

Віктор Козюк

ФІСКАЛЬНИЙ ВИМІР ТЕОРІЇ ОПТИМАЛЬНИХ ВАЛЮТНИХ ЗОН У СВІТЛІ ДИВЕРГЕНЦІЇ ЄВС

Виявлено контроверсійну роль фіскальної політики у забезпеченні оптимальності валютної зони. Показано, що подолання розбіжностей між фіскальною конвергенцією та стабілізаційною можливістю реагувати на асиметричні шоки в теорії зводиться до питань створення фіскального союзу. Доводиться, що специфікою кризи в ЄВС є поєднання втрати фіскальної дисципліни, фінансових дисбалансів та асиметричної втрати конкурентоспроможності в середовищі низьких реальних відсоткових ставок. Підтверджено припущення, що наявність можливостей для стабілізаційної реакції на асиметричні шоки коріниться у проведенні політики зниження державного боргу. Поведінка теоретичного показника "маастрихтський первинний баланс бюджету" продемонструвала, що зниження реальних відсоткових ставок створювало сприятливе підґрунтя для розширення можливостей фіскальної політики реагувати на шоки, однак така можливість була втрачена через брак фіскальної дисципліни. Обґрунтовується, що система централізованих трансфертів є політико-інституціонально вразливою з огляду на перебування країн-учасниць на різних стадіях реальної конвергенції. Централізація повинна відбуватись за рахунок посилення правил, які би націлювали на зниження державного боргу після того, як він зріс із стабілізаційною метою. Система страхування суверенних ризиків повинна існувати як крайній випадок і спиратись на принцип обумовленого кредитування.

Ключові слова: фіскальна політика, теорія оптимальних валютних зон, фіскальна конвергенція, фіскальний союз, дивергенція ЄВС.

JEL. E440, F370, H870.

Попри те, що ситуація в зоні євро відходить від граничних меж боргової нестабільності, питання майбутнього макрофіскального формату функціонування Європейського валютного союзу (ЄВС) продовжують активно дебатуватись. Глобальна фінансова криза та подальша криза суверенного боргу окремих країн-членів євросони продемонструвала не просто вразливість стартової моделі макроекономічної політики в зоні монетарної інтеграції, а її неадекватність цілому набору викликів. Незважаючи на те, що такі виклики вписуються в ґносеологічний контекст теорії оптимальних валютних зон, слід визнати, що картина кризи виявилась композиційно більш складною. Зміни в глобальній економіці та структурна дивергенція ЄВС засвідчили, що причиною дестабілізації є як хрестоматійні проблеми відповідності зони євро критеріям оптимальності валютної зони (ОВЗ), так і ряд нових феноменів, які не були враховані ні в рамках теорії євроінтеграції, ні в рамках теорії ОВЗ. Зокрема, якщо говорити про теорію опти-

Козюк Віктор Валерійович (victorkozyuk@gambler.ru), д-р екон. наук, проф., акад. Академії економічних наук України; завідувач кафедри економічної теорії Тернопільського національного економічного університету.

мальних валютних зон, то найбільш вираженими її прогалинами у світлі дивергенції ЄВС виявились:

недооцінка ролі відмінностей у структурних пріоритетах економічної політики, які можуть закладати міну уповільненої дії лід макроекономічну ефективність інтеграційної зони, навіть попри збереження ознак номінальної конвергенції;

ігнорування того, що симетричність у доступі до фінансування є таким само важливим елементом синхронізації ділових циклів, особливо у фазі кризи та подальшої рецесії, як і інші механізми впливу на сукупний попит;

неврахування проблеми перебування країн-учасниць на відмінних стадіях реальної конвергенції, завдяки чому схильність до нагромадження фінансових дисбалансів у сприятливому макрофінансовому оточенні перетворюється на ризик поглиблення розбіжностей в траєкторіях поведінки ділових циклів;

випадіння з уваги питань, пов'язаних із тим, що процес реальної конвергенції може супроводжуватись асиметричними втратами глобальної конкурентоспроможності, що в сукупності із нагромадженням фінансових дисбалансів становить фундаментальний виклик відповідності інтеграційного об'єднання критеріям оптимальності валютної зони.

Дискусії про подальші реформи в ЄС-ЄВС нетривіально вказують на те, що роль фіскальної політики повинна бути суттєво переосмислена в структурі коректуючих та стабілізуючих механізмів функціонування зони спільної валюти. Особливо гостро ця проблема постала з огляду на те, що асиметричні зміни конкурентоспроможності не можуть бути компенсовані без суттєвих втрат добробуту в рамках недоступності такого інструменту, як гнучкий валютний курс. З іншого боку, агресивне застосування фіскальної політики для компенсації асиметричних шоків не дає відповіді на питання про стабільність валютної зони. Асиметрична стабілізаційна гнучкість фіскальної політики не гарантує симетричної боргової стійкості, внаслідок чого уникнення дивергенції не може бути повністю гарантоване тільки завдяки тому, що фіскальна політика компенсуватиме відсутність валютного курсу. Це посилює актуальність дослідження питань, пов'язаних із фіскальним виміром теорії оптимальних валютних зон.

З позиції еволюції гносеологічних засад економічної інтеграції можна простежити, що, попри недооцінку фіскального фактора у макроекономічних засадах формування валютних союзів у подальшому, такий фактор достатньо чітко визначений П.Кененом в одній з перших праць, які заклали основу теорії ОВЗ. Так, Кенен прямо вказує на те, що фіскальні акції у валютній зоні повинні здійснюватись на принципах оптимальної мікс-політики, тобто компенсувати позицію спільної монетарної політики щодо ділового циклу. Компенсаторні можливості фіскальної політики є такими самими критеріями оптимальності валютної зони, як і критерій мобільності фактора праці в теорії Р.Мандела. А тому за спільної монетарної політики фіскальна політика мала б бути достатньо децентралізованою, що не вимагало б фіскальної конвергенції. Однак сам Кенен вказує на необхідність системи міжрегіональних, а не міжперсональних трансфертів (Kenen,

1969). Слід визнати, що Кенен заклав базову траєкторію суперечливого аналізу ролі фіскальної політики в структурі ОВЗ. Завдяки цьому більшість дискусій з цієї проблеми точаться довкола бінарних полюсів: фіскальна централізація задля забезпечення міжрегіональної стабілізаційної ефективності проти податково-бюджетної децентралізації і автономії для забезпечення адекватної гнучкості у компенсаціях асиметричних шоків.

Започаткований Кененом критерій фіскальної інтеграції (1969) було розвинуто у критерій політичної інтеграції Н.Мінтсом та Г.Хаберлером (1970) в рамках першої хвилі розвитку теорії ОВЗ, а в рамках другої – у критерій можливості здійснювати політику "переключення витрат" В.Кордена (1972) та сумісності макроекономічних пріоритетів І.Тауера та Т.Віллетта (1976) (Mongelli, 2002). З теоретичних дискусій про роль критеріїв досягнення оптимальності валютних зон фіскальна інтеграція виокремилась у площину аналізу довгострокових практичних кроків із розвитку теперішнього Європейського Союзу, про що свідчить робота так званої Комісії МакДугала. Наприкінці 1970-х економічна інтеграція в Європі розглядалася з позиції посилення стабілізаційної ролі спільного бюджету як інструменту забезпечення функціонування системи вирівнювальних трансфертів¹ (Brussels, 1977a; Brussels, 1977 б). В ряді сучасних досліджень з проблем фіскального федералізму у ЄС містяться дуже близькі ідейно пропозиції щодо того, що зростання бюджету ЄС буде більш оптимальним, якщо він почне виконувати міжрегіональну стабілізаційну функцію, а структура його видатків зміниться в рамках переорієнтації на фінансування спільної міжнародної, безпекової, екологічної, енергетичної, інноваційної політики та політики подолання наслідків стихійних лих та змін клімату² (Begg, 2009; Majocchi, 2011).

