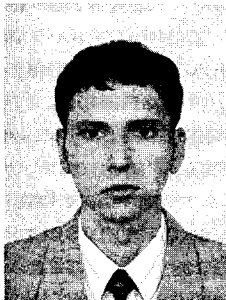


УДК 336.339



**Віктор Козюк**, завідувач кафедри економічної теорії Тернопільського національного економічного університету, академік Академії економічних наук України, доктор економічних наук, професор

### ЄВРОПЕЙСЬКИЙ БАНКІВСЬКИЙ СОЮЗ: ЗАПОВНЮЮЧИ ПРОГАЛИНУ В ТЕОРІЇ ОПТИМАЛЬНИХ ВАЛЮТНИХ ЗОН<sup>1</sup>

Банківський союз аналізується на предмет того, як він сприяє підтриманню оптимальності валютної зони. Стверджується, що в умовах фінансової інтеграції та гетерогенності валютного союзу спостерігається розмивання меж між симетричними й асиметричними шоками. Показано, що чотири основних елементи банківського союзу по-різному сприяють синхронізації бізнес-циклів. Єдині правила регулювання та нагляду усувають асиметрії в поведінці ділових циклів, які зумовлені варіацією інституціональних викривлень за країнами. Єдиний механізм запобігання кризам заохочує синхронізацію через повніше врахування системних ризиків. А єдиний механізм подолання криз та страхування депозитів виконують стабілізаційну функцію, тим самим нейтралізують проблему асиметричного доступу до фінансування. Втім, спільне страхування депозитів може мати перерозподільні наслідки. Автор робить висновок, що дизайн Європейського банківського союзу відповідає потребам з нівелювання причин, які зумовили кризу в зоні євро.<sup>1</sup>

**Ключові слова:** банківський союз, валютний союз, симетричні/асиметричні шоки, банківське регулювання, фінансові дисбаланси.

**Єдині правила банківського нагляду та регулювання.** Проблема єдиних правил має важливе значення як у контексті симетричних, так і асиметричних шоків. Теоретично можна припустити, що в умовах відсутності обмежень на потоки капіталу структурний арбітраж не відіграє суттєву роль,

<sup>1</sup> Завершення. Початок див.: Банківська справа № 3, с. 3—15.

хоча його перевагами можуть скористатись як кредитори, так і позичальники, які займають на ринку певну концентровану позицію. Стосовно проблеми єдиних правил можна виділити відмінності у структурі фінансової системи; різний ступінь вразливості до проциклічності; різну якість інститутів, що впливає на ефективність банківського нагляду<sup>2</sup>.

Так, дослідження у сфері порівняльного фінансового розвитку показують, що відмінності у структурі економіки є значущими факторами формування структури фінансової системи, яка надає послуги медіанному споживачу, а не домінуючим компаніям, які суттєво не обмежені національними фінансовими умовами<sup>3</sup>. Це означає, що відмінності у правилах банківського регулювання стають найбільш значущими тоді, коли шок є достатньо сильний, щоб вплинути на доступність фінансування саме для медіанного позичальника, для якого національні фінансові умови є вагомими. Більш жорстке регулювання (оцінка платоспроможності позичальника, формування резервів, вимоги до формування капіталу, критерії ліквідності, правила менеджменту поганих боргів тощо) може пришвидшити стиснення кредиту порівняно з м'якшим. Водночас жорсткіше регулювання може сприяти менш ризиковій поведінці.

Варіативність проциклічного характеру фінансових систем та відмінності у контрциклічному фінансовому регулюванні є природним наслідком неуніфікованого підходу до макрофінансових шоків як потенційних джерел дивергенції. Наприклад, чіткий поділ Європейського валютного союзу (ЄВС) на “Південь” та “Північ” за рівнем ВВП на душу населення в контексті макрофінансової вразливості є не зовсім коректний, а поділ на “базовий ЄВС” та “периферію” не завжди враховує роль фінансової інтеграції у детермінації випереджального зростання цін активів порівняно зі швидкістю зростання ВВП на душу населення. Не випадково Ірландія, Іспанія, Португалія, Греція та Кіпр опинились в епіцентрі прояву проциклічності фінансової системи не тому, що у них подібні фінансові системи, а тому, що всі вони перебували (Ірландія) чи перебувають (решта) на наздоганяльній фазі реальної конвергенції. Беручи до уваги зростання ролі фінансових факторів макроекономічної динаміки, можна однозначно стверджувати, що фінансові системи з відмінним профілем проциклічної поведінки є однознач-

<sup>2</sup> Слід зазначити, що в ранніх емпіричних дослідженнях відповідності ЄС критеріям оптимальності валютної зони відмінності у фінансових системах здебільшого розглядалися з позицій ефективності трансмісійного механізму уніфікованої монетарної політики. Висновки були здебільшого неоднозначні. Див.: Mongelli F. “New” Views on the Optimum Currency Area Theory: What Is EMU Telling Us! / F. Mongelli // ECB Working Paper. — 2002. — № 138. — P. 5—51.

Факт варіативності фінансових систем у країнах — членах зони євро не заперечувався, але зосередженість на монетарному аналізі проблеми та загальний теоретичний контекст погляду на євроінтеграцію не враховували подальші структурні зміни у сфері фінансового посередництва, зростання значення фінансових шоків та появу значної чутливості фінансових змінних до поведінки глобальної ліквідності.

<sup>3</sup> Demirguc-Kunt A. Bank-Based and Market-Based Financial Systems: Cross-Country Comparisons / A. Demirguc-Kunt, R. Levine // World Bank Policy Research Working Paper. — 1999. — Vol. 2143. — P. 1—34; Demirguc-Kunt A. The Evolving Importance of Banks and Securities Markets / A. Demirguc-Kunt, E. Feyen, R. Levine // World Bank Policy Research Working Paper. — 2011. — Vol. 5805. — P. 1—42; Lin J. Toward a Theory of Optimal Financial Structure / J. Lin, X. Sun, Y. Jiang // World Bank Policy Research Working Paper. — 2009. — Vol. 5038. — P. 1—32.

ними факторами потенційної дивергенції. В ситуації, коли на експансію та стиснення попиту першими реагують фінансові, а не споживчі ціни, спільна монетарна політика не завжди здатна нейтралізувати ризики зниження синхронізації бізнес-циклів. Міжчасовий характер зв'язків у фінансовій макроекономіці є основною причиною того, що відмінності у проциклічній реакції фінансових систем різних країн не набувають вигляду типового шоку, якому адресовані традиційні монетарні та фіскальні регулятори. Звідси відмінності в регулюванні, особливо в аспекті проциклічної поведінки, не відіграють позитивної ролі у сфері підтримання оптимальності валютної зони.

