monetary Policy Institute Working Paper*. – 2017. – No. 304. – 22 p.