Однак за межами підходу фіскального федералізму податково-бюджетний фактор оптимальності валютної зони продовжує залишатись достатньо контроверсійним.

З одного боку, на сьогодні можна стверджувати, що теорія фіскальних союзів перетворилась на своєрідне доповнення теорії ОВЗ. У цьому контексті цілий ряд досліджень демонструє, що фіскальний союз як система, що забезпечує функціонування стабілізаційних трансфертів, компенсує асиметричні шоки за спільної монетарної політики. Якщо валютна зона не настільки однорідна, щоб виключити асиметричні шоки, але при

¹ Наприклад, Перший Звіт Комісії МакДугала було присвячено аналізу необхідності підвищення фіскальної централізації в Європейському економічному співтоваристві на основі посилення стабілізаційного і перерозподільного статусу спільного бюджету. Другий Звіт більше акцентував увагу на аналізі практик організації міжрегіональних стабілізаційних трансфертів в розрізі окремих країн-членів інтеграційного об'єднання у Європі.

² Розгляд алокаційної, перерозподільної та стабілізаційної функції публічних фінансів тут здійснюється в контексті вибору найбільш оптимальної величини бюджету ЄС, бази його податкових надходжень та часткового перегляду функцій і видатків у порівнянні з бюджетами національних урядів країн-членів.

В рамках цього напрямку аналізу простежується чітко виражена методологічна основа класичної теорії фіскального федералізму, що виходить за рамки теорії оптимальних валютних зон, але є важливою для розуміння того, як ступінь централізації тих чи інших видатків справляє вплив на стабілізаційні можливості міжрегіональних трансфертів в процесі пристосування до асиметричних шоків, а не просто породжує екстерналії та ефекти переливу.

цьому завдяки вже сформованому рівню інтеграції приносить вигоди для країн-учасниць, то фіскальні трансферти як доповнення до спільної монетарної політики будуть Парето-вдосконаленням. Саме такий погляд сформувався в ранніх поглядах на проблему, де основний акцент робився на тому, як забезпечити спільну монетарну політику стабільним макроекономічним підґрунтям у вигляді синхронізованих бізнес-циклів чи компенсаторів асинхронності (Sachs, Sala-i-Martin, 1992; Person, Tabellini, 1996; Person, Tabellini, 1996; Obstfeld, Peri, 1998). Однак уже в ранніх дослідженнях практичної моделі стабілізаційних трансфертів було виявлено достатньо проблем у сфері потенційної фіскальної інтеграції ЄС. Перш за все мова йде про те, що централізована система трансфертів не забезпечує усунення проблеми "безбілетника", морального ризику, а в умовах сильних шоків із стабілізаційної може перетворитись на перерозподільчу, що не вписується в логіку Парето-ефективного фіскального підґрунтя спільної монетарної політики (Pacheco, 2000).

А втім більш сучасні дослідження не виключають, що фіскальний союз підсилює валютний, а різного роду "номінальні негнучкості", "фінансові фрикції" та недоступність інструментів повного розподілення ризиків (які з іншої відомої праці Мандела з приводу оптимальності валютної зони розглядаються як альтернатива мобільності праці з міркувань спроможності згладжувати споживання за умов асиметричних шоків (Mundell, 1973)) є тими структурними підставами, що робитимуть систему стабілізаційних трансфертів ефективним засобом згладжування асиметричних шоків (Dmitriev, Hoddenbagh, 2012; Werning, Farhi, 2012). Проте зміна характеру шоків у моделях оптимальності фіскальних союзів з асиметрично-транзитивних на перманентні і сильні допускає, що фіскальна централізація не відповідатиме принципу підвищення добробуту. Фіскальні союзи за таких типів шоків є нестабільними через відмінності результатів *ex post* припущенням *ex ante* внаслідок політико-інституціональних причин інтерпретації перетворення стабілізаційних трансфертів на перерозподільчі субсидії (Fidrmac, 2013).

З іншого боку, тривала традиція аналізу процесів фіскальної конвергенції в ЄС демонструє інший підхід. Успішне функціонування валютного союзу потребує значно вищої фіскальної гомогенності, ніж це мало і має місце. Фіскальні політики країн-членів мають достатньо відмінні принципи побудови, роль автоматичної стабілізації в макрофіскальних заходах різниться в розрізі країн, а різні рівні державного боргу справляють суттєвий вплив на поточну фіскальну політику, тим самим посилюючи ризики дивергенції. Так само автоматична стабілізація є асиметричною в розрізі фаз ділового циклу і в розрізі країн, а відмінності у борговому навантаженні поглиблюють розрив у спроможності згладжувати шоки з допомогою податково-бюджетних стимулів (Bandt, Mongelli, 2000). З указанного напрямку аналізу випливає, що оптимальна валютна зона потребує не стільки системи фіскальних трансфертів, скільки фіскальної дисципліни і гомогенності для того, щоб боргові фактори не підривали стабільність спільної монетарної політики. Саме проблемі суверенної платоспроможності не приділяється належної уваги в макротеоріях фіскальних союзів. Боргова

криза окремих країн ЄВС тільки підкреслила, що фіскальні фактори ефективного функціонування зони монетарної інтеграції (а не просто спільної монетарної політики) не були повністю враховані у визначенні базової доктрини макроекономічної політики у Європейському Союзі (Completing the Euro, 2013).

У світлі вищесказаного видно, що фіскальний фактор оптимальності валютних зон продовжує залишатись на перехресті дискусій як про ступінь централізації економічної політики, так і про боргові ризики стабілізаційних рішень. Більшості аналізованим дослідженням бракує чіткого викладу проблеми ризиків боргового зміщення в умовах низьких відсоткових ставок й міжчасової ефективності боргової політики як засобу стабілізації у разі асиметричних шоків, завдяки чому фіскальний вимір теорії ОВЗ залишається неповним. Розвитку саме цього напрямку присвячена ця стаття.