Централізація правил у банківському союзі відіграє комплексну роль. Єдині правила забезпечують передумови для того, щоб на фазі експансії ліквідності та стиснення ліквідності, прийняття ризиків для всього валютного союзу відображало пропорційну регуляторну реакцію на зміни у фінансових умовах, навіть якщо такі зміни варіюють для окремих країн. Практики формування регуляторного капіталу та зважування ризиків, оцінки платоспроможності, формування резервів тощо не були у фокусі монетарного аналізу оптимальності валютної зони, допоки амплітуди коливань фінансових циклів не зросли до масштабів потенційних загроз самій спільній монетарній політиці. Асиметричне застосування макропруденційних інструментів є фактором дивергенції з аналогічних міркувань. Звідси, уніфікація правил у банківському союзі створює єдине поле для застосування макропруденційного підходу. Асиметричні фінансові цикли, наслідки яких у сфері десинхронізації бізнес-циклів помітні тільки з часом, стають об'єктом уваги союзних регуляторів. У випадку, коли фінансовий цикл більше не є “клопотом” національних регуляторів з їх “національно зміщеними” макроекономічними та соціальними ідіосинкразіями, централізація “погляду” на асиметричну проциклічність та асиметричні цикли створює суттєві передумови для усунення проблеми “провалу координації”. Міжчасовий характер макрофінансових зв'язків є суттєвою перепорою для координації у сфері фінансового регулювання. Внаслідок цього його централізація дозволяє нейтралізувати ті передумови для дивергенції, які випливають з неспроможності децентралізованих учасників валютного союзу ідентифікувати ризики “ефектів переливу” та зворотних зв'язків.

Відмінності в якості інститутів традиційно не розглядаються в контексті теорії оптимальних валютних зон, хоча є досить вагомими для порівняльного фінансового розвитку. Припущення про те, що відмінності у стадіях реальної конвергенції певним чином кореспондують з конвергенцією у сфері якості інститутів, можна розглядати як важливу позицію, що пояснює більш слабе (що не є синонімом більш ліберального) фінансове регулювання у менш розвинутих країнах. У варіативному інституціональному середовищі симетричні “збудники” попиту, так само як і поява нових інвестиційних можливостей, матимуть відмінні наслідки у сфері пристосування

економіки до нових рівноважних умов. Найбільш вагомим для проблеми банківського союзу та оптимальності валютних зон є те, що від якості інститутів багато в чому залежить характер прийняття ризиків фінансовими посередниками, швидкість розчистки кредитного ринку, ефективність застосування корегувальних та каральних регуляторних інструментів. Оскільки від того, наскільки ефективно ризики враховуються у фінансових цінах, залежить динаміка фінансових умов, а від останніх — тенденції у сфері сукупного попиту, конвергенція у сфері якості інститутів стає фундаментально важливою для стабільності валютного союзу. Без інституціональної конвергенції відмінності в характері застосування фінансового законодавства та неформальні норми поведінки у сфері фінансових та банківських операцій призводять до ситуації, коли країни — учасники валютного союзу по-різному нагромаджують ризики, здавалось би, однотипних операцій. Це саме стосується глобальних фінансових умов. В одних країнах реагування на зміну глобальних фінансових умов супроводжуватиметься меншим нагромадженням системних ризиків, а в інших — більшим. Варіювання “фінансової крихкості”, зумовлене не стільки фінансовими практиками, скільки якістю інститутів, швидко передаватиметься циклічній асинхронності. Причому відсутність інституціональної конвергенції також означатиме, що проциклічність фінансової системи як така в різних країнах стає асиметричною в цілому та в розрізі фаз ділового циклу. Наприклад, країни із сильними інститутами та більш ефективним регулюванням повільніше нагромаджують ризики у фазі буму, але і швидше “розчищають” ринки під час спаду. Інституціональні викривлення не впливають на глибину викривлень в алокації кредиту та капіталу. Країни зі слабкими інститутами та неефективним регулюванням швидко нагромаджують ризики під час буму, що призводить до відносно швидшого зростання, але водночас мають глибші фінансові дисбаланси, корекція яких на фазі спаду стає дуже болючою і стикатиметься з проблемою перерозподільчих процесів. Тобто варіювання “фінансової крихкості” та “еластичності фінансової системи” в різних країн означає, що системні ризики нагромаджуються асиметрично, тим самим закладаючи фундаментальні передумови для дивергенції.

У таких умовах спільна монетарна політика втрачає свою ефективність з міркувань оптимальності валютної зони. На фазі буму країни з кращими інститутами повільніше реагують на поліпшення фінансових умов, а країни з гіршими інститутами швидко опиняються у стані перегріву. Відсутність валютних ризиків та значимості платіжного балансу як обмежувача макроекономічної експансії підвищує “еластичність фінансової системи”. На фазі спаду асиметричний доступ до фінансування, зумовлений відмінностями в тому, як нагромаджені системні ризики проявляються в масштабах кризи стиснення економіки, у перших стає явно обмеженішим, ніж у других, у яких значно вищі потреби в розчищенні ринків та докапіталізації. Відсутність корекції валютного курсу також уповільнює процес макроекономічного при-

стосування в других, оскільки втрата конкурентоспроможності та адаптація до нових рівноважних умов має відбуватись по каналах внутрішньої девальвації, соціальна прийнятність чого часто є обмеженою.

Іншим аспектом проблеми відсутності інституціональної конвергенції є погіршення ринкової дисципліни фінансових установ з країн, яким властиве ефективне регулювання. Експансія активів країн зі слабшими інститутами може відображати моральний ризик та прийняття ризику водночас. Їх поєднання призводять до реалокатії капіталів у середині валютного союзу, що поглиблює фінансові дисбаланси. Зростання транскордонного володіння активами демонструє, що у фінансово інтегрованому валютному союзі фінансові кордони не окреслюються якістю інститутів, а розмиваються, породжуючи проблему “фінансового націоналізму” тоді, коли системні ризики переростають у кризу. У фіскальному плані це означає, що країни з сильнішими інститутами здатні швидше допомогти своїм банкам, а країни зі слабшими інститутами отримують гіршу фіскальну ситуацію.

