

ФІНАНСИ. ПОДАТКИ. КРЕДИТ

УДК 336.339

В. В. КОЗЮК,
*професор, доктор економічних наук,
завкафедрою економічної теорії
Тернопільського національного економічного університету*

**ОРІЄНТИРИ ФІСКАЛЬНОЇ ІНТЕГРАЦІЇ В ЄВС:
ТЕОРІЯ ФІСКАЛЬНИХ СОЮЗІВ
ТА ГЛОБАЛЬНА ФІНАНСОВА КРИЗА**

Доведено більш тісний зв'язок уразливості макроекономічного механізму ЄВС (Європейського валютного союзу) з коливаннями глобальної ліквідності, ніж з відсутністю системи централізованих трансфертів. Обґрунтовано, що фіскальна конвергенція виконує самостійну стабілізуючу роль, а здатність реагувати на асиметричні шоки визначається рівнем нагромадженого боргу. Окреслено можливості забезпечення фіскальної конвергенції, суверенної платоспроможності та здатності реагувати на асиметричні шоки без ризику боргової нестабільності.

Ключові слова: фіскальний союз, ЄВС, асиметричні шоки, фіскальна конвергенція, державний борг, фінансові дисбаланси.

V. V. KOZYUK,
*Professor, Doctor of Econ. Sci.,
Head of the Chair of Economic Theory,
Ternopil' National Economic University*

**REFERENCE POINTS OF THE FISCAL INTEGRATION INTO THE EMS:
THE THEORY OF FISCAL UNIONS
AND THE GLOBAL FINANCIAL CRISIS**

The closer connection of the vulnerability of the macroeconomic mechanism of the EMU (European Monetary Union) with oscillations of the global liquidity, rather than with the absence of a system of centralized transfers, is proved. It is substantiated that the fiscal convergence plays an independent stabilizing role, and the ability to react on asymmetric shocks is determined by the accumulated debt level. The possibilities to ensure the fiscal convergence, independent solvency, and the ability to react on asymmetric shocks without a debt instability risk are described.

Keywords: fiscal union, EMU, asymmetric shocks, fiscal convergence, state's debt, financial disbalances.

Боргова криза окремих країн ЄВС продемонструвала, що задекларовані наміри щодо подальшої фіскальної централізації повинні співвідноситися з концептуальними висновками про роль макробюджетних регуляторів у підтримці стабільності в інтеграційному об'єднанні, ступінь відповідності якого критеріям оптимальної валютної зони продовжує залишатися дискусійним. Реформи макро-

Козюк Віктор Валерійович (Kozyuk Viktor Valeriyovich) – e-mail: victorkozyuk@rambler.ru.

фіскального каркаса ЄВС вже відобразили посилення централізації в окремих процедурних питаннях (наприклад, визначення для кожної країни обмежень на цільовий структурний первинний баланс бюджету, якщо має місце перевищення державним боргом 60% ВВП), що відкриває можливості для подальших дискусій про варіанти заснування фіскального союзу в тих чи інших формах. Незважаючи на це, його створення продовжує залишатися досить ризикованим політичним проектом, свідченням чому є запеклі академічні дебати.

Найбільш складним моментом у реалізації проекту подальшої макроекономічної інтеграції зони євро є теоретичне співвіднесення втрат і вигід від посилення централізації у сфері фіскальної політики з характером проблеми, з якою стикнувся ЄВС. Релевантні моделі централізації можуть суттєво відрізнитися одна від одної і мати зовсім інші алгоритми функціонування і, що не менш важливо, способи забезпечення політичної підтримки. Багато в чому проблема обґрунтування варіантів реформування системи, що регулює фіскальну політику в інтеграційному об'єднанні, пов'язана із прагненням запобігти кризам суверенного боргу, які можуть підірвати основи надійного функціонування зони спільної валюти і погіршувати ефективність спільної монетарної політики. Але ця проблематика теоретично виходить за межі периметра регулювання суверенної платоспроможності й стосується значно ширшого кола питань, які повертають до основ інтеграційних процесів — реакції на шоки та ступінь конвергенції. При цьому, як не дивно, теоретичні дослідження фіскальних союзів значно більше віддаляються від того, як забезпечити суверенну платоспроможність, порівняно з тим, як запобігти втратам добробуту в умовах асиметричних шоків. Звідси, розгляд проблем фіскальної інтеграції в Європі в ширшому контексті, ніж під кутом зору вузького тлумачення фіскального союзу як комплементарної теорії оптимальних валютних зон, залишається актуальним.

Фіскальний аспект теорії оптимальних валютних зон від самого початку продемонстрував відсутність консенсусу з приводу того, що є більш важливим для ефективного функціонування зони монетарної інтеграції — досягнення фіскальної конвергенції (зменшення варіації бюджетних дефіцитів та показників державного боргу в країнах-членах), яка б також передбачала підтримання державного боргу на рівні, який би не викликав сумнівів у платоспроможності країни і не призводив до перерозподілу сукупного попиту на користь окремих активістських країн, або можливості застосування фіскальної політики як стабілізаційного інструмента, який компенсує брак монетарних каналів пристосування до асиметричних шоків. Закладений П. Кененом у теорію фіскальних союзів, цей контроверсійний момент [1] частково було нівельовано завдяки розгляду питання про те, що централізація окремих бюджетних функцій може краще забезпечувати реалізацію макростабілізації в зоні спільної монетарної політики (так званий Звіт Комісії МакДугала *). При цьому ключовим моментом теорії фіскальної інтеграції стає дизайн системи централізованих трансфертів, які покликані забезпечити пристосування до асиметричних шоків. В екстраполяції на ЄС цілий ряд ранніх досліджень виокремили наявність істотного потенціалу для поліпшення механізмів пристосування до асиметричних шоків, реалізованого у формі фіскального союзу, між членами якого циркулюють стабілізуючі трансферти [2; 3; 4; 5].

* Report of the Study Group on the Role of Public Finance in European Integration. — Vol. I: General Report. — Brussels : Commission of the European Communities, 1977. — 68 p.; Report of the Study Group on the Role of Public Finance in European Integration. — Vol. II: Individual Contributions and Working Papers. — Brussels : Commission of the European Communities, 1977. — 61 p.

Криза суверенного боргу відновила розвідки у сфері фіскальної централізації в інтеграційному об'єднанні. Більшість таких досліджень істотно доповнюють усталені формальні моделі фіскального союзу, в яких на перший план виводяться варіанти оптимальних фіскальних реакцій у розрізі рівнів централізації. Це дозволяє виділити певні теоретичні моделі фіскальної інтеграції (табл. 1).