Фіскальний фактор розвитку теорії ОВЗ у світлі еволюції ЄВС не може розглядатись поза рядом процесів, які в сукупності позначились на виникненні макрофінансової нестабільності в інтеграційному об'єднанні і заклали фундамент для інтенсифікації наукової думки з приводу того, що подальша фіскальна централізація відповідає логіці забезпечення спільної монетарної політики надійним підґрунтям. В цьому контексті слід відзначити ряд тенденцій, які заклали фундамент для подальшої дестабілізації:

- посилення дисфункцій ринкової моделі бюджетних обмежень в ЄВС;
- відхід від маастрихтських принципів фіскальної дисципліни на догоду стабілізаційній гнучкості фіскальної політики та неспроможність гарантувати унеможливлення суверенних надзапозичень на основі правил, представлених Пактом про Стабільність і Зростання;

- перетворення номінального якоря боргової стабільності (60% боргу до ВВП) у специфічний мотив уникати зниження державного боргу, чому сприяв зatoryжний період низьких відсоткових ставок, внаслідок чого фіскальна конвергенція в ЄВС набула спотворених рис;

- асиметричне випадіння фіскальної політики з процесів розкручування спіралі внутрішньо європейських фінансових дисбалансів з подальшим взаємопідсиленням боргової та банківської криз на тлі відсутності механізмів боротьби із асиметричними втратами глобальної конкурентоспроможності.

Так, рис. 1. чітко демонструє, що конвергенція за показником державного боргу в зоні євро активно розвивалася при підготовці до запровадження спільної валюти. При цьому практично за десятиліття функціонування валютного союзу і рівень боргового навантаження, і ступінь гомогенності за цим показником залишались практично незмінними аж до початку глобальної фінансової кризи.

Зі стартом антикризових програм зростання державного боргу в цілому по зоні євро почало кореспондувати із посиленням фіскальної дивергенції. Незважаючи на те, що її рівень не сягнув рівня середини 1990-х, розбіжності в трендах боргового навантаження на економіку окремих країн-членів приховують проблему не стільки кількісного розриву, скільки проблему сегментації боргових ринків. Розширення спредів, що потягнуло за собою асиметричні можливості у доступі до фінансування, стало значно

більшим викликом стабільності валютного союзу. За сегментацією боргових ринків стоїть втрата такого важливого критерію оптимальності зони, як симетрія в доступі до фінансування. Завдяки цьому первинна дивергенція ділових циклів внаслідок кризи швидко переросла у вторинну дивергенцію, спричинену паралічем фіскальних інструментів циклічного згладжування, за якою слідувала третинна, зумовлена асиметричними потребами у реалізації програм економії. Останні в умовах браку курсової гнучкості не генерують миттєвих не-кейнсіанських ефектів фіскальної консолідації.

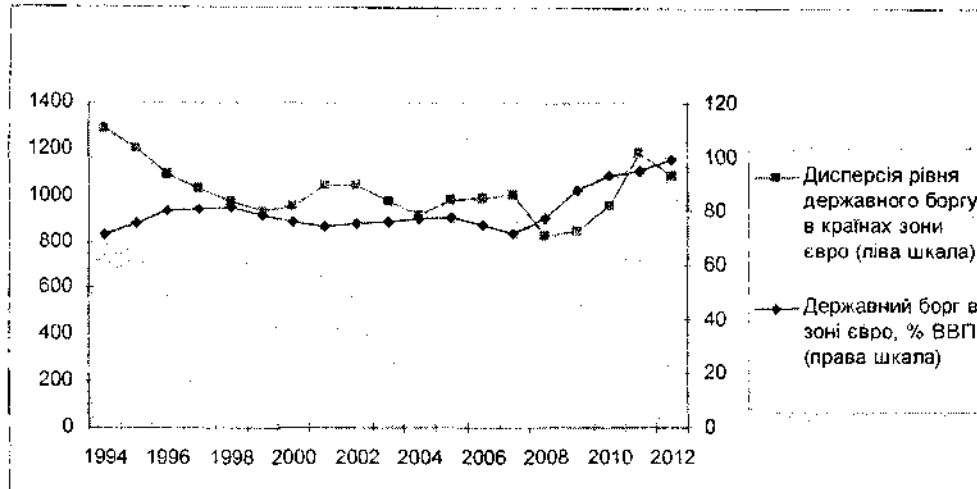


Рисунок 1. Борговий тягар та боргова конвергенція в зоні євро, 1994–2012 роки

Джерело: побудовано на основі даних ОЕСР та ЄЦБ.

Попри те, що очевидна гетерогенність економічних політик в Європейському валютному союзі (ЄВС), помножена на ефекти коливання глобальної ліквідності, спровокувала виникнення передумов для фіскальної дивергенції, виникають питання, чи справді драматична боргова ситуація в загальному по інтеграційній зоні зумовлювалась тільки фіскальними факторами, чи фіскальна централізація є оптимальним варіантом вирішення проблеми підвищення боргової стабільності? У якій формі така централізація має бути реалізована за відсутності чітких уявлень про те, яку модель фіскального союзу ЄС повинен обрати для гарантування уникнення макрофінансових потрясінь зразка 2009–2012 років?

Відповідаючи на ці питання, слід звернути увагу на декілька принципових моментів. По-перше, країни ЄВС не становлять федерацію в чистому вигляді для того, щоб застосування підходу фіскального федералізму було повністю методологічно виправданим. Це означає, що фіскальні стабілізуючі трансферти і ринкові механізми розподілу ризиків, на основі функціонування яких допускається вирівнювання споживання в інтеграційній зоні, не можна вважати взаємозамінними. Канали пристосування до шоків достатньо відрізнятимуться. А найголовніше – інституційний формат їхнього функціонування передбачає наявність зовсім різного набору політико-економічних обмежень. Емпірично ЄВС суттєво поступається існуючим федераціям з точки зору ефективності стабілізації випуску в розрізі регіо-

нів. Ні фінансові ринки, ні ринки праці не забезпечують настільки ефективного пристосування до шоків, щоб можна було б, принаймні теоретично, говорити про те, що наднаціональні фіскальні стабілізуючі механізми априорі не є Парето-вдосконаленням (Furceri, Zdzienicka, 2013; IMF, 2013). Однак це не означає, що саме централізовані трансферти мають виконувати роль регіональних стабілізаторів, особливо якщо прийняти до уваги, що однією з дуже суттєвих причин дивергенції ЄВС є фінансові дисбаланси та процес реальної конвергенції. Так само перманентні можливості доступу до фіскальних стабілізаційних механізмів можуть суттєво впливати на загальну мотивацію до проведення структурних реформ (Vetter, 2013), необхідних для відновлення конкурентоспроможності. Якщо припустити, що система централізованих трансфертів згладжує споживання в країнах, що асиметрично втрачають конкурентоспроможність, то до проблеми перетворення таких трансфертів у механізм перерозподільчих дотацій додається проблема розкручування спіралі фінансових дисбалансів.

З огляду на те, що в багатьох випадках погіршення макрофінансової ситуації в ЄВС пов'язане із зростанням приватної заборгованості, а не державної, модальність фіскальної політики мала би бути зовсім іншою. Тобто фіскальна політика мала б долати наслідки макрофінансової дивергенції, зумовленої асиметричними кредитним бумом та бумом на ринку активів. Контр-циклічна фіскальна позиція в ідеалі має компенсувати проциклічність фінансового сектора. В першому наближенні поведінка бюджетного дефіциту та державного боргу до кризи та після неї в Іспанії та Ірландії відповідає даному критерію³ (IMF, 2013б).