Таким чином, банківський союз виглядає більш виграним рішенням порівняно з фіскальним, оскільки спрямований не лише на проблему централізації регулювання задля розриву “зачарованого кола” зв’язку між банківською та суверенною платоспроможністю, а також на проблему інституціональної конвергенції. Централізація в цьому випадку означатиме вирівнювання ефективності регулювання у країнах-учасниках. Інтеграційне об’єднання з уніфікованими правилами банківського регулювання та централізованим наглядом, перш за все за транскордонними операціями банків, буде більшою мірою відповідати критеріям оптимальності валютної зони завдяки усуненню асиметрій в нагромадженні системних ризиків, ідентифікація та інструментарій нейтралізації яких відрізняються в різних країнах чи через відмінності в характері регулювання (жорсткіше/ліберальніше), чи то через якість інститутів (слабші/сильніші).

**Єдиний механізм попередження та розв’язання криз.** Певною мірою проблема відсутності централізованих механізмів запобігання кризам впливає з попереднього аналізу питання про єдині правила регулювання. Втім, це не тотожні речі, оскільки наявність чи відсутність такого механізму, його профіль тощо є питанням вищого рівня. Механізм макроекономічної політики валютного союзу може спиратись на принципи ринкової дисципліни, а може передбачати наявність уніфікованих алгоритмів протидії кризовим ситуаціям. Питання, що більшою мірою відповідає підтриманню оптимальності валютної зони, залишається без відповіді, оскільки не передбачає врахування зміни природи шоків та їх амплітуди. Випадок ЄВС яскраво ілюструє переоцінку ринкової дисципліни, так само як і відсутність довіри до правила “заборони на зовнішню допомогу при розв’язанні проблем із платоспроможністю” (*no bail-out rule*)<sup>4</sup>. В обох випадках відсут-

<sup>4</sup> Goyal R. *A Banking Union for the Euro Area* / R. Goyal, P.K. Brooks, M. Pradhan and other // IMF Staff Discussion Note. — 2013. — SDN/13/01. — P. 1–31; Vetter S. *Do All Roads Lead to Fiscal Union? Options for Deeper Fiscal Integration in the Eurozone* / S. Vetter // Deutsche Bank Research. EU Monitor. — 2013. — April. — P. 1–16.

ність централізованого механізму попередження криз призвела до ситуації, коли нагромадження системних ризиків проявилось двоюко і зумовило дивергенцію ЄВС.

По-перше, в умовах активної експансії транскордонного банківського володіння активами фінансові дисбаланси відображають не тільки структурні відмінності між економіками країн — членів валютного союзу, але і системні ризики макрофінансової стабільності в цілому для інтеграційного об'єднання. Тобто це саме та ситуація, коли асиметричний шок може швидко набути ознак симетричного через значне транскордонне володіння активами. Відсутність єдиного механізму, спрямованого на таку вразливість, призводить до того, що сукупність асиметрично проциклічних фінансових систем на національному рівні швидко перетворюється у системну нестабільність. Оскільки немає механізму ідентифікації останньої та вжиття активних заходів із попередження кризової ситуації централізовано, запобігання кризам залишається виключно національною компетентністю, яка спирається на національні регуляторні традиції та практики. Однак, національні регулятори, навіть ідентифікуючи проблему нагромадження системних ризиків, далеко не завжди спроможні адекватно протиставити їм регуляторні інструменти так, щоб вони мали значущі наслідки застосування на рівні інтеграційного об'єднання.

Кредитний бум — наочний приклад цього. Кредитні стандарти в одній країні можуть суттєво послабитись у бік ризикованішого кредитування в умовах виходу на ринок банку з країни із більш потужною фінансовою системою. Низькі ставки заохочують ситуацію, коли конкуренція на кредитному ринку відбувається не на рівні ціни позики, а на рівні прийняття ризику платоспроможності позичальника. Через гетерогенність валютного союзу асиметричний кредитний цикл швидко завершується нагромадженням не тільки індивідуальних ризиків країни, але і системних ризиків, пов'язаних із транскордонною діяльністю великих банків. Системні ризики не можуть бути нівельовані національними регуляторами, і заходів із запобігання кризовим ситуаціям можуть мати дуже обмежений ефект, особливо в умовах, коли зміна ставлення до ризиків є глобальною тенденцією, а процентні ставки є низькими.

По-друге, національні механізми запобігання кризам можуть суттєво різнитись. Ступінь застосування макропруденційного регулювання, характер оцінки системних ризиків (на рівні країни), координація між політикою банківського нагляду (мікрорівень) та політикою фінансової стабільності (макрорівень) тощо, відрізняючись у різних країнах, стають передумовою для асиметричного примноження ризиків фінансової нестабільності для країн — членів валютного союзу. Таке нагромадження не виглядає значущим в ординарній ситуації або коли фінансові шоки не є значущими чи вірогідними. Втім, у ситуації, коли переоцінка переваг членства у валютному союзі за країнами, які перебувають на різних стадіях реальної конвергенції, набуває форми нагромадження внутрішньосоюзних фінансо-

вих дисбалансів, саме фінансові шоки виходять на передній план. Уніфікований підхід до їх ідентифікації та запобігання, знову таки, має як “країнний” вимір, так і союзний в аспекті транскордонної банківської діяльності. З огляду на те, що фінансові стреси запускають процес дивергенції в гетерогенному середовищі і є ключовим фактором втрати чітких меж між асиметричними та симетричними шоками, централізація механізмів запобігання кризам є рухом у бік посилення оптимальності валютної зони. Питання про те, якою має бути оптимальна форма такої централізації, залишається відкритим<sup>5</sup>. Однак, сам факт відходу від моделі, що переоцінює ринкову дисципліну та ігнорує ризик асиметричного акумулювання системних ризиків, є кращою альтернативою пристосування валютного союзу до проблеми проциклічності фінансової системи.

Питання уніфікованого механізму розв’язання криз ще більшою мірою вирається у макроекономічний вибір характеру стабілізаційних інструментів в разі, коли запобігти фінансовому стресу не вдалося. Відсутність такого механізму в умовах фрустрації ринкової дисципліни та слабкості спонук до фіскальної конвергенції може бути справді деструктивною. Перш за все, йдеться про фіскальні ліміти подолання банківських криз та вибір профілю такого подолання. Обидва явища мають спільний знаменник. У разі істотних відмінностей у початкових фіскальних позиціях та щодо вибору характеру антикризових заходів десинхронізація буде неминучою.