Таблиця 1

Теоретичні моделі фіскальних союзів *

Моделі	Теоретична валідність	Функціональне призначення
Податковий союз	В умовах низької взаємозамінності товарів, що торгуються в країнах-учасниках, зміни умов торгівлі привносять дестабілізуючі ефекти, оскільки країни виступають у ролі монополістів	Координація у сфері оподаткування праці та споживання дозволяє компенсувати інтенції маніпулювати змінами умов торгівлі для досягнення асиметричних вигід окремими країнами-учасниками. Природні передумови для розподілу ризиків (ринкова влада різних країн стає різною, що посилює вразливість до асиметричних шоків) можуть спрацювати навіть за фінансової автаркії. Але цього недостатньо, якщо окремі країни здійснюють опортуністичну торговельну політику. За подібних преференцій у сфері оподаткування фіскальний союз перекриває перекручення у сфері маніпулювання умовами торгівлі
Трансфертний союз, або механізм фіскального страхування проти асиметричних флуктуацій ВВП	<ol style="list-style-type: none"> 1. Висока взаємозамінність, помножена на брак фінансової інтеграції, руйнує систему розподілу ризиків по каналах диверсифікації портфелів активів, а ринкова влада окремої країни є слабкою. Зміни умов торгівлі не є такими суттєвими порівняно з іншими бар'єрами пристосування до шоків. 2. Фінансові фрікції, які призводять до того, що "макростраховання", навіть у разі володіння диверсифікованим портфелем активів, не гарантує підтримання добробуту у випадку сильних асиметричних шоків. 3. Незначна відкритість посилює позитивний вплив трансфертів. 4. Асиметричні шоки не компенсуються спільною монетарною політикою, а негнучкість ринків тільки посилює дивергенцію. 5. Децентралізована фіскальна реакція на асиметричні шоки погіршує макрофінансову стабільність тощо 	Система централізованих трансфертів виконує роль компенсатора стабілізаційної фіскальної політики. Формування фонду трансфертів країнами, що перебувають у зоні позитивного ВВП-розриву, та направлення коштів фонду до країн з протилежною циклічною позицією мають загальні контрциклічні наслідки для всіх учасників, що посилює номінальну конвергенцію та сприяє виробленню спільної монетарної політики. Фіскальна політика перебирає на себе стабілізуючу роль з огляду на те, що пристосування до шоків по каналах ринків праці та ринків капіталу не спрацьовує повною мірою навіть у межах однієї країни. Міжрегіональні трансферти запобігають втратам добробуту через брак гнучкості в пристосуванні до шоків. У випадку сильних і тривалих шоків наявність системи трансфертів стає чи не єдиним способом зберегти валютний союз, хоча такий тип шоків не гарантує, що система централізованих стабілізаційних трансфертів не перетвориться на механізм перерозподілу добробуту дотаційного характеру

Продовження таблиці

Фіскальний союз, який забезпечує врегулювання інституціональних проблем спільної монетарної політики	<p>1. Розподіл сеньйоражу може потребувати прийняття спеціальних фіскальних правил.</p> <p>2. Існують специфічні умови "неподільності" фіскальної та монетарної політики, що вимагає додаткової специфікації умов розподілу втрат і вигід.</p> <p>3. Кредитування останньої інстанції національних суверенних і приватних позичальників має прямі макрофіскальні наслідки, здатні породити асиметричні втрати і вигоди</p>	<p>Дана модель фіскального союзу покликана специфікувати інституціональний формат монетарної політики, що має конкретні наслідки для бюджетів країн-учасниць та їх боргових стратегій. В умовах, коли союзний центральний банк має право здійснювати екстрену пропозицію ліквідності, межа між фіскальним і банківським союзами стає досить умовною. Наявність норм, які регулюватимуть питання фіскальних екстерналій спільної монетарної політики, підвищує політичну стабільність союзу, оскільки модель розподілу втрат і вигід від діяльності союзного центробанку визначається <i>ex ante</i></p>
Спільний бюджет	<p>Відповідно до теорії фіскального федералізму на вищій рівень слід перекласти ті видатки, які найбільшою мірою породжують ефекти макроекономічної стабілізації. У щільно інтегрованому об'єднанні стабілізаційні можливості окремих національних бюджетів є обмеженими</p>	<p>Формування спільного бюджету за рахунок відповідних закріплених джерел робить його незалежним від проблеми перебування різних країн у відмінних циклічних позиціях, унаслідок чого можуть виникати питання щодо критерію здійснення міжкрайнових трансфертів. Видатки спільного бюджету дозволять запобігти проциклічному скороченню витрат в окремих країнах і тим самим згладити асиметричні шоки. Також спільний бюджет дозволить більш раціонально позиціювати видатки за рівнями бюджетної системи інтеграційного об'єднання</p>
Спільний механізм страхування на випадок безробіття	<p>Видатки із страхування на випадок безробіття є автоматичним стабілізатором. Здійснення таких видатків з національних бюджетів може посилювати циклічну асинхронність та стимулювати фіскальну дивергенцію</p>	<p>Централізація страхування на випадок безробіття нейтралізуватиме ту частину необхідної автоматичної стабілізації, яка забезпечується національними бюджетами, що спричинятиме погіршення фіскальної конвергенції. Така модель є наближеною до логіки функціонування трансфертного союзу, але має ту перевагу, що вона жорстко зумовлена в цільовому плані й робить канал централізованих трансфертів чітко специфікованим у ролі автоматичних стабілізаторів. Також незалежність виплат по безробіттю від національних бюджетних обмежень зменшує політичну ціну стабілізаційних рішень</p>

Борговий союз	<ol style="list-style-type: none"> 1. Недостатня місткість національних боргових ринків зводить до мінімуму ефективність запозичень і робить їх уразливими до спекулятивних атак. 2. Висока схильність ринків капіталів до сегментації є асиметрично дискримінаційною для окремих суверенних позичальників. 3. Нейтралізація асиметричних впливів на первинний бюджетний баланс відмінностей у розмірах процентного тягаря. 4. Цільний зв'язок між суверенними та приватними спредами вимагатиме функціонування спільного механізму кредитування останньої інстанції, яке, уможливаючи доступ до ліквідності, не підірвало б основ незалежності спільної монетарної політики 	<p>Система самовідповідальності за суверенну платоспроможність у валютному союзі може не спрацювати як через брак ринкової дисципліни, ефекти глобальної ліквідності, так і через недовіру до принципу унеможливлення кредитування останньої інстанції.</p> <p>Централізація механізмів кредитування останньої інстанції за межами фіскального домінування над союзним центробанком вимагає створення механізмів, які б гарантували масштабні запозичення в разі виникнення стабілізаційних потреб, а також уникнення дискримінаційного асиметричного доступу до джерел ліквідності, який посилює дивергенцію. Об'єднання банківських і суверенних криз платоспроможності взагалі загрожує стабільності валютного союзу, тому борговий союз покликаний забезпечити централізацію механізмів пропозиції екстреної ліквідності</p>
---------------	--	--

* Згруповано автором за [6; 7; 8].