У більш широкому теоретичному контексті можна припустити, що коли фіскальна політика повинна мати чітку контр-циклічну орієнтацію, запобігання макрофінансовій дивергенції валютного союзу, спричиненій асиметричним фінансовим бумом, повинно допускати втрату фіскальної гомогенності. Але оскільки брак фіскальної гомогенності є важливою причиною дестабілізації валютного союзу, то слід увести уточнення. Погіршення фіскальної гомогенності у відповідь на асиметричні фінансові шоки не є тотожним погіршенню фіскальної гомогенності, спричиненої опортуністичною фіскальною політикою, браком фіскальної дисципліни в окремих країнах та відмінностями в очікуваних погіршеннях суверенної платоспроможності в розрізі країн. Іншими словами, неоднорідність за нижчих рівнів державного боргу не буде настільки критична для ефективності валютного союзу, ніж гомогенність – за вищих рівнів, коли вступають у дію процеси сегментації позичальників з подальшими асиметричними втратами доступу до джерел фінансування. Звідси випливає, що набагато важливішою є не стільки фіскальна централізація сама по собі, скільки те, як інституційні обмеження бюджетних рішень забезпечуватимуть чітку симетричність автоматичної стабілізації в розрізі циклу. Отже, проблему можна звести до того, який профіль повинна мати фіскальна політика на національному рівні, або у який спосіб вона повинна обмежуватись на союзному рівні.

³ Хоча в ряді досліджень наголошується, що сильна циклічна фіскальна позиція в цих країнах приховувала затяжне погіршення структурного бюджетного балансу, внаслідок чого послідувала рецесія виявилась більш гострою, ніж очікувалось.

По-друге, запровадження схеми боргової самовідповідальності в макроекономічну модель функціонування ЄВС не враховувало ризику фінансової нестабільності, що породжувалась надзапозиченнями приватного сектора. Ринкова дисципліна виявилась недостатнім гарантом імунітету від гіпертрофії приватного боргу. Драматизм ситуації полягає в тому, що кредитний бум виявився асиметричним. Його локалізація країнами, охопленими реальною конвергенцією, повністю картину не відбиває, але найбільш гостро вказує на проблему відсутності механізмів в дизайні правил макрополітики в ЄВС, які б дозволяли врегулювати проблему фінансової нестабільності. ЄВС не став винятком практично хрестоматійного досвіду з переростання банківських криз у кризу державного боргу (Laeven, Valencia, 2008; Rogoff, Reinhart, 2009; Baldacci, Gupta, Mulas-Granados, 2009). А поєднання одразу банківської, суверенної кризи із втратою конкурентоспроможності перетворилось на специфічний випадок фінансового потрясіння, названого П.Кругманом "грецькою моделлю кризи" (Krugman, 2013).

З огляду на те, що переростання банківської кризи у суверенну є небажаною закономірністю, а наявність інструментів запобігання фінансовим потрясінням – необхідним атрибутом сучасного макрофінансового регулювання, подальший розвиток ЄВС не може зводитись до підвищення фіскальної централізації як такої, що забезпечує стабілізаційну реакцію на асиметричні шоки. Подолання наслідків фінансової нестабільності повинні бути адресовані одні інструменти, навіть якщо їх запровадження та активація потребують певного підвищення фіскальної централізації, але остання в такій інтерпретації не буде механізмом міжрегіональних трансфертів. Подолання ж наслідків боргової нестабільності повинно забезпечуватись за рахунок інших інструментів, функціонування яких спиратиметься на принцип "втрата платоспроможності – втрата фіскального суверенітету". Але й такий підхід виключає фіскальну централізацію як створення системи міжрегіональних трансфертів, навіть якщо допускає її задля забезпечення функціональності наднаціональних стабілізаційних механізмів. Усунення проблеми морального ризику забезпечуватиметься за аналогією з ринковою дисципліною: чим вищі суверенні ризики – тим вищі ставки – чим більші проблеми із суверенною платоспроможністю – тим масштабніші втрати фіскального суверенітету. Така схема фіскальної централізації не виключає виникнення стимулів до активізації самовідповідальності у сфері боргового навантаження, що особливо важливо не тільки для запобігання фіскальному опортунізму, а й для створення раціональних стимулів для того, щоб фіскальна політика компенсувала проциклічність фінансової системи.

По-третє, з огляду на те, що стабілізаційна ефективність фіскальної політики залежить від рівня нагромадженого боргу (IMF, 2013в), валютний союз, щодо якого не виключаються ризики асиметричних шоків, повинен допускати можливості для суттєвого розширення первинного бюджетного дефіциту його учасників. Міжчасова оптимальність боргової політики підкреслює, що забезпечення стабілізаційної ефективності фіскальних рішень матиме місце тоді, коли зростання боргу у відповідь на шок буде користуватися довірою (Козюк, 2012). А це можливо тільки тоді, коли початковий

рівень нагромадженого боргу не є значним і в ідеалі він повинен бути суттєво нижчим за імпліцитний номінальний якір боргової стабільності.

На рівні окремої країни втілення цього принципу в загальному є питанням ефективності фіскальних інститутів. У валютному союзі можуть виникнути додаткові питання. Найбільшою проблемою буде те, чи політика повернення на умовно стартовий рівень державного боргу асиметрично в розрізі країн викликатиме дивергенцію ділових циклів, чи ні. В такому формулюванні це є не стільки питання про нейтральність фіскальної політики, скільки про те, чи достатньо сильними будуть фактори впливу на економічну динаміку у постстресовий період, щоб політика підтримання суттєвих первинних профіцитів для зниження державного боргу не позначалась на підвищенні ризиків рецесії. Іншими словами, дуже важливо, щоб зниження державного боргу забезпечувалось за рахунок значних структурних первинних профіцитів, а не циклічних. Це матиме додаткові позитивні наслідки для протидії номінальній дивергенції, тим самим полегшуючи вибір оптимальної монетарної політики союзним центробанком для усіх країн-учасниць. Ранній період монетарної інтеграції в Європі характеризувався позитивним зв'язком між посиленням фіскальної гомогенності та зближенням ділових циклів (Crespo-Cuaresma, Pfaffermayr, Amador, Kerpel, 2011). Більш симетричне боргове навантаження в розрізі країн позитивно впливає на синхронізацію циклічних коливань завдяки обмеженню опортуністичного фіскального активізму. Посилення суверенної стійкості в таких умовах позитивно відбивається на стабільності всього валютного союзу та можливостях для більш дешевих запозичень окремих країн-учасниць. З цих міркувань фіскальна гомогенність, виражена жорсткими маастрихтськими критеріями, виглядає більш вигідно, порівняно з Пактом про Стабільність і Зростання (ПЗЗ), що став компромісом між фіскальною гнучкістю та обмеженнями на боргову експансію, але точно не забезпечив усунення опортуністичної поведінки у сфері фіскального активізму.