По-перше, щодо асиметричних фіскальних лімітів можна виділити декілька каналів десинхронізації<sup>6</sup>.

А. Факт швидкої реакції спредів на очікуване погіршення фіскальних позицій у відповідь на стабілізаційні заходи у фінансовому секторі засвідчує появу асиметричних можливостей доступу до суверенних запозичень. Гіперреакція спредів призводить до фрагментації боргових ринків та їх поділу на спекулятивні та “тихі гавані”. Якщо додати асиметричні втрати глобальної конкурентоспроможності, то варіювання жорсткості бюджетних обмежень унеможливорює підтримку сукупного попиту за країнами так, щоб початковий шок був частково згладжений завдяки автоматичним стабілізаторам.

Б. Зв’язок між глибиною початкових фінансових дисбалансів та глибиною кризи ще не означає аналогічного зв’язку між глибиною кризи і фіс-

<sup>5</sup> У світлі радикальних змін у рамках запуску та першого року функціонування ЄВЗ можна однозначно стверджувати, що централізована модель запобігання фінансовим потрясінням виглядає адресованою сучасним викликам у сфері фінансової стабільності, оскільки передбачає окремий блок аналізу та моніторингу системних ризиків (ЄР із системних ризиків, Європейський стабілізаційний механізм), макропруденційне регулювання та випереджальний банківський нагляд (від англ. *forward-looking supervision*) (ЄЦБ, національні центробанки), посилений моніторинг системних банків (ЄЦБ).

<sup>6</sup> Більш детально див.: Козюк В.В. Боргова криза та фіскальна фрагментація зони євро / В.В. Козюк // Журнал європейської економіки. — 2015. — Т. 14 (№ 1). — С. 3—25; Козюк В.В. Фіскальний вимір теорії оптимальних валютних зон в світлі дивергенції ЄВС / В.В. Козюк // Економічна теорія. — 2014. — № 3. — С. 82—98; Козюк В.В. Орієнтири фіскальної інтеграції в ЄВС: теорія фіскальних союзів та глобальна фінансова криза / В.В. Козюк // Економіка України. — 2014. — № 10. — С. 14—31; Козюк В.В. Глобалізація та проблема провалу фіскальної дисципліни / В.В. Козюк // Фінанси України. — 2013. — № 1. — С. 58—70.

кальною ситуацією з подальшими наслідками щодо доступу до фінансування. Наприклад, Іспанія, Ірландія, Португалія та Греція однаково пережили кредитний бум та інфляцію цін на ринку активів, однак перші дві проводили зважену контрциклічну фіскальну політику. У результаті Іспанія та Ірландія змогли подвоїти державний борг у рамках порятунку банківського сектору, тоді як Португалія опинилася в гіршій ситуації через вище початкове боргове навантаження, а Греція — у стані боргового колапсу. При цьому всі чотири країни потерпали від перебування в зоні спекулятивних суверенних запозичень і потребували допомоги зовнішніх донорів. Утім, в силу того, що борговий тягар виявився більш помірний в Ірландії та Іспанії, їм вдалося провести низку структурних реформ, унаслідок чого обидві країни виявились чи не лідерами посткризового зростання в ЄВС, тоді як в Греції рецесія триває вже близько 10 років.

В. У разі відсутності початкової фіскальної гомогенності та перебування країн на відмінних стадіях реальної конвергенції банківська криза перетворює симетричний шок в асиметричний внаслідок появи спекуляцій щодо структурної негнучкості економік. Зміст останніх зводиться до того, що для відновлення зростання та конкурентоспроможності необхідні реформи, зорієнтовані на підвищення внутрішньої гнучкості економіки, які би компенсували відсутність корекції валютного курсу. Спекуляції щодо структурної негнучкості поглиблюють розриви в доступі до фінансування, оскільки такі спекуляції часто спрямовані на країни, в яких рівень державного боргу обмежує площу для маневру у сфері структурних реформ у силу того, що необхідність підтримання первинного профіциту з міркувань фіскальної стійкості лімітує потенціал бюджетних компенсаторів соціальних втрат. Не випадково Італія опинилась в епіцентрі подібних спекуляцій безвідносно до глибини банківської кризи напередодні кризи та відсутності серйозних проблем у сфері фінансових дисбалансів.

Відмінності характеру стабілізаційних заходів також можуть суттєво вплинути на процес десинхронізації валютної зони. В умовах, коли союзний підхід до розв'язання криз спирається на ринкову дисципліну та принцип *no bail-out*, національні підходи не обмежені у виборі *bail-in* (фактично — докапіталізація за рахунок власників) чи *bail-out* (вливання за рахунок, наприклад, бюджету), а перекладання тягаря кризи на клієнтів банків також є варіантом. Це зумовлює ситуацію, коли вибір стабілізаційних заходів на рівні окремої країни породжує відмінності в борговому тягарі подолання кризи, структурі імпульсів сукупного попиту та модальності процесу розчистки ринків.

Факт розбіжностей у виборі моделі подолання банківських криз однозначно підтверджений емпірично: політичний режим (парламентська чи президентська модель) є значущим фактором характеру вибору. При цьому президентські країни менш обтяжені банківськими гарантіями та процесом рекапіталізації банків за рахунок бюджету, внаслідок чого фіскальний



тягар подолання криз у них нижчий, ніж у парламентських країнах<sup>7</sup>. У країнах ЄВС як політика *bail-in*, так і політика *bail-out* суттєво різнилися і мали різні масштаби та інституціональні особливості<sup>8</sup>. З наведеного можна зробити висновок про те, що відсутність централізованого союзного механізму розв'язання криз не просто посилює “фінансовий націоналізм”, а в ередовищі відмінних фіскальних позицій та вразливості до системних шоків заохочує дивергенцію. Якщо політичний режим є значущим фактором олітекономії антикризових заходів, то, природно, що сукупність інших факторів разом будуть спонукати країни до вибору більш відцентрованої стратегії пристосування до криз за принципом: відмінності політичних режимів та інших структурних характеристик — різні підходи до подолання криз — відмінності в тиску на бюджет — відмінності у фіскальних реакціях на шок — відмінності в доступі до фінансування — дивергенція”.

Якщо розглядати варіанти подолання криз в аспекті макроекономічних аналізів адаптації, то помітні суттєві відмінності, які на союзному рівні можуть бути значущими в разі, коли економічна динаміка по-різному структурно зав'язана на інвестиції, споживання та мультиплікатор державних витрат.