В екстраполяції на зону євро теорії фіскальних союзів можна побачити ряд суттєвих дискусійних моментів, які уможливають виділення полярних напрямів аналізу проблеми, що обґрунтовуються в науковій літературі. З одного боку, систему централізованих трансфертів специфіковано під вирішення завдань з нівелювання процесів дивергенції (посилення асинхронності та зниження корельованості темпів зростання в розрізі країн-членів) унаслідок дії асиметричних шоків і відсутності монетарних підойм пристосування до них. В умовах дії спільного шоку монетарна реакція є кращим варіантом. Більше того, фіскальна централізація не враховує проблеми перебування різних країн-учасниць на різних стадіях реальної конвергенції, внаслідок чого внески до централізованої системи будуть вже перерозподільними *ex ante*. Конкуренція між територіями, що прагнуть більш швидкого зростання для вирівнювання доходів на душу населення в середньому по інтеграційній зоні, послаблюватиметься [9]. Глобальна фінансова криза розпочалась як симетричний шок і тільки в подальшому спровокувала асиметричні реакції. Криза ліквідності не обов'язково має розв'язуватися через централізацію бюджетних механізмів. Фіскальний союз у цьому вигляді не є оптимальною відповіддю ЄС – ЄВС [8].

З іншого боку, механізм макроекономічної політики в ЄВС спирається на переоцінку ринкової дисципліни у забезпеченні суверенної платоспроможності, а ймовірність асиметричних шоків, пов'язаних з коригуванням фінансових дисбалансів, узагалі не розглядається. Розподіл ризиків у процесі пристосування до

шоків не дозволяє говорити про відсутність простору для створення фіскальних механізмів коригування асиметричних шоків. Розробка наднаціональних механізмів розв'язання проблем суверенного боргу, виникнення яких багато в чому пов'язане з провалами у фінансовому секторі, забезпечить кращі підйоми функціонування зони євро. Отже, поглиблення фіскальної інтеграції повинно йти шляхом посилення наднаціонального та національного інституціонального регулювання бюджетних дефіцитів, зтягне підтримання яких загрожує цілісності інтеграційного об'єднання*.

Водночас дискусії в стилі “за чи проти” подальшої уніфікації в ЄВС демонструють надмірну зосередженість на протиставленні вигід від фіскальної інтеграції (створення більш ефективних механізмів реагування на асиметричні шоки, стимулів для посилення кореляції темпів зростання, забезпечення спільної монетарної політики надійнішим фіскальним підґрунтям тощо) потенціальним перерозподільним ризикам, що привнеситимуться в централізовану систему відмінностями в розрізі країн. Зменшення уваги до проблеми фіскальної конвергенції в маастрихтському дусі суттєво збіднює панораму аналізу. Інакше кажучи, зниження статусу номінальних виразників конвергенції (3-процентний бюджетний дефіцит, 60-процентний державний борг до ВВП) порівняно із структурними показниками дефіциту бюджету в Пакті про стабільність і зростання в макроаналітиці ЄВС не враховує додаткових ризиків, пов'язаних з інтерпретацією ситуації у сфері дефіциту та боргу економічними агентами та урядовцями в національних країнах і Брюсселі. У більшості досліджень увага не акцентується на тому, що фіскальна конвергенція сама по собі може виконувати стабілізуючу роль, але за рівнів державного боргу, які допускають певну фіскальну гнучкість у реагуванні на шоки. Виходячи з цього, мета статті – показати, що бюджетно-боргові засади забезпечення стабільності валютного союзу не повинні обмежуватись аналізом втрат і вигід від альтернативних ступенів фіскальної централізації, а мають враховувати можливості досягнення фіскальної конвергенції шляхом зниження державного боргу та макроекономічної дисципліни.

Незважаючи на суттєві реформи в зоні євро протягом 2010–2011 рр., ЄВС важко назвати повноцінним фіскальним союзом. Зокрема, це пов'язано з тим, що Маастрихтський договір запроваджує критерії номінальної конвергенції, а Пакт про стабільність і зростання – фіскальні правила, які асимілюють ці критерії, але в певному розумінні є ширшими з точки зору можливостей фіскальної політики та інституціональних механізмів їх дотримання. Відповідність ЄВС теоретичним ознакам фіскального союзу відображено в таблиці 2. Проте макромодель функціонування зони євро залишається досить унікальною.

Так, модель макроекономічної політики ЄВС спирається на принцип монетарної політики цінової стабільності, вільного плавання курсу євро та фіскальної дисципліни, яка забезпечується через імператив самовідповідальності за боргову ситуацію (так званий, по bail-out principle). За цих обставин теоретично єдиним джерелом бюджетних обмежень урядів країн-учасниць є ринкові процентні ставки. Переоцінка спроможності ринків адекватно відображати суверенні ри-

* Докладніше див.: Completing the Euro. A Road Map Towards Fiscal Union in Europe / Report of the “Tommaso Padoa-Schioppa Group” // Notre Europe Studies and Reports. – 2013. – № 92. – 68 p.; Toward a Fiscal Union for the Euro Area // IMF Staff Discussion Note, 2013. – September. – P. 1–29; [10].

зика у величині спредів досить швидко стала очевидною, зокрема, у світлі того що елімінування валютного ризику частково замістило суверенний ризик. Пр цьому макроекономічне правило "no bail-out" могло не викликати довіри, щ породжувало проблему морального ризику *. Відсутність довіри до правила боргової самовідповідальності є природним наслідком усвідомлення ринками т урядами ситуації, коли розпад валютного союзу є занадто дорогим і таким, щ не матиме однозначних наслідків для підвищення добробуту. Моральний ризик приймався і інвесторами, які уможливлювали запозичення урядів, переобтяжених боргами, і урядами, які дозволяли політику, що явно посилювал структурну дивергенцію ЄВС. Попри те, що важко встановити, якою мірою відсутність довіри до принципу боргової самовідповідальності вплинула на стиснення спредів, зниження останніх виявилось вкрай чутливим до поведінки глобальної ліквідності. Зокрема, підвищення можливостей нагромадження державного боргу у валютному союзі було більш реалістичним, ніж теоретичне припущення того, що валютний союз гальмує фіскальний активізм – активне застосування дискреційних дефіцитів для відновлення цільових темпів зростання ч зайнятості – внаслідок відсутності суверенного контролю над центральним банком [11]. Основна причина – зниження ставок і втрата фіскальної дисципліни. Завдяки відсутності коригування номінального курсу у фазі експансії ліквідності ставки виявлялися заниженими, що відкрило можливості для надмірних запозичень, а у фазі стиснення ліквідності – завищеними через стрибок спредів спекуляції щодо структурної негнучкості економік, в яких механізм внутрішньої девальвації не міг спрацювати еластично у відповідь на потужний шок попиту. Звідси впливає важлива домінанта посткризових дискусій щодо того, ч спричинено кризу виключно спільною монетарною політикою або поглибленням розриву в економічних політиках окремих країн [12; 13].