Часткове протиставлення ПЗЗ жорстким принципам маастрихтських критеріїв поставило під сумнів прогрес у сфері посилення фіскальної гомогенності. Сам факт запровадження фіскальних обмежень на структурній, а не номінальній основі виявив проблему недовіри до того, чи визначення допустимого дефіциту у 3% ВВП і державного боргу у 60% ВВП є життєспроможним у світлі запитів щодо стабілізаційної функції національних бюджетів. Іншими словами, можна констатувати виникнення імпліцитної недовіри до того, що ЄВС еволюціонуватиме в напрямі зближення ділових циклів і зниження вразливості до асиметричних шоків. Застосування у ПЗЗ таргету, визначеного як структурний первинний баланс, також опосередковано засвідчило те, наскільки відсоткові платежі можуть викривлювати очікувані обсяги дефіцитного фінансування, покликаною стабілізувати ВВП в періоди рецесії. Враховуючи період 1990-х, коли ставки тримались на відносно високому рівні, стає очевидним, що недовіра до достатності 3% ліміту бюджетного дефіциту як засобу стабілізаційної політики корінилася в рівнях поточного відсоткового тягаря і не врахувала, що глобальні структурні зміни можуть суттєво впливати на підвищення стабі-

лізаційного потенціалу загального дефіциту, вираженого на номінальній (маастрихтській) основі.

Для пояснення цього факту застосуємо теоретичний показник "маастрихтського первинного балансу", який обраховується як різниця між формально максимально допустимим показником бюджетного дефіциту у ЄВС та відсотковими платежами. Економічний зміст цього показника полягає у тому, що він вказує на величину первинного дефіциту/профіциту за поточного рівня відсоткових виплат та обмеження на загальний дефіцит бюджету у 3% ВВП. Утворення позитивного значення цього показника ("маастрихтський первинний дефіцит") означає розширення можливостей фіскальної політики бути застосованою із стабілізаційною метою в рамках максимальних обмежень на номінальний дефіцит. Утворення негативного значення ("маастрихтський первинний профіцит") – звуження таких можливостей. Звичайно, чим меншим є ліміт зростання загального дефіциту, тим меншими є можливості для фіскального активізму, і навпаки. З огляду на те, що маастрихтський критерій має інституціональну природу, то визначення вказаних теоретичних показників є відображенням конкретного дизайну фіскальних обмежень, властивих ЄВС. Динамічна зміна цього показника вказуватиме на те, як зрушення у величині відсоткового тягаря впливають на площу допустимого маневру фіскальної політики в рамках формального ліміту, або ж наскільки фіскальна політика може бути теоретично гнучка. В сукупності по ЄВС це засвідчуватиме вплив конвергенції відсоткових виплат на конвергенцію спроможності застосування фіскальної політики як стабілізаційного інструменту. Іншими словами, це вияв того, наскільки у ЄВС формується тенденція до конвергенції щодо спроможності реагувати на асиметричні шоки, не порушуючи діючий для всіх ліміт на номінальний загальний дефіцит, тобто вияв ступеня агрегованої по валютному союзу фіскальної гнучкості.

Рис. 2 демонструє, що процес фіскальної конвергенції в ЄВС перебував під потужним впливом з боку динаміки відсоткового тягаря, а не намагання слідувати логіці гомогенності, закладеній у маастрихтські макроекономічні принципи.

На основі даних рис. 2. можна зробити декілька принципових висновків. Динаміка середнього показника "маастрихтський первинний баланс" достатньо жорстко прив'язана до змін у поведінці реальних відсоткових ставок та спредів. Очікування переходу на євро змінили тренд реальних ставок, що відбилось на суттєвому покращенні можливостей для фіскальної політики. Подальше зниження реальних ставок після 2001 року однозначно вказує на появу "ознак" так званої "нової економіки публічних фінансів" (різноспрямований рух величини державного боргу та відсоткових виплат), завдяки чому вихід цього показника у позитивну смугу продемонстрував, що фіскальна політика в середньому по ЄВС отримала суттєві можливості із реагування на асиметричні шоки. І тільки стрибок зовнішнього боргу після кризи, що потягнув посилення відсоткового тягаря, знову змінив тренд, але не призвів до настільки поганого результату, як це було у середині 1990-х. Поведінка показника дисперсії цього показника також чітко вказує, на те, що "базові" країни ЄВС суттєво зблизились не стільки завдяки слі-

дуванню політиці досягнення фіскальної гомогенності, скільки завдяки падінню відсоткових ставок. Це означає, що шок відсоткових ставок виявився настільки потужним, що він достатньо компенсував дивергенцію за показником загального дефіциту, яка посилилась після 2004 року. Рис. 3. демонструє, що ступінь агрегованої фіскальної гнучкості не знаходиться в лінійному зв'язку із поведінкою державного боргу.

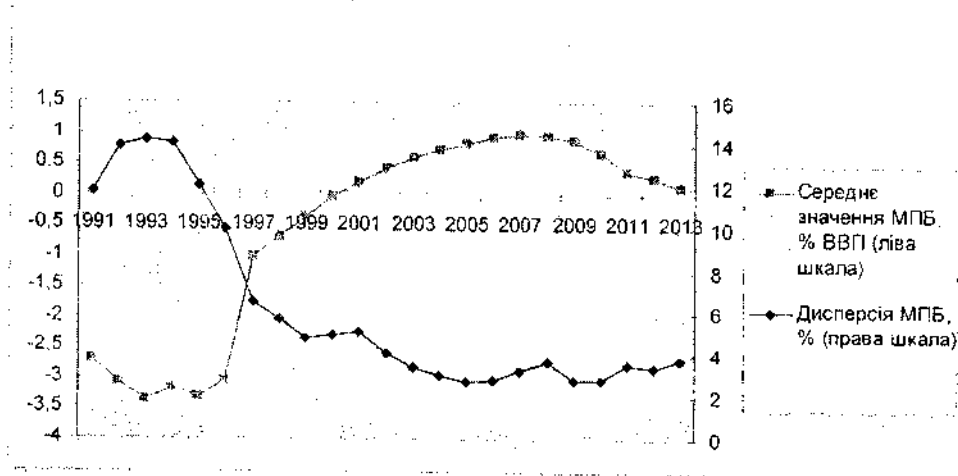


Рисунок 2. Зона євро-7. Конвергенція за показником "маастрихтський первинний баланс", 1991–2013 роки

Джерело: обраховано та побудовано на основі даних: ECB Convergence Report (www.ecb.int), IMF Fiscal Monitor (www.imf.org), OECD Statistics (www.oecd.org).

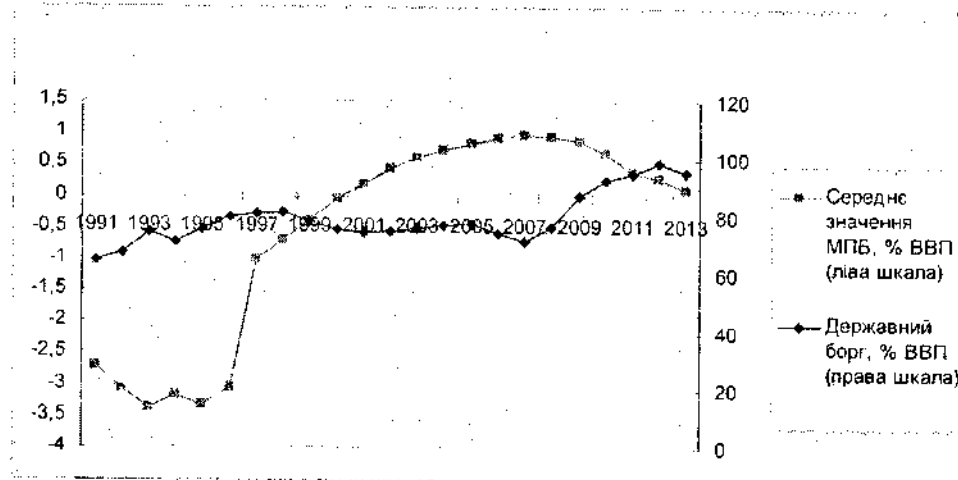


Рисунок 3. Державний борг та теоретична фіскальна гнучкість в зоні євро

Джерело: обраховано та побудовано на основі даних: ECB Convergence Report (www.ecb.int), IMF Fiscal Monitor (www.imf.org), OECD Statistics (www.oecd.org).