А. В ситуації *bail-in* (докапіталізація за рахунок власників (акціонерів)) відновлення економіки залежить від того, як відволікання ресурсів на рекапіталізацію обмежує їх спрямування на інші проекти. Це типовий випадок, коли пропозиція кредиту є обмеженою за обсягами капіталу. З одного боку, рекапіталізація є елементом “розчистки балансів”, з іншого — перумовою стиснення пропозиції на ринку капіталів. Чутливість економічної динаміки до приватних інвестицій робитиме цю модель подолання кризи найбільш вразливою з позицій швидкості виходу з рецесії, а чутливість до державних витрат, навпаки — прийнятнішою.

Б. У випадку *bail-out* (порятунок банків за рахунок бюджету) вихід з рецесії залежатиме від того, наскільки зростання державного боргу не обмежує сукупний попит. У випадку чутливості економіки до державних витрат швидко зростання державного боргу обмежує ефективність стабілізаційних заходів. У разі, якщо сукупний попит є більш чутливим до приватних інвестицій, такий варіант подолання кризи може виглядати допустимим.

В. В умовах, коли тягар перекладається на клієнтів (власники депозитів перебирають на себе основний тягар банківської кризи у вигляді відсутності компенсацій із джерел фондів гарантування), відновлення економіки практично повністю визначається мультиплікатором державних витрат, оскільки втрата частини активів економічними агентами сприймається як передумова для подальшого стиснення споживання та підвищення граничної схильності до заощаджень.

<sup>7</sup> O’Keeffe M. *The Political Economy of Financial Crisis Policy* / M. O’Keeffe, A. Terzi // *Bruegel Working Paper*. — 2015/06. — P. 1—39.

<sup>8</sup> Шаров О. *Перспективи створення країнами ЄС банківського союзу* / О. Шаров // *Вісник НБУ*. — 2014. — № 2. — С. 34—43.

Наведені три варіанти демонструють, що кожен має свою специфіку щодо драйверів відновлення економіки та факторів стиснення попиту. В інтегрованому, але гетерогенному економічному просторі це є досить суттєвим. По-перше, немає гарантій, що національні уряди оберуть ті варіанти подолання кризи, які є найбільш виправдані з макроекономічних міркувань. У випадку, коли циклічна криза збігатиметься зі структурною, звичні емпіричні зв'язки можуть не давати достатніх підстав для визначення модальності оптимальної політики. “Критика Лукаса” буде не найголовнішою проблемою. В умовах невизначеності вибір політики може бути випадковий. По-друге, законодавчі обмеження часто визначають задану траєкторію макроекономічних рішень (вимоги до капіталу, відповідальність власників, страхування депозитів тощо), які можуть варіювати в різних країнах. По-третє, мультиплікатори імпорту відрізняються залежно від того, як країни структурно залежать одна від одної. По-четверте, різні прямі чи опосередковані втрати у фінансовому секторі також відрізняються у випадку, коли банки підтримують значні транскордонні активи, а програми допомоги фінансовому сектору функціонують по-різному в окремих країнах. З цього можна зробити висновок, що як на фазі запобігання кризі, так і на фазі її подолання суттєві відмінності в країнах — членах валютного союзу є дезорганізаційними і не сприяють підтриманню оптимальності валютної зони.

**Єдина система страхування депозитів.** Централізована система страхування депозитів, за аналогією з централізованою системою страхування від безробіття у фіскальному союзі, виконує важливу стабілізаційну функцію. Вона приймає на себе перший удар банківської кризи і дозволяє уникати асиметричного стиснення попиту, пов'язаного з різницею у втратах частини активів для різних країн — учасниць валютної зони. Децентралізоване страхування депозитів сприяє посиленню асиметричних шоків через відмінності у масштабах гарантій. Можна припустити, що однакові гарантії дають потужний сигнал ринкам, що економічні агенти з різних країн — учасниць валютного союзу однаково захищені, завдяки чому їм не потрібно будувати стратегію розміщення активів, виходячи з довіри та сприйняття того, яким є рівень гарантій вкладів в окремих країнах. У граничному випадку це означає появу потоків капіталу, які спираються на довіру до інститутів. Заохочення інституціональної конкуренції у межах валютного союзу спонукає до позитивних структурних реформ, але не гарантує їх проведення в масштабах, здатних нейтралізувати відмінності в довірі до фінансових інститутів та урядів, готових до фіскальних втрат внаслідок фінансових потрясінь. Також варто припустити, що відмінності в жорсткості регулювання (наприклад, варіювання тягаря страхування депозитів, що накладається на банки) може призвести і до протилежних потоків капіталу. Структурний арбітраж та винесення за межі національних фінансових юрисдикцій більш ризикової діяльності генерує зустрічні потоки капіталів.

З огляду на те, що транскордонні депозити мотивуються пошуком вищого рівня довіри та страхового захисту, а транскордонні активні операції репрезентують структурний арбітраж та пошук доходності, такі потоки напевно чи відповідають критерію Мандела щодо ролі фінансової інтеграції та розподілу ризиків у забезпеченні оптимальності валютної зони. Такі потоки радше відобразатимуть процеси розкручування спіралі фінансових дисбалансів на підґрунті інституціональних розривів. Наслідком цього виступатиме фрагментація банківської діяльності, а не інтеграція ринків капіталу, як цього можна було б очікувати з урахуванням зростання обсягу транскордонних операцій. Іншими словами, єдині депозитні гарантії покликані підвищити рівень довіри до банківської системи у валютному союзі в цілому, внаслідок чого більш ефективна стабілізаційна функція фонду страхування депозитів сприятиме нейтралізації асиметричних шоків.

Союзний рівень страхування депозитів також дозволяє вирішувати дилему транскордонної діяльності банків та фіскальної відповідальності при здійсненні компенсацій в разі, коли володіння депозитами також є транскордонним. Незважаючи на те, що депозитна діяльність залишається локалізованою, централізація фонду виплат нейтралізує найбільшу проблему банківських криз у валютному союзі — залежність страхових виплат від суверенної платоспроможності. Стабілізаційна функція централізованого фонду виконується напряму через гарантії однакових виплат, а також опосередковано — через нейтралізацію значущості різниці у фіскальних обмеженнях у різних країнах-учасниках. У такому разі фіскальна політика краще буде пристосовуватись до асиметричних шоків нефінансового характеру, оскільки значна частина виплат у разі фінансового стресу буде винесена за межі національних бюджетів.