Таблиця

Відповідність ЄВС ознакам фіскального союзу *

Моделі фіскального союзу та елементи централізації фіскальної політики	Короткий опис	Маастрихтський договір (критерії фіскальної конвергенції)	Пакт про стабільність і зростання	Реформований Пакт про стабільність і зростання + "Фіскальний компакт" + зміни в Маастрихтському договорі
Податковий союз	Централізація податкових ставок	Ні	Ні	Ні
Трансфертний союз	Наявність централізованої системи міжкраїнових трансфертів	Ні	Ні	Ні

* Відсутність даного типу довіри є відображенням того, що переоцінка ролі ринкової дисципліни залишила ЄВС без механізмів протидії суверенним кризам та банківським панікам. Тобто, проектування дизайну макрополітики в ЄВС передбачало, що потреба в таких механізмах відпаде сама собою завдяки ринковій дисципліні. Але коли ринкова дисципліна не спрацювала, дизайн макрополітики, що враховував її як безпеліційний факт, виявився не функціональним. Однак створення таких механізмів відкриває шлях до фіскальної централізації тієї

Закінчення таблиці

Фіскальний союз, який регулює аспекти єдиної монетарної політики	Розподіл сеньйоражу, внески на формування союзного центробанку тощо	Так (незалежність центробанку, наднаціональне кредитування останньої інстанції заборонено)	Ні	Ні
Механізми макрострашування від ризиків асиметричних шоків	Створення спільного пулу	Ні	Ні	Ні
Спільний бюджет	Наявність централізованого бюджету для виконання делегованих повноважень	Так (існував ще до 1992 р.)	Ні	Ні
Борговий союз	Створення спільного пулу для подолання криз суверенної платоспроможності	Ні	Ні	Так
Централізація фіскальної дисципліни	Запровадження союзних правил	Правила конвергенції	Так	Так

* Складено автором.

Перехід від критеріїв фіскальної конвергенції до фіскальних правил Пакту про стабільність і зростання став відповіддю на бачення ролі фіскальної політики в процесах пристосування до асиметричних шоків. Дизайн таких правил допускав більшу гнучкість у реакції бюджету на циклічні коливання, зокрема, через те, що цільовий індикатор первинного бюджетного балансу виражався у структурному, а не номінальному вимірі. У свою чергу, це відкривало можливості до багатозначних трактувань обмежень на зростання бюджетного дефіциту в періоди затяжного уповільнення економічного зростання (наприклад, Німеччина та Франція декілька разів зловживали цим трактуванням напередодні кризи, після чого до них долучилася Португалія, а згодом Греція), завдяки чому інституціональні обмеження на зростання державного боргу також виявилися фрустрованими [14; 15]. У цілому можна зробити висновок, що більш гнучкий підхід Пакту відобразив апологетику передачі на рівень національної фіскальної політики відповідальності за згладжування ділових циклів, що мало б підтримати валютну зону і через автоматичні стабілізатори національних бюджетів, і через дискреційні дії в напрямі коригування попиту. Іншими словами, на національному рівні залишилася відповідальність за пристосування до шоків, а на союзному – контроль за дотриманням фіскальної дисципліни. Однак запропонована у Пакті схема фіскальних правил породила проблему фіскальної конвергенції, механізмом забезпечення якої виступали від самого початку номінально виражені маастрихтські критерії (3-процентний бюджетний дефіцит, 60-процентний державний борг до ВВП). Структурна гнучкість Пакту

передусім проектувалася під "м'які" обмеження можливостей згладжувати діло цикли через деяке підвищення поточної фіскальної дивергенції, тобто варіації бюджетних дефіцитів та боргів до ВВП серед країн-членів мала б зрости. Слабки місцем Пакту виступило те, що поточна фіскальна дивергенція стала відправним пунктом перманентного посилення дивергенції у сфері публічних фінансів, що не подолання наслідків глобальної фінансової кризи стало вимагати масштабні акції у сфері видатків. На протривагу логіці побудови Пакту існують свідчення того що фіскальна політика відіграє дуже позитивну роль у досягненні синхронізації ділових циклів. Підтримання фіскальної однорідності (низька дисперсія дефіцитів та боргів у союзі) може краще відповідати змісту економічної інтеграції, тобто створенню більш цілісної економічної системи, ніж фіскальний активізм, інспірований апологетикою боротьби з асиметричними шоками [16].

Відсутність у дизайні правила припису про зниження рівня боргового навантаження в сукупності з низькими процентними ставками стала причиною того що більшість країн зони євро втратили мотивацію до забезпечення показника боргу до ВВП руху вниз від позначки у 60%. В умовах низьких процентних ставок фіскальна конвергенція набуває перекрученого вигляду. Не такий радикальний тиск процентних виплат на первинний баланс бюджету послаблював мотивацію до зниження державного боргу. Відсутність репресивної реакції спредів на це призводила до того, що можливості ухилитися від зниження боргу підвищували гомогенність боргових позицій статистично. Країни у верхніх діапазонах боргового навантаження повільно знижували борг, країни з рівнем боргу до ВВП у діапазоні 60–75% не поспішали його знижувати, а країни, які підтримували його на рівні 60%, не знижували і далі. Іншими словами, за період 2001–2008 рр. варіації рівнів державного боргу перебувала в оберненій залежності від його середнього рівня (рис. 1). Як результат, фіскальна вразливість ЄВС посилилася через те, що рівень державного боргу на момент кризи виявився відносно завищеним порівняно з тим, що передбачалося маастрихтськими критеріями і Пактом.

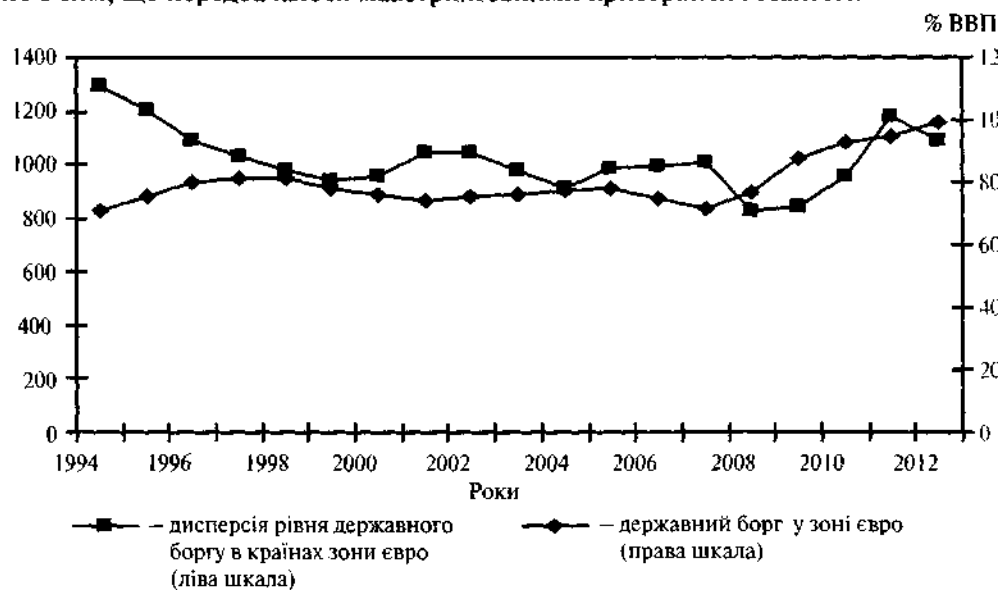


Рис. 1. Борговий тягар та боргова конвергенція в зоні євро в 1994–2012 рр.