Так, рис. 3. дозволяє стверджувати наявність трьох періодів: до запровадження євро, коли державний борг у середньому по зоні євро плавно зростає на тлі покращення ситуації із відсотковими виплатами; після запровадження і до 2008 року, коли середні обсяги державного боргу суттєво не змінювались на тлі розширення теоретичних можливостей

у сфері застосування фіскальної політики як стабілізаційного інструменту; після кризи, коли із зростанням боргу теоретична фіскальна гнучкість почала знижуватись. Втім, найбільш важливим є те, що позитивне значення "маастрихтського первинного балансу" тривалий період співіснувало із статичним трендом державного боргу в середньому. Таку картину можна витлумачити виключно як відсутність мотивації знижувати державний борг з огляду на очікування того, що реальні відсоткові ставки залишаться низькими у довгостроковому періоді. Іншими словами, розширення теоретичної фіскальної гнучкості в сукупності із фіскальною конвергенцією за рахунок низьких відсоткових ставок призвело до втрати фіскальної дисципліни в загальному по ЄВС, що й стало причиною подальшої дивергенції, коли фінансовий шок призвів до сегментації боргових ринків та виникнення асиметричних обмежень на доступність фінансування. Падіння ставок створювало сприятливі можливості для реагування на асиметричні шоки в межах маастрихтського ліміту до кризи. Зниження державного боргу в таких умовах тільки посилює загальну гнучкість фіскальних політик.

Однак проблема полягає в тому, що до кризи в загальному по ЄВС рівень фіскальної гнучкості підвищився, а не знизився, за рахунок сприятливого тренду реальних ставок, а не розширення фіскального простору внаслідок зниження державного боргу. Зростання фіскальної гомогенності також підвищувалось завдяки зближенню рівня ставок та компресії спредів, а не конвергенції боргового навантаження. З огляду на це, публічні фінанси багатьох країн ЄВС стали вразливими до шоку відсоткових ставок та умов ліквідності. Тобто внаслідок того, що поруч із підвищенням агрегованої фіскальної гнучкості спостерігалась втрата фіскальної дисципліни, можливості скористатись перевагами досягнутого позитивного значення "маастрихтського первинного балансу" були повністю втрачені після кризи, коли змінились глобальні умови ліквідності, а фінансовий стрес переріс у кризу суверенного боргу.

З точки зору стабілізаційної ефективності децентралізована фіскальна гнучкість (більш виражена реакція на шоки на національному рівні) навряд чи поступатиметься системі централізованих трансфертів, а тому оптимальність валютної зони забезпечуватиметься без додаткових наднаціональних утворень. Також система централізованих трансфертів важко вклататиметься в рамки політико-інституціонального сприйняття у валютному союзі, члени якого перебувають на різних стадіях реальної конвергенції. Однак у першому випадку система буде вразлива до змін у рівнях реальних відсоткових ставок, а в другому – до політико-інституціональних ризиків встановлення дієздатної централізованої моделі і її розпаду внаслідок невідповідності умовам *ex post*. Тобто децентралізована гнучкість буде ефективною тільки тоді, коли вона буде достатньо жорстко обмежена централізованою схемою правил, які би унеможливили моральний ризик при здійсненні боргової політики і спроможність перерозподіляти вигоди від членства у валютному союзі за рахунок одностороннього активізму. Така схема краще відбиватиме стан речей, коли відмінності в досягнутих рівнях ВВП на душу населення та варіація моделей держави добробуту можуть бути достатньо суттєвими, внаслідок чого децентралі-

зація краще відбиватиме локальні преференції щодо рівня оподаткування та обсягу суспільних благ у спосіб, який би не призводив до структурного арбітражу та факторної мобільності, спричиненої екстерналіями функціонування суспільного сектора. (Наприклад, створення якісних інститутів та надання якісних державних послуг у ситуаціях із обмеженими можливостями ефективного стягнення податків не тільки погіршує сальдо бюджету, а й породжує позитивні екстерналії, які активують проциклічний приплив факторів з інших країн, що посилює перегрів та дисбаланси в економіці. Недостатньо якісні інститути та державні послуги в сукупності із високим рівнем оподаткування також не гарантують спроможність досягати бюджетний баланс, але вони додають породження негативних екстерналії, внаслідок чого відплив факторів загострює проблему рецесії.)

Також система централізованих правил потрібна для того, щоб знизити ризик виникнення комбінації зростання глобальних реальних відсоткових ставок і стабілізаційних акцій, підсумком яких стане підвищення рівня державного боргу, який буде важко знизити в майбутньому без додаткових політико-економічних втрат чи втрат у вигляді зумовленості циклічної дивергенції асиметричними в розрізі країн фіскальними консолідаціями. Можливість підключення механізмів екстреної підтримки суверенних позичальників повинна існувати виключно як крайній захід і виключно в рамках обумовленого кредитування. Питання емісії союзних облігацій слід визнати важливим фактором посилення глобальних позицій євро і підвищення фінансової стабільності у валютному союзі, однак допоки рівень політико-інституціонального спротиву подальшій фіскальній інтеграції буде високим, поєднання жорстких правил обмеження фіскальної експансії із нормативними вимогами щодо зниження державного боргу після періоду його зростання та розширеною зоною маневру для реагування на асиметричні шоки виглядатиме більш реалістичним фіскальним фундаментом ЄВС. Узагальнення з приводу фіскальних детермінант оптимальності валютних зон представлені у табл. 1.

Реформи фіскальної політики у ЄВС у рамках модернізації ПСЗ, запровадження приписів "Fiscal Compact" та процедур моніторингу дисбалансів у зоні євро є кроками в напрямку і вищого рівня централізації з міркувань вимог щодо фіскальної стійкості, і створення можливостей для того, щоб суверенна відповідальність за боргову політику також підвищилась. Однак структура вимог щодо поточних фіскальних цілей для країн, які не вкладаються в норматив у 60% боргу до ВВП, засвідчує збереження традиційної проблеми номінального якоря боргової стабільності. Коли така стабільність досягається, мотивація знижувати борговий тягар різко падає, що закладає основи для майбутніх ризиків сегментації боргових ринків і подальшої дивергенції. Саме тому формулювання правил фіскальної політики в ЄВС повинні більш імперативно націлювати на зниження рівня державного боргу нижче від позначки у 60% ВВП. Доповнення таких вимог формуванням банківського союзу покращуватиме можливості для додаткових макропруденційних регуляторів переймати на себе частину відповідальності за асиметричні наслідки проциклічності фінансового сектора.