Утім, у рамках формування банківського союзу в Європі централізована модель страхування депозитів виявилась нереалізованою опцією. Як відомо, Німеччина виступила категорично проти союзного страхування депозитів, внаслідок чого банківський союз в ЄС — ЄВС виглядає незавершеним<sup>9</sup>. Як і у випадку централізованих міждержавних трансфертів у рамках фіскального союзу, централізація страхування депозитів приховує перерозподільні ризики, навіть якщо вона виконує стабілізаційну функцію. До певної міри перенесення страхування депозитів на союзний рівень порушує відповідність інтеграційного простору критеріям оптимальності валютної зони.

По-перше, у випадку асиметричної якості інститутів та ефективності банківського нагляду союзне страхування депозитів виступатиме додатковою прямою гарантією вкладникам з регуляторно слабших країн за рахунок сильніших. Теоретично у разі узгодження правил банківського нагляду та централізації деяких наглядових функцій це питання мало бути знято. Однак, у практиці ЄС це не так, оскільки значна частина банківської

<sup>9</sup> Schoemaker D. *Firmer Foundations for A Stronger European Banking Union* / D. Schoemaker // Bruegel Working Paper. — 2015/13. — P. 129; Gros D. *Completing the Banking Union: Deposit Insurance* / D. Gros // CEPS Policy Brief. — 2015. — Dec. — № 335. — P. 17.

системи перебуває під наглядом національних органів. Ця проблема безпосередньо не стосується питання оптимальності валютної зони, але вказує на те, що її підтримка у такий спосіб може супроводжуватись додатковими нерівномірно розподіленими втратами і вигодами.

По-друге, спільний фонд страхування породжуватиме проблему внесків. У разі перебування всіх країн на однаковому рівні реальної конвергенції питання варіації тягара внесків не стоїть. Але у випадку, коли банківський союз складається з країн з різним рівнем ВВП на душу населення, оптимальне визначення внесків є ускладненим. За єдиного підходу до величини контрибуції не виключена ситуація, коли банки з бідніших країн однаково будуть обтяжені страховими внесками, як і банки з багатших, що дасть перерозподільне викривлення. Це може стосуватися оптимальності валютної зони, оскільки за інших рівних умов однакові внески будуть більш рестриктивними щодо пропозиції кредитів у випадку бідніших країн.

По-третє, характер розподілу депозитів за сумою вкладу може суттєво відрізнятись для бідніших і багатших країн. Це означає, що вірогідність покриття гарантіями більшої частки депозитів є вищою для країн з меншим медіанним вкладом, внаслідок чого компенсаційні виплати перерозподілятимуться на їхню користь. А це явно вказує на те, що централізація страхування депозитів може не сприяти підтриманню оптимальності валютної зони. У випадку, коли відносно більший обсяг гарантій припадати-ме на країни з меншим медіанним внеском, симетричний шок ставатиме тригером дивергенції, оскільки такі країни зазнають відносно меншого стиснення попиту порівняно з країнами з вищим медіанним депозитом. З іншого боку, у випадку, коли страхова виплата покриватиме медіанний депозит багатшої країни, виникає проблема симетричного тягара контрибуцій у фонд, яка розглянута вище.

Незважаючи на асиметричний розподіл вигод і втрат від участі в союзному механізмі страхування депозитів, проблема відмінностей у структурі фінансової системи та якості інститутів залишається суттєвою перешкодою для формування завершеного банківського союзу. Наприклад, країна зі слабким банківським наглядом та суттєвою залежністю банківських пасивів від локальної депозитної активності буде мати значно вищі вигоди від союзної системи страхування вкладів, ніж країна з сильним фінансовим регулюванням та домінуванням ринкових інструментів у структурі активів та пасивів фінансової системи. Цей маргінальний випадок чітко вказує на те, що у випадку, коли членство у валютному союзі формується країнами з указаними полярними характеристиками, банківський союз тільки частково може задовольняти вимоги забезпечення оптимальності валютної зони. Тенденції до модернізації фінансових систем та зниження чіткої межі між банківською та ринковою моделлю знижують вірогідність дуже суттєвої різниці в реакції на шоки, внаслідок чого банківський союз швидше сприятиме посиленню валютного союзу. Втім, інституціональні особливос-

ті фінансових дисбалансів та критичне значення ефективності фінансового регулювання в системі забезпечення макрофінансової стабільності демонструють, що валютний союз більшою мірою відповідатиме критеріям оптимальності саме завдяки заповненню розривів у доступі до фінансування у критичні моменти.

Приклад створеного банківського союзу в ЄС — ЄВС засвідчує, що поєднання стабілізаційних переваг централізації банківського регулювання з активізацією конвергенції у сфері якості інститутів має нівелювати фактори дивергенції теренів спільної монетарної політики шляхом зниження вразливості до гібридних симетрично-асиметричних шоків. Підсумковий аналіз теоретичної відповідності банківського союзу оптимальності валютної зони на прикладі ЄВС представлений у табл. 4.

Очікування від запуску Європейського банківського союзу відображають, що більшість ключових проблемних моментів, пов'язаних із виникненням кризи в зоні євро та характером її подолання, мають бути зняті. Передусім це стосується розриву “петлі суверенної та банківської платоспроможності” (*doom loop*), виведення фактору різних фіскальних позицій із площини забезпечення фінансової стабільності, посилення банківського регулювання, наділення його макропруденційною складовою. Паралельно функціонування ЄВС адресовано інституційним спотворенням, які порушують принцип спільного ринку, як то *to big to fail*, моральний ризик, “домашнє зміщення” тощо.

Водночас ЄВС критикують за потенційну обмеженість масштабу Єдиного фонду регулювання криз, особливо у перехідний період. Відзначається складність побудованої системи ухвалення рішень. Перехід від стадії запобігання кризам до стадії подолання криз не виключає тертя у процесі координації<sup>10</sup>. Також можна зазначити, що застосування макропруденційних інструментів у центральному чи децентралізованому режимі чітко не структуровано. Утім, створення ЄВС однозначно посилить макрофінансові передумови стабільності зони євро.