Обчислено і побудовано автором на основі даних: ECB Convergence Report [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.ecb.europa.eu>; IMF Fiscal Monitor [Електронний ресурс]. – Режим доступу <http://www.imf.org> за відповідні роки.

Друга істотна проблема – фіскальна дивергенція на фоні асиметричних фінансових дисбалансів. Одні країни, охоплені реальною конвергенцією, проводили досить розумну політику циклічного зниження боргу до ВВП (Іспанія, Ірландія), а інші – дотримувалися політики зростання державного боргу (Португалія, Греція) в часи, коли переживали позитивний шок припливу капіталів та бум на ринку активів. На фоні структурного меркантилізму так званих країн Півночі ЄВС зіткнувся з проблемою поляризації за принципом “дефіциту/профіциту платіжного балансу” [17; 18], коригування якого не вимагалось в рамках валютного союзу. Фіскальна політика не несла відповідальності за зовнішню рівновагу, а тому в чистому вигляді могла специфікуватися під потреби реагування на асиметричні шоки. Такий сценарій не призвів до посилення конвергенції ділових циклів, оскільки тільки підживлював переключення витрат. Платіжні дисбаланси в ЄВС за асиметріями в розгортанні сукупного попиту в розрізі країн приховували асиметричну втрату глобальної конкурентоспроможності. Фіскальна експансія в таких умовах не стільки вирівнювала ділові цикли шляхом згладжування споживання, скільки поглиблювала дивергенцію платіжних позицій. При цьому фіскальні дефіцити в країнах, що втратили конкурентоспроможність, підживлювали платіжні профіцити в країнах-візаві, навіть на фоні того, що останні також могли стикатися з проблемою значного структурного дефіциту бюджету.

У світлі стійкої позиції щодо асиметричної дії автоматичних стабілізаторів у розрізі ділового циклу дивергенція ЄВС має важливу фіскальну компоненту. Підвищення активістської ролі фіскальної політики у 2000-х роках порівняно з 1990-ми роками не просто компенсує відсутність національних монетарних політик, а засвідчує відхід від принципів конвергенції та вразливість до шоків глобальної ліквідності. Відмінності у реакції попиту на глобальний шок до кризи в розрізі країн ґрунтувалися на тому, що вони знаходилися в іншому конкурентному оточенні. Швидкість реальної конвергенції уможлиблювала перегрів фінансового сектору та платіжний дефіцит в одних країнах і нагромадження значних зовнішніх позицій і платіжний профіцит – в інших. Такі відмінності задіяли механізм дивергенції, який спричинив у країнах, які перебувають у фазі позитивного шоку глобальної ліквідності, посилення неоднорідності щодо поведінки автоматичних стабілізаторів та ступеня прийняття ризику уникнення зниження державного боргу за позначку в 60%. Під час фінансової кризи зниження асинхронності в поведінці автоматичних стабілізаторів повністю компенсувалося тим, що країни різко поділилися на ті, які спроможні нагромаджувати державний борг без значних спекулятивних надбавок за суверенний ризик (Німеччина, Нідерланди, Австрія, Фінляндія), і ті, які опинилися під тиском дискримінуючої поведінки спредів (Італія, Іспанія, Португалія, Греція, частково Франція та Бельгія).

З урахуванням того, що фіскальна дивергенція стала продовженням вразливості ЄВС до шоків глобальної ліквідності, розгляду вимагає питання про фіскальну інтеграцію під дещо іншим кутом зору. По-перше, недооцінка номінальної фіскальної конвергенції (як це передбачають маастрихтські критерії: необхідність дотримання 3-процентного бюджетного дефіциту і 60-процентного державного боргу до ВВП) призвела до поширення фінансової “інфекції” між країнами ЄВС. Слід констатувати наявність нової моделі спекуляції – проти структурної негнучкості (тобто, коли спекулянти усвідомлюють, що забезпечення прийнятного бюджетного балансу супроводжується значними політико-економічними втратами

внаслідок того, що економіці бракує гнучкості для відновлення конкурентоспроможності по внутрішніх каналах пристосування до нових рівноважних умов (ціни, зарплати, реалокція ресурсів)). По-друге, посилення розбіжностей у номінальних і структурних дефіцитах бюджету та рівні державного боргу в період функціонування спільної валюти (а не навпаки, як це передбачає логіка реалізації фіскальної політики у валютному союзі без централізованого кредитування останньої інстанції), хоча й відобразило ендогенну реакцію на деякі циклічні розбіжності, але в першу чергу засвідчило моральний ризик боргової політики окремих країн і неспроможність Пакту про стабільність і зростання гарантувати поєднання фіскальної дисципліни та гнучкості в реакції на шоки. По-третє, завишені рівні державного боргу в середньому по ЄВС перед кризою призвели до того, що подальша необхідність його підвищення для реалізації стабілізаційних заходів спричинила дивергенцію (щодо як втрати корельованості ВВП, так і фіскальних показників) у масштабах, які почали загрожувати самому існуванню ЄВС.

Водночас фіскальна конвергенція у номінальному вираженні не гарантує валютному союзу макрофінансової стабільності, оскільки не є нейтральною до рівня державного боргу, навколо якого формується зближення показників. За нижчих рівнів боргу фіскальна конвергенція підвищує стабільність валютного союзу по таких каналах:

- усунення спекулятивної компоненти;
- нейтралізація перерозподільних наслідків опортуністичної боргової політики окремих країн;
- наявність фіскального простору, який допускає стабілізаційне підвищення державного боргу в рамках реакції на асиметричні шоки;
- довіра з боку ринків до політики, яка засвідчує повернення на нижчий рівень боргу після негативного шоку.

За вищих рівнів боргу фіскальна конвергенція є дестабілізуючою:

- втрата фіскальної дисципліни може мати конкурентний характер;
- колективний опортунізм підриває довіру ринків;
- за наявності структурної неоднорідності економік з певного рівня державного боргу починається сегментація країн виходячи з міркувань майбутньої платоспроможності, що призводить до дивергенції та подальшої дестабілізації.

Дискримінуюча сегментація країн з боку ринків капіталу є одним з найнебезпечніших факторів нестабільності валютного союзу, оскільки втрата такого критерію оптимальності валютної зони, як симетрична доступність фінансування, посилює дивергенцію. Взаємозв'язок між номінальною фіскальною конвергенцією та рівнем державного боргу в плані наслідків для стабільності валютного союзу графічно зображений на рисунку 2.