Таблиця 1

Фіскальні моделі валютного союзу, рівень боргового навантаження та відповідність умовам оптимальності валютної зони

	Рівень державного боргу		
	Низький	Середній	Високий
Децентралізована гнучкість із самовідповідальністю щодо суверенної платоспроможності	Широкий фіскальний простір для реакції на асиметричні шоки. Фіскальна політика підтримуватиме оптимальність валютної зони	Достатній простір для реакції на асиметричні шоки. Вразливість до шоків відсоткових ставок. Ризики фіскальної дивергенції присутні у випадку браку ринкової дисципліни та фіскального опортунізму	Малий простір для реакції на асиметричні шоки. Сегментація боргових ринків буде асиметрично дискримінаційною. Висока вірогідність асиметричних втрат доступу до фінансування. Фіскальна політика швидше буде фактором дивергенції валютної зони
Децентралізована гнучкість із централізацією механізмів страхування суверенних ризиків	Так само. + Необхідність створення централізованих механізмів може мати перерозподільчий характер, якщо країни-учасниці перебувають на різних стадіях реальної конвергенції	Так само. + Централізація механізмів страхування дозволяє компенсувати провали ринку в оцінці ризиків та обмежувати спекуляції. В цілому фіскальні механізми підтримуватимуть оптимальність валютної зони допоки асиметричний опортунізм та моральний ризик не перетворять систему страхування у систему перерозподільчих дотацій, що зробить валютну зону політично нестійкою	Так само. + Механізми страхування можуть позитивно позначитись на підтриманні оптимальності валютної зони виключно за умов конвергенції боргового тягаря та перебування країн на подібних стадіях реальної конвергенції. Якщо країни мають різні ступені обтяження державним боргом та мають значні відмінності ВВП на душу населення, система буде нестабільною, а валютний союз політично нестійким
Система централізованих трансфертів	Така система буде затребувана виключно за умов високої подібності пріоритетів економічної політики та високого ступеня політичної інтеграції. В протилежному випадку реакції на зatoryжні асиметричні шоки можуть мати перерозподільчий характер. В загальному система підтримуватиме оптимальність валютної зони, оскільки країни завжди матимуть можливість для національної фіскальної гнучкості	Інтерес до такої системи може виявитись високим з огляду на раціональні очікування щодо обмеженості фіскального простору та вразливості до шоків відсоткових ставок. Однак чим більш обмеженими будуть національні фіскальні політики, тим вірогіднішим буде ризик асиметричних втрат і вигод від членства в такій системі. При зatoryжних асиметричних шоках брак національної фіскальної гнучкості може підвищити ризик політичної стабільності валютної зони	При асиметрично дискримінаційній сегментації боргових ринків система централізованих трансфертів може позитивно позначитись на підвищенні стабільності валютної зони, але і не виключає політичну нестійкість. Однак вузький фіскальний простір робитиме цю систему вразливою до перерозподільчих конфліктів. Сильні й зatoryжні асиметричні шоки швидше за все захоплюватимуть акумулювання відкладених в часі дисбалансів
Система з жорсткими	Ефективно працюватиме в умовах	Ризик дивергенції може виникнути тоді, коли до-	Оскільки можливості реагувати на асимет-

	Рівень державного боргу		
	Низький	Середній	Високий
обмеженнями щодо фіскальної конвергенції	відсутності сильних асиметричних шоків, а можливості фіскального маневру в разі їх настання не посилюватимуть дивергенцію внаслідок. Оптимальність перш за все підтримуватиметься за рахунок елімінування фіскального опортунізму та морального ризику	держання правил конвергенції йтиме всупереч із вигодами індивідуальної реакції на асиметричні шоки. Однак такі вигоди не можуть бути перманентними з огляду на вразливість до відсоткового ризику. Якщо повернення до боргових лімітів не посилюватиме дивергенцію, оптимальність у загальному може підтримуватись з боку фіскальних механізмів	ричні шоки є обмеженими, а повернення до рівнів боргу та дефіциту, передбачених правилами конвергенції, буде політико-економічно вразливим (недосяжність значного первинного профіциту), то система скоріше розхитуватиме оптимальність валютної зони

Джерело: розроблено автором.

Висновки. Теоретичний аналіз фіскальних аспектів оптимальності валютних зон засвідчує наявність істотних контроверсій. Фіскальна гомогенність необхідна для забезпечення макрофінансового підґрунтя спільної монетарної політики. Водночас можливості реагувати на асиметричні шоки з допомогою фіскальної політики повинні допускати певний рівень варіації в рівнях бюджетного дефіциту та державного боргу в розрізі країн-учасниць. Вихід із цієї дилеми теоретично асоціюється з централізованою системою міжрегіональних трансфертів, запровадження якої передбачає формування фіскального союзу. Криза у ЄВС продемонструвала, що фіскальна дивергенція та проблеми із державним боргом окремих країн загрожують стабільності всього інтеграційного об'єднання, внаслідок чого подальша централізація у сфері фіскальної політики розглядається як один з можливих варіантів. Втім, криза суверенного боргу та макрофінансова дестабілізація в зоні євро розвинулась на підґрунті поєднання погіршення фіскальної дисципліни, фінансових дисбалансів та асиметричної втрати глобальної конкурентоспроможності при перебуванні різних країн на відмінних стадіях реальної конвергенції. Глобальний шок ліквідності і затяжний період низьких реальних ставок, з одного боку, спровокував асиметричні суверенні і приватні надзапозичення, а з іншого – розширив зону гнучкості фіскальної політики за рахунок того, що відсоткові виплати опустились нижче за рівень, передбачений маастрихтським лімітом бюджетного дефіциту. ЄВС до кризи демонстрував конвергенцію на рівні агрегованої фіскальної гнучкості, але виключно за рахунок зближення відсоткових ставок та компресії спредів. Це означає, що більшість країн-членів ЄВС отримали більше можливостей реагувати на асиметричні шоки з допомогою стабілізаційної фіскальної політики, але не змогли цим скористатись через втрату фіскальної дисципліни і вразливість до шоку відсоткових ставок та умов ліквідності. Посткризова сегментація боргових ринків посилила дивергенцію внаслідок асиметричної втрати доступу до фінансування. Створення централізованої системи міжкраїнних трансфертів виглядає ризиковим з міркувань політико-інституціональних викликів. Централізація повинна посилитись в напрямі створення більш жорстких правил, які б зобов'язували до зниження державного боргу нижче за рі-

вень у 60% ВВП для уможливлення стабілізаційної фіскальної реакції на асиметричний шок так, щоб збільшення державного боргу користувалось довірою. Система страхування ризику суверенної платоспроможності повинна існувати виключно як крайній захід і функціонувати за принципом обумовленого кредитування.