Регуляторні новації в рамках ЄВС слід враховувати у вітчизняному контексті системної вразливості банківської системи, зокрема, в таких аспектах: підвищення відповідальності власників банків; підвищення якості інституту банківського нагляду; поліпшення ситуації у сфері гарантування прав кредиторів; запровадження макропруденційних регуляторів та орієнтації мікропруденційних регуляторів на майбутні ризики; посилення координації між політикою фінансової та монетарної стабільності тощо.

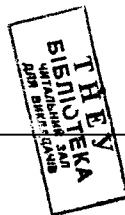
**Висновки.** Криза ЄВС продемонструвала, що традиційний поділ шоків на симетричні та асиметричні в рамках аналізу інтеграційного об'єднання може бути неефективним. В умовах поєднання фінансової інтеграції (знач-

<sup>10</sup> Valiante D. *Framing Banking Union in the Euro Area: Some Empirical Evidence* / D. Valiante // CEPS Working Document. — 2014. — Feb. — № 388. — P. 1–23; Schoemaker D. *Firmer Foundations for a Stronger European Banking Union* / D. Schoemaker // Bruegel Working Paper. — 2015/13. — P. 1–29; Fallesen I.-M. W. *The Challenges of the EU Banking Union — Will It Succeed in Dealing with Next Financial Crisis?* / I.-M. W. Fallesen // Bruges European Economic Policy Briefings. — 2015/36. — P. 1–32.

Таблиця 4. Складові банківського союзу та структура Європейського банківського союзу: аналіз з позицій теорії оптимальних валютних зон\*

Вплив	Єдині правила регулювання та нагляду	Єдиний механізм запобігання кризам	Єдиний механізм подолання криз	Єдиний механізм страхування депозитів
Загальний вплив на відповідність оптимальності валютної зони	Нейтралізація структурного арбітражу, асиметрій у пошуках дохідності, заохочення інституціональної конвергенції у сфері банківського регулювання та нагляду. Створення передумов для усунення асиметричного нагромадження системної вразливості	Єдиний погляд на проблему проциклічності, централізований моніторинг системної вразливості на рівні союзу та сукупності національних рівнів, поліпшення координації між політикою фінансової та монетарної стабільності сприяє макрофінансовій синхронізації	Усуває ризик дивергенції, зумовлений асиметричністю фіскальних позицій та у доступі до фінансування, структурними відмінностями у профілях програм допомоги фінансовому сектору. Нейтралізує “домашнє зміщення” у поведінці фінансових посередників та регуляторів	Усуває ризик дивергенції завдяки стабілізаційним виплатам, що не залежать від національних особливостей та фіскальних можливостей, підвищення довіри до банківської системи, нейтралізації передумов для фрагментації ринків капіталу. Однак, відповідність оптимальності валютної зони чутлива до варіативності медіанних вкладів у різних країнах
Симетричні шоки	Усувають проблему координації економічної політики, але в цілому є нейтральними щодо симетричних шоків	Усувають проблему координації економічної політики. Підвищують протидію нагромадженню системних ризиків та допомагають нейтралізувати “ефекти переливу”	Усувають проблему координації економічної політики. Допомагають обмежити мутацію симетричних шоків в асиметричні через різницю в доступі до фінансування. Однак обсяг фонду може виявитись обмеженим	Загалом сприяє через колективний доступ до компенсаційних виплат, однак обсяг фонду може виявитись обмеженим в разі сильного симетричного шоку

Вплив	Єдині правила регулювання та нагляду	Єдиний механізм запобігання кризам	Єдиний механізм подолання криз	Єдиний механізм страхування депозитів
Асиметричні шоки	Усувають девіацію поведінки фінансових посередників та національних регуляторів у країнах, внаслідок чого реакція на шок стає більш передбачуваною. Нейтралізується проблема поєднання асиметричних шоків та варіювання якості інститутів фінансового регулювання	Усувають різницю в поведінці національних регуляторів різних країн щодо ідентифікації та запобігання нагромадженню системної вразливості. Нівелюється значення поєднання шоку з варіацією асиметричної системної вразливості	Стабілізує; нейтралізує значення ув'язки між банківською та суверенною платоспроможністю; урівнює доступ до фінансування — усувають передумови для дивергенції	Виконує стабілізаційну місію та усуває асиметричне стиснення попиту під час “заморозки активів”, завдяки чому підтримує оптимальність валютної зони
Проблема фінансових дисбалансів та реальної конвергенції	Нейтралізує тригери фінансових дисбалансів, пов'язаних із браком інституціональної конвергенції внаслідок різного рівня розвитку країн та зрілості фінансового регулювання	Усуває проблеми провалу координації. Нейтралізує ризики дивергенції валютної зони завдяки тому, що країни на різних стадіях реальної конвергенції по-різному нагромаджують та ідентифікують ризики системної макрофінансової вразливості та борються із проциклічністю фінансової системи	Принципове стабілізаційне значення з урахуванням ризиків асиметричної втрати конкурентоспроможності, потенційних спекуляцій проти структурної негнучкості окремих країн та недоступності корекції валютного курсу	Стабілізаційний характер виплат компенсує асиметричний фіскальний тягар кризи та фрагментацію ринків капіталу, зумовлену спекуляціями проти структурної негнучкості окремих країн



Вплив	Єдині правила регулювання та нагляду	Єдиний механізм запобігання кризам	Єдиний механізм подолання криз	Єдиний механізм страхування депозитів
Проблема фіскальної однорідності	Нейтральність	Довіра до централізованого регулювання може збільшити фіскальну гнучкість. Але у разі недостатньої гомогенності фіскальних позицій може виникнути ризик фіскальної дивергенції	Компенсує проблему гетерогенних фіскальних позицій, завдяки чому доступність до фінансування стає більш симетричною	Компенсує проблему гетерогенних фіскальних позицій, завдяки чому доступність до фінансування стає більш симетричною
Перерозподільні конфлікти	Внутрішньодержавні в аспекті імплементації реформ	Внутрішньокраїнні в аспекті імплементації реформ	Можливі залежно від характеру та формули розподілу внесків	Суттєвий ризик. 1. Різна відносна вага тягаря внесків для багатших і бідніших країн. 2. Покриття союзними гарантіями національних медіанних вкладів може варіюватися. 3. Різна якість інститутів банківського регулювання є проблемою