На рисунку 2 бісектриса відображає ситуацію, коли незалежно від рівня державного боргу країни-учасниці підтримуватимуть у середньому приблизно однаковий його рівень. Така ситуація існує тільки теоретично, оскільки допускає однотипну функцію реакції на шоки при тому, що останні є симетричними. У випадку сильних асиметричних шоків функція, яка ув'язує рівень боргу із ступенем конвергенції, вигинатиметься вгору. Але у разі жорсткої схильності до зниження державного боргу після шоку можна припустити, що фіскальна конвергенція відновиться. Іншими словами, оптимальна боргова політика здійснюватиметься на основі того, що бюджетний дисбаланс із стабілізаційною метою матиме довіру, оскільки у наступному періоді країна повернеться на попередній рівень боргу шляхом підтри-

мання первинного профіциту. Сам рівень боргу є таким, що утворення профіциту після пристосування до шоку не супроводжуватиметься значними політико-економічними втратами. У випадку, коли всі країни використовуватимуть таку модель фіскальної реакції на шок, загрози суверенній платоспроможності на індивідуальному рівні не буде. Домінування принципу фіскальної конвергенції також передбачатиме, що синхронізація ділових циклів країн-учасниць не зазнає шоків боргової політики окремих країн. Стабільність валютного союзу забезпечуватиметься завдяки відсутності дестабілізуючих наслідків зростання державного боргу, спекуляцій та фінансової "інфекції". Іншими словами, оптимальна боргова політика на колективному рівні ендегенно формуватиме фіскальну конвергенцію навіть за асиметричних шоків, а остання створюватиме передумови для нейтралізації негативних ефектів переливу та забезпечення симетричності доступу до фінансування, що важливо для підтримання оптимальності валютної зони.

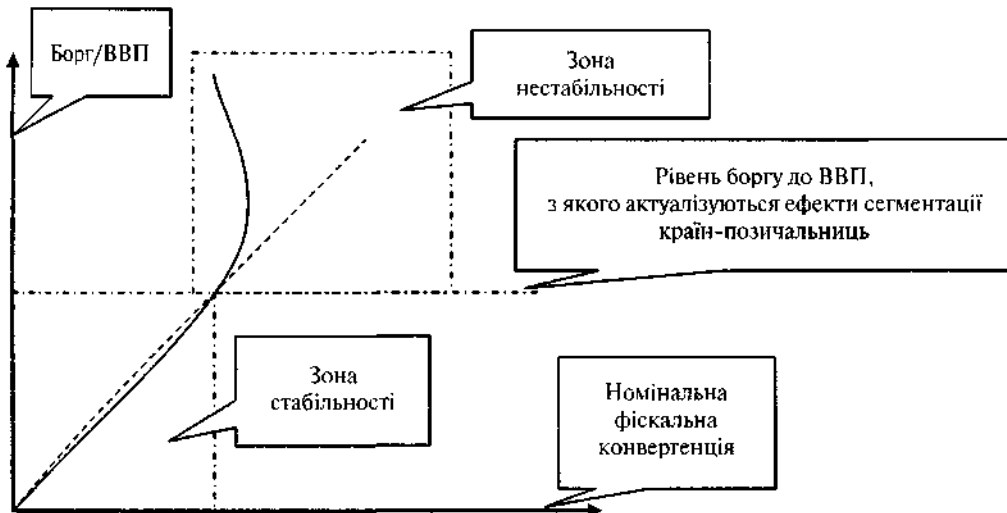


Рис. 2. Номінальна фіскальна конвергенція, рівень боргу до ВВП і стабільність валютного союзу

Перехід на вищі рівні державного боргу змінюватиме ситуацію. У певній точці, яка демонструє досягнення відносно критичного боргового навантаження, починають спрацьовувати ефекти сегментації. Функція, що ув'язує відношення боргу до ВВП з номінальною фіскальною конвергенцією, відхилятиметься від бісектриси вгору і вліво. Основна причина дискримінаційної сегментації ринків – реакція спредів, за якою стоять очікування учасників ринку того, що можливості підтримання платоспроможності стануть дедалі варіативнішими в розрізі країн. Такі очікування переростають у спекуляцію, пов'язану зі структурною негнучкістю окремих з них. Для валютного союзу це – не теоретичне припущення, адже відновлення конкурентоспроможності не досягатиметься через зміну номінального курсу, а вимагатиме політико-інституціональних втрат у процесі внутрішньої девальвації. Подальший рух рівня державного боргу вгору передбачатиме, що країни сегментуватимуться за принципом "тихих гаваней" та "ризикових позичальників", унаслідок чого різниця в спредах змінить швидкість акумулювання боргу і призведе до номінальної дивергенції. Втрата симетричного доступу до фінансування послабить можливості реагувати на шоки так, щоб стабілізаційна політика викликала довіру. Валютний союз опиниться в зоні нестабільності.

Порівняння рисунків 1 і 2 дозволяє побачити, що зупинення фіскальної конвергенції після утворення ЄВС заклало основи для подальшої нестабільності не стільки через брак централізованих фіскальних механізмів, скільки через неспроможність нейтралізувати асиметричний вплив коливань глобальної ліквідності з допомогою скоординованої економічної політики.

На основі досвіду ЄВС можна зробити деякі узагальнення. За кожного наступного підвищення рівня державного боргу можливості реагувати на асиметричні шоки без дестабілізуючих очікувань щодо цілісності валютного союзу звужуються, а зниження державного боргу після шоку стає дедалі складнішим політико-економічним завданням. Через це за вищих рівнів державного боргу підтримання фіскальної конвергенції викликає більше конфліктів щодо стабілізаційної реакції на асиметричні шоки, а пошуки альтернативних варіантів забезпечення стійкості валютного союзу, наприклад, шляхом фіскальної інтеграції, стають залежними від того, наскільки значними політико-економічними втратами супроводжуватиметься процес зниження державного боргу для розчищення фіскального простору, який робить можливою таку реакцію на асиметричні шоки, щоб дана політика мала довіру. Таким чином, вибір на користь тієї чи іншої моделі фіскальної організації валютного союзу не здійснюватиметься виключно шляхом протиставлення вигід від "м'якої" інституціонально закріпленої фіскальної конвергенції вигодам від подальшої інтеграції. З політико-економічної точки зору, рух у бік фіскального союзу забезпечуватиметься через порівняння втрат від: створення централізованої системи; зниження державного боргу до рівня, який уможливував би стабілізаційну реакцію на асиметричний шок, яка викликала б довіру; фіскальної дивергенції (табл. 3).

Таблиця 3

Характеристика втрат при виборі фіскальної інтеграції *

Предметні сфери аналізу	Створення централізованої системи	Зниження рівня державного боргу	Фіскальна дивергенція
Загальна характеристика втрат	Прямі внески на створення централізованої системи, обмеження національної дискреції, перерозподільний характер такої системи в разі затяжних асиметричних шоків, моральний ризик економічної політики країн-бенефіціарів	Політико-економічні обмеження (неможливість формування оптимальних коаліцій), рецесія у випадку значних мультиплікаторів видатків, брак довіри до програм економії, що призводить до підвищення ризиків суверенної платоспроможності, зростання податкового тягаря, погіршення якості інститутів та зниження інвестицій в людський капітал у довгостроковому періоді	Дискримінаційна сегментація ринків капіталу, спекуляції та фінансова "інфекція", тиск на центральний банк і репутаційні ризики, втрата симетричності в доступі до фінансування і дестабілізація валютної зони, недовіра до спільної валюти, стиснення ліквідності та необхідність втручання союзного центробанку в межах, які породжуватимуть ризик розбіжностей у рівнях інфляції