Література

- Kenen P. (1969) The Theory of Optimum Currency Areas: An Eclectic View // Monetary Problems in the International Economy. Ed. by R. Mundell and A. Swoboda. Chicago, London: University of Chicago Press. P. 41-60.*
- Mongelli F. (2002) "New" Views on the Optimum Currency Area Theory: What Is EMU Telling Us! // ECB Working Paper. № 138. P. 5-51.*
- Brussels (1977a) Report of the Study Group on the Role of Public Finance in European Integration. Volume I: General Report. Commission of the European Communities. 68 p.*
- Brussels (1977b) Report of the Study Group on the Role of Public Finance in European Integration. Volume II: Individual Contributions and Working Papers. Commission of the European Communities. 61 p.*
- Begg I. (2009) Fiscal Federalism, Subsidiarity and the EU Budget: Review // Swedish Institute for European Policy Studies. 2009: 1. P. 1-68.*
- Majocchi A. (2011) Towards a European Federal Fiscal Union // Perspectives on Federalism. 2011. Vol. 3., Issue 1. P. 78-98.*
- Sachs J., Sala-i-Martin X. (1992) Fiscal Federalism and Optimum Currency Areas: Evidence for Europe from the United States // Establishing a Central Bank: Issues in Europe and Lessons from the US. Cambridge: Cambridge University Press.*
- Person T., Tabellini G. (1996) Federal Fiscal Constitutions: Risk Sharing and Moral Hazard // Econometrica. № 64 (3). P. 623-646.*
- Person T., Tabellini G. (1996) Federal Fiscal Constitutions: Risk Sharing and Redistribution // Journal of Political Economy. № 104 (5). P. 979-1009.*
- Obstfeld M., Peri G. (1998) Regional Non-Adjustment and Fiscal Policy // Economic Policy. № 26. P. 205-259.*
- Pacheco L.-M. (2000) Fiscal Federalism, EMU and Shock Absorption Mechanisms: A Guide to the Literature // European Integration online Papers (EIoP). Vol. 4. №4. P. 1-20.*
- Mundell R. (1973) The Economics of Common Currencies // Uncommon Arguments for Common Currencies / Ed. by H. Johnson and A. Swoboda. New York: Allen and Unwin. P. 114-132.*
- Dmitriev M., Hoddenbagh J. (2012) The Optimal Design of a Fiscal Union // Munich Personal PePec Archive Paper. № 46166. P. 1-45.*
- Werning I., Farhi E. (2012) Fiscal Unions // NBER Working Paper. № 18280. P. 1-50.*
- Fidrmac J. (2013) Political Economy of Fiscal Unions // Center for Economic Studies and Ifo Institute Working Paper. № 4344. P. 1-25.*
- Bandt O. de, Mongelli F. (2000) Convergence of Fiscal Policies in the Euro Area // ECB Working Paper. № 20. P. 5-28.; Tujala M., Wolswijk G. (2004) What Determines Fiscal Balances? An Empirical Investigation in Determinants of Changes in OECD Budget Balances // ECB Working Paper. № 424. P. 3-40.*
- Strauch R., Hallerberg M., von Hagen J. (2004) Budgetary Forecasts in Europe - the Track Record of Stability and Convergence Programmes // ECB Working Paper. № 307. P. 3-45.*
- Hogeveg G. (2002) Regional Monetary Arrangements - Lessons from the Euro Area / Challenges to Central Banking from Globalized Financial Systems. Conference at the IMF in Washington, D.C., September 16-17, 2002 // IMF Seminars and Conferences Paper. P. 1-13.*
- Completing the Euro (2013) A Road Map Towards Fiscal Union in Europe. Report of the "Tommaso Padoa-Schioppa Group". Notre Europe Studies and Reports. № 92. 68 p.*
- Furceri D., Zdzienicka A. (2013) The Euro Area Crisis: Need for a Supranational Fiscal Risk Sharing Mechanism? // IMF Working Paper. WP/13/198. P. 1-34.*
- IMF (2013a) Toward a Fiscal Union for the Euro Area // IMF Staff Discussion Note. P. 1-29.*
- Vetter S. (2013) Do All Roads Lead to Fiscal Union? Options for Deeper Fiscal Integration in the Eurozone // Deutsche Bank Research. EU Monitor. April. P. 1-16.*
- IMF (2013b) Reassessing the Role and Modalities of Fiscal Policy in Advanced Economies // IMF Policy Paper. Sept. P. 1-63.*

- Laeven L., Valencia F. (2008) Systemic Banking Crises: a New Database // IMF Working Paper. WP/08/224. P. 1–46.*
- Rogoff K., Reinhart C. (2009) The Aftermath of Financial Crisis // NBER Working Paper. № 14587. P. 1–38.*
- Baldacci E., Gupta R., Mulas-Granados C. (2009) How Effective is Fiscal Policy Response in Systemic Banking Crisis // IMF Working Paper. WP/09/160. P. 1–39.*
- Krugman P. (2013) Currency Regimes, Capital Flows, and Crises // Paper (Mundell-Fleming Lecture) Presented at the 14th Jacques Polak Annual Research Conference Hosted by the IMF, Wash. (D.C.), Nov. 7–8. P. 1–35.*
- IMF (2013a) Reassessing the Role and Modalities of Fiscal Policy in Advanced Economies // IMF Policy Paper. Sept. P. 1–63.*
- Christiansen L., Perez Ruiz E. (2013) What Role for Discretionary Fiscal Policy? A Discussion Anchored in the Stylized Facts of Past Consolidations // IMF Mimeo // www.imf.org*
- Козюк В.В. (2012) Оптимальний рівень боргового навантаження: глобальні макрофінансові зрушення та швидкоплинні очікування // Фінанси України. №1. С. 78–92.*
- Crespo-Cuaresma J., Pfaffermayr M., Amador O. F., Keppel C. (2011) Macroeconomic Aspects of European Integration: Fiscal Policy, Trade Integration and the European Business Cycle // FIW-Research Reports 2010/11. №4. P. 1–33.*

FISCAL MEASUREMENT OF THE THEORY OF OPTIMAL CURRENCY AREAS IN THE LIGHT OF THE DIVERGENCE OF THE EMU

Viktor Kozziuk

Author affiliation: Doctor of Economics, Professor, Academician, Academy of Agrarian Sciences of Ukraine, Head, Department of Economic History, Ternopil National Economic University. E-mail: victorkozyuk@rambler.ru.

Revealed the controversial role of fiscal policy in ensuring an optimum currency area. It is shown that bridging the differences between the fiscal convergence and stabilization opportunity to respond to asymmetrical shocks in the theory comes down to creating a fiscal union. It is proved that the specifics of the crisis in the EMU is a combination of the loss of fiscal discipline, financial imbalances and asymmetric loss of competitiveness under the conditions of low real interest rates. Confirmed the assumption that the capacity of the stabilizing reaction to asymmetrical shocks is rooted in the policy of reducing public debt. Theoretical behavior of the indicator of "Maastricht primary budget balance" demonstrates that the decline in real interest rates has created a favorite environment for the empowerment of fiscal policy to respond to shocks, but this opportunity was lost due to the loss of fiscal discipline. It is proved that the system of centralized transfers is the politically and institutionally vulnerable, as different countries are at different stages of real convergence. Centralization should be implemented in the direction of strengthening the rules that aims at reducing the debt load, after it had risen as a result of previous stabilization needs. Insurance system of sovereign risk must exist as a last resort and based on the principle of due credit.

Keywords: fiscal policy, the theory of optimum currency areas, fiscal convergence, fiscal union, EMU convergence

JEL: E440, F370, H870.