Закінчення табл. 4

Вплив	Єдині правила регулювання та нагляду	Єдиний механізм запобігання кризам	Єдиний механізм подолання криз	Єдиний механізм страхування депозитів
ЄВС	Спільні правила банківського регулювання та нагляду. Єдині вимоги до капіталу банків. ЄЦБ делегується функція нагляду за системно значущими банками (128 банків = 85 % банківських активів зони євро). Створення Єдиного механізму нагляду (SSM)	Побудова системи банківського нагляду з урахуванням системних ризиків. Поєднання мікро- та макропруденційних підходів. Стандарти Базеля III. Стрес-тестування. Координація політики фінансової та монетарної стабільності	Створення спільних механізму подолання криз (SRM): Союзна рада з подолання криз (SRB); Союзний фонд подолання криз (SRF), що покриває до 5% загальних зобов'язань банків, які зазнали кризи, і формується за рахунок внеску банків (+ право запозичень на ринку); <i>bail-in</i> механізм (до 8 % загальних зобов'язань покривається власниками та кредиторами)	Єдина схема гарантування депозитів (SDGS). Передбачений спільними правилами. Союзна гарантія поширюється на вклади до 100 000 євро (1 депозит в 1 банку) в усіх країнах-членах на весь час. Цільовий обсяг фонду — 0,8 % покритих депозитів, що формується внесками банків за 10 років (не запроваджено)

\* Складено автором з урахуванням: Козюк В.В. Теорія оптимальних валютних зон у світлі глобальної фінансової кризи і ризиків дивергенції ЄВС / В.В. Козюк // *Економічна теорія*. — 2012. — № 4. — С. 56—71; Козюк В.В. Фіскальний вимір теорії оптимальних валютних зон в світлі дивергенції ЄВС / В.В. Козюк // *Економічна теорія*. — 2014. — № 3. — С. 82—98; Козюк В.В. Орієнтири фіскальної інтеграції в ЄВС: теорія фіскальних союзів та глобальна фінансова криза / В.В. Козюк // *Економіка України*. — 2014. — № 10. — С. 14—31; Козюк В.В. Глобалізація та проблема провалу фіскальної дисципліни / В.В. Козюк // *Фінанси України*. — 2013. — № 1. — С. 58—70; Petersen A.-K. *The Banking Union in a Nutshell* / A.-K. Petersen // *Allianz Global Investment Report*. — 2014 May. — P. 1—7; Valiante D. *Framing Banking Union in the Euro Area: Some Empirical Evidence* / D. Valiante // *CEPS Working Document*. — 2014. — Feb. — № 388. — P. 1—23; Schoenmaker D. *Firmer Foundations for A Stronger European Banking Union* / D. Schoenmaker // *Bruegel Working Paper*. — 2015/13. — P. 1—29.

не транскордонне володіння активами) та гетерогенності фінансових систем, якості інститутів банківського регулювання та варіативної схильності до нагромадження фінансових дисбалансів з'являється ризик мутації шоків. Симетричні шоки швидко стають асиметричними і навпаки, ускладнюючи здійснення монетарної політики та послаблюючи ефективність макромоделі інтеграційного об'єднання, яка спирається виключно на принципи ринкової дисципліни та національної фіскальної відповідальності. Створення банківського союзу в Європі розглядається здебільшого з позицій вирішення проблеми "домашнього зміщення" у поведінці фінансових установ та регуляторів, а також залежності між суверенною та банківською платоспроможністю. Водночас, банківський союз може виступити ефективним інструментом обмеження дивергенції та нагромадження внутрішньосоюзних фінансових дисбалансів. Незважаючи на відсутність у теорії оптимальних валютних зон прямої апеляції до проблематики створення та функціонування банківського союзу, аналіз останнього з позицій його елементів на предмет підвищення ефективності спільної монетарної політики продемонстрував кілька однозначних позитивних моментів. При цьому такі складові банківського союзу, як єдині правила банківського регулювання та нагляду; єдиний механізм запобігання кризам та їх подолання; єдиний механізм гарантування депозитів по-різному впливають на активізацію факторів підтримання оптимальності валютної зони. Єдині правила нейтралізують інституціональні детермінанти дивергенції, структурний арбітраж та "нездоровий" пошук доходності; єдиний механізм запобігання кризам створює передумови для адекватної оцінки системних ризиків та нівелює проблему координації; єдиний механізм подолання криз та страхування депозитів виконують стабілізаційну функцію та обмежують деструктивний вплив на десинхронізацію бізнес-циклів з боку асиметричного доступу до фінансування, фрагментації ринків та значної ролі фіскальних позицій у забезпеченні фінансової стабільності. Запуск ЄБС покликаний посилити зону євро завдяки зняттю тих передумов макрофінансової дестабілізації, які коріняться в гетерогенності інтеграційного простору в Європі.

Надійшла до редакції 14.06.2016

**Victor Kozuk. European Banking Union: Fulfilling the Gap in Optimal Currency Area Theory**

*A banking union is analyzed from view point of how it can support optimality of currency area. It is considered that under financial integration and heterogeneity of currency union strict distinctions between symmetric and asymmetric shocks is fading. It is shown that four elements of a banking union facilitate business-cycles synchronization but in different ways. Single regulatory and supervision rules remove business-cycles asymmetries determined by variation of institutional distortions among countries. Single crisis prevention mechanism stimulates synchronization through better counting of systematic risks. Single crisis resolution mechanism and single deposit guarantees scheme maintain stabilization function and in that way neutralize problem of asymmetric availability of financing. But single deposit insurance mechanism may*

*activate redistributive dilemmas. It is concluded that European Banking is designed to meet challenges known from experience of euro zone crisis.*

**Виктор Козюк.** *Европейский банковский союз: заполняя пробел в теории оптимальных валютных зон*

Проведен анализ банковского союза на предмет того, как он способствует поддержанию оптимальности валютной зоны. Утверждается, что в условиях финансовой интеграции и гетерогенности валютного союза наблюдается размывание границ между симметричными и асимметричными шоками. Показано, что четыре основных элемента банковского союза по-разному способствуют синхронизации бизнес-циклов. Единые правила регулирования и надзора устраняют асимметрии в поведении деловых циклов, обусловленные вариацией институциональных искажений в разрезе стран. Единственный механизм предотвращения кризисов поощряет синхронизацию благодаря лучшему учету системных рисков. Единый механизм разрешения кризисов и страхования депозитов выполняет стабилизирующую функцию, тем самым нейтрализуя проблему асимметричного доступа к финансированию. Впрочем, совместное страхование депозитов может иметь перераспределительные последствия. Делается вывод, что дизайн Европейского банковского союза отвечает потребностям в нивелировании причин, которые обусловили кризис в зоне евро.