Закінчення таблиці

Роль реальної конвергенції	У випадку значної розбіжності між країнами за рівнем ВВП на душу населення з'являються сильні перерозподільні ефекти регресивного характеру ("дисципліновані бідні субсидують недисциплінованих заможних")	Програми економії можуть посилити реальну дивергенцію, внаслідок чого механізм спільної монетарної політики наражатиметься на додаткові ризики, пов'язані з розбіжностями в поведінці реальних обмінних курсів	Можуть доповнювати одна одну через завищення очікувань щодо рівноважного зростання зарплат, завдяки чому окремі країни можуть опинитися перед ризиком різкої зміни очікувань щодо майбутньої платоспроможності
Роль фінансових дисбалансів	Впливаючи на розрив між номінальними і структурними показниками бюджету, дисбаланси можуть суттєво перекручувати реальний тягар членства в централізованій системі	Уразливість фінансового сектору підвищує тиск на бюджет, унаслідок чого можливості скорочення боргу виявляються звуженими	Щільний зв'язок між суверенною платоспроможністю і ліквідністю фінансового сектору робить фіскальну конвергенцію вкрай уразливою до асиметричних фінансових дисбалансів. Допомога фінансовому сектору посилює спекуляції, які ще більше розхитують валютний союз
Відновлення глобальної конкурентоспроможності	Може затримуватись, оскільки централізована компенсація втрат від асиметричних шоків знижує мотивацію до структурних реформ	Відсутність валютного курсу не дозволяє відновити зростання на основі цінових переваг експорту, що робить зниження боргу вкрай болісним і конфліктним щодо підтримання внутрішнього попиту	Відновлення конкурентоспроможності на основі внутрішньої девальвації може посилити дивергенцію, якщо програми економії не користуються довірою

* Розроблено автором.

Проаналізувавши таблицю 3, з екстраполяції на реформи ЄВС у 2011–2012 рр. можна зробити висновок про в цілому адекватний вибір на користь формування фіскальних механізмів підтримання суверенної платоспроможності, які хоча й мають певні ознаки конфліктів перерозподілу, але покликані чітко сигналізувати про те, що країна, яка зіткнулась одразу з банківською та суверенною

кризами, не генеруватиме передумов для дестабілізуючих спекуляцій. Однак реформи Пакту про стабільність і зростання слід визнати недостатньо зорієнтованими на забезпечення принципів фіскальної конвергенції. З огляду на орієнтацію Пакту на можливості стабілізаційної реакції на асиметричні шоки, інституціональний імператив щодо зниження державного боргу після пристосування до нових рівноважних умов є недостатньо жорстким. Незважаючи на те, що нова редакція Пакту допускає обов'язковість зниження боргу, орієнтир у 60% ВВП відіграє неістотну роль у спонуканні до оптимальної міжчасової боргової політики. Можливості реагувати на асиметричні шоки в рамках дотримання фіскальної конвергенції відчутно підвищуються завдяки тому, що країни не сприйматимуть борговий критерій конвергенції як поріг, досягнення якого робить подальші "втрати" від зниження боргу зайвими. Подібне уникнення зниження державного боргу наражатиме валютний союз на підвищену вразливість до того, що збільшення запозичень із стабілізаційною метою матиме довіру.

Брак ринкової дисципліни та слабкість інституціонального захисту фіскальної стриманості в ЄВС вимагають подальшої інтеграції шляхом посилення централізації правил залежно від рівня нагромадженого боргу та потенціальної загрози, яку він несе для стабільності на ринках капіталів. Структурно процес централізації можна подати у вигляді трирівневої моделі правил фіскальної політики, які відображатимуть делегування союзним органам прерогатив щодо підтримання фіскальної дисципліни і централізованого зниження ризиків боргової політики окремих країн.

Перший рівень правил (ординарна боргова ситуація, або країна підтримує борг, нижчий від 60%, і прагне до його зниження) повинен складатися з базових правил конвергенції та процедур, які гарантуватимуть виконання країною завдання щодо зниження боргу в разі досягнення ним порогового значення, а також приписів щодо вмонтування фіскальних правил у національне законодавство (як це має місце після фіскальної реформи 2011 р.).

Другий рівень правил (борг перевищує 60% ВВП) повинен передбачати крім штрафних санкцій також процедури, які гарантуватимуть зміни в економічній політиці та структурні реформи, спрямовані на зниження державного боргу.

Третій рівень правил (країна потрапила у кризу платоспроможності й потребує централізованої допомоги) повинен спиратися на принцип "обмеження фіскального суверенітету" для реалізації масштабної програми стабілізації та структурних реформ. Отже, чим загрозливішою для союзу в цілому буде ситуація в одній країні, чим вищими будуть рівень боргу і спровоковані ним ризики, тим жорсткішими будуть правила відповідно до принципу: "Чим вищими є борг і ризик стабільності, тим менше суверенітету". Основне призначення такої схеми полягає в тому, щоб країни прагнули до підтримання боргу на рівні, коли кожні наступні запозичення, будучи стабілізаційною реакцією на асиметричний шок, викликали довіру, а "репутаційний ризик втрати суверенітету" заздалегідь обмежував спонукання до опортуністичної поведінки. Іншими словами, фіскальний союз повинен давати достатньо простору для реагування на асиметричні шоки в рамках домінування принципу конвергенції за низьких рівнів боргу; обмежувати фіскальну політику за рівнів боргу, наближених до порогових, щоб запобігти погіршенню платоспроможності; обмежувати макроекономічний суверенітет (здатність самостійно обирати цілі та інструменти економічної політики) в обмін на централізовану допомогу в разі втрати платоспроможності.

Розглянуті процеси наразі не мають прямого відношення до фіскального вибору України навіть попри реалізацію Угоди про асоціацію. Однак, враховуючи досвід країн ЦСЄ, слід звернути увагу на те, що запровадження стандартів ЄС у сфері управління, інфраструктури, розвитку інститутів тощо часто справляє істотний вплив на погіршення бюджетного балансу. З огляду на те, що ці країни, як і Україна, охоплені процесом зростання доходів на душу населення, погіршення бюджетного балансу стає особливо ризикованим у світлі дефіциту платіжного балансу. Підтримання державного боргу на значно нижчому рівні, ніж це допускають маастрихтські критерії, зумовлене саме тим, що країни – нові члени ЄС та Україна є набагато вразливішими до шоків і змін у потоках капіталів, які за ними йдуть. Таким чином, для України імплементація Угоди про асоціацію повинна стати в середньостроковій перспективі імпульсом для фіскальної стриманості, а не для розширення дефіцитів, як це було в Угорщині, Чехії, Польщі тощо, фіскальні політики яких зазнали суттєвого тиску після глобальної кризи.

Висновки

У науковій літературі фіскальний союз розглядається з комплементарної точки зору щодо оптимальності валютної зони. Його вигодами визнаються запобігання втратам добробуту та елімінування циклічної дивергенції в разі асиметричних шоків. Аналіз ЄВС на предмет переваг подальшої фіскальної централізації не дає однозначних відповідей. Розгляд цього питання з позиції особливостей впливу глобальної фінансової кризи на зону євро дозволив стверджувати, що причиною дестабілізації ЄВС є не стільки проблема відсутності централізованого механізму міжкраїнових трансфертів, скільки вразливість механізму макроекономічної політики до коливань глобальної ліквідності та утворення асиметричних фінансових дисбалансів, обтяжених втратою конкурентоспроможності країнами, що перебувають у процесі реальної конвергенції. Завишені рівні державного боргу та фіскальна дивергенція відображають провали системи стримування асиметричного фіскального активізму. Підтримання однорідних рівнів боргу до ВВП у валютному союзі відіграє самостійну стабілізуючу роль. Фіскальна конвергенція залежить від рівня нагромадженого боргу і є вразливою до сегментації ринків та дискримінаційної поведінки спредів. Поєднання підтримання фіскальної конвергенції та реагування на асиметричні шоки є можливим тільки за низьких рівнів державного боргу, коли країни дотримуються принципу повернення на попередній рівень боргу після пристосування до шоку. Обмежені можливості зниження боргу ускладнюють вибір щодо фіскальної інтеграції. Країни стикаються з трьома основними видами втрат: від зниження боргу; від посилення централізованості системи; від фіскальної дивергенції. Траєкторія фіскальної інтеграції в ЄВС повинна спиратися на принцип співвіднесення жорсткості правил та обмежень фіскальної поведінки залежно від рівня державного боргу і, відповідно, платоспроможності країни. Реалізація принципу “Чим нижчий борг – тим більше можливостей для реагування на асиметричні шоки, чим вищий борг – тим менше макроекономічного суверенітету” дозволить об’єднати стимули до зниження боргового навантаження з фіскальною конвергенцією та гнучкістю в пристосуванні до асиметричних шоків. Поглиблення фіскальної інтеграції відбуватиметься на рівні інституціональної централізації, а не створення централізованої системи, вразливої до генерування перерозподільних конфліктів і морального ризику економічної політики окремих країн.

Список використаної література

1. Kenen P. The Theory of Optimum Currency Areas: An Eclectic View / *Monetary Problems of the International Economy* ; [ed. by R. Mundell and A. Swoboda]. – Chicago, London : Chicago University Press, 1969. – P. 41–60.
2. Sachs J., Sala-i-Martin X. 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, 1992. – P. 12–46.
3. Person T., Tabellini G. Federal Fiscal Constitutions: Risk Sharing and Moral Hazard // *Econometrica*. – 1996. – № 64 (3). – P. 623–646.
4. Person T., Tabellini G. Federal Fiscal Constitutions: Risk Sharing and Redistribution // *Journal of Political Economy*. – 1996. – № 104 (5). – P. 979–1009.
5. Obstfeld M., Peri G. Regional Non-Adjustment and Fiscal Policy // *Economic Policy*. – 1998. – № 26. – P. 205–259.
6. Dmitriev M., Hoddenbagh J. The Optimal Design of a Fiscal Union // *Munich Personal PePEc Archive Paper*. – 2012. – № 46166. – P. 1–45.
7. Werning I., Farhi E. Fiscal Unions // *NBER Working Paper*. – 2012. – № 18280. – P. 1–50.
8. Vetter S. Do All Roads Lead to Fiscal Union? Options for Deeper Fiscal Integration in the Eurozone // *Deutsche Bank Research, EU Monitor*. – 2013. – April. – P. 1–16.
9. Bini Smaghi L. Addressing Imbalances in the Euro Area // *Central Banker's Speeches, BIS*. – 2011. – February 14 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : www.bis.org.
10. Furceri D., Zdzienicka A. The Euro Area Crisis: Need for a Supranational Fiscal Risk Sharing Mechanism? // *IMF Working Paper*. – 2013. – № 13/198. – P. 1–34.
11. Onorante L. Fiscal Convergence before Entering EMU / *The Economic Potential of a Larger Europe*. – Cheltenham : Edward Elgar, 2004. – P. 18–26.
12. Mongelli F.P. The Mutating Euro Area Crisis. Is the Balance Between "Sceptics" and "Advocates" Shifting? // *ECB Occasional Paper*. – 2013. – № 144. – P. 1–41.
13. Blundell-Wignall A. Solving the Financial and Sovereign Debt Crisis in Europe // *OECD Journal: Financial Markets Trends*. – 2011. – Vol. 2011. – Issue 2. – P. 201–224.
14. Buti M. Will the New Stability and Growth Pact Succeed? An Economic and Political Perspective // *European Commission Economic Papers*. – 2006. – № 241. – P. 16–17.
15. Rui A., Afonso O. The "New" Stability and Growth Pact: More Flexible, Less Stupid? // *Intereconomics*. – 2007. – Vol. 42. – № 4. – P. 224.
16. Crespo-Cuaresma J., Pfaffermayr M., Amador O.F., Keppel C. Macroeconomic Aspects of European Integration: Fiscal Policy, Trade Integration and the European Business Cycle // *FIW-Research Reports 2010/11*. – 2011. – № 4. – P. 1–33.
17. Hallett A.H., Oliva J.C.M. The Importance of Trade and Capital Imbalances in the European Debt Crisis. – *Peterson Institute for International Economics // Working Paper*. – 2013. – № 13-01. – P. 1–23.
18. Ma G., McCauley R. Global and Euro Imbalances: China and Germany // *BIS Working Papers*. – 2013. – № 424. – P. 1–26.

References

1. Kenen P. The theory of optimum currency areas: an eclectic view, in: *Monetary Problems of the International Economy*, edited by R. Mundell and A. Swoboda. Chicago, London, Chicago Univ. Press, 1969, pp. 41–60.

2. Sachs J., Sala-i-Martin X. Fiscal federalism and optimum currency areas: evidence for Europe from the United States, in: *Establishing a Central Bank: Issues in Europe and Lessons from the US*. Cambridge, Cambridge Univ. Press, 1992, pp. 12–46.
3. Person T., Tabellini G. Federal fiscal constitutions: risk sharing and moral hazard. *Econometrica*, 1996, No. 64 (3), pp. 623–646.
4. Person T., Tabellini G. Federal fiscal constitutions: risk sharing and redistribution. *J. of Political Economy*, 1996, No. 104 (5), pp. 979–1009.
5. Obstfeld M., Peri G. Regional non-adjustment and fiscal policy. *Economic Policy*, 1998, No. 26, pp. 205–259.
6. Dmitriev M., Hoddenbagh J. The optimal design of a fiscal union. *Munich Personal PePEc Archive Paper*, 2012, No. 46166, pp. 1–45.
7. Werning I., Farhi E. Fiscal unions. *NBER Working Paper*, 2012, No. 18280, pp. 1–50.
8. Vetter S. Do all roads lead to fiscal union? Options for deeper fiscal integration in the Eurozone. *Deutsche Bank Research. EU Monitor*, April 2013, pp. 1–16.
9. Bini Smaghi L. Addressing imbalances in the Euro area. *Central Banker's Speeches. BIS*, February 14, 2011, available at: www.bis.org.
10. Furceri D., Zdzienicka A. The Euro area crisis: need for a supranational fiscal risk sharing mechanism? *IMF Working Paper*, 2013, No. 13/198, pp. 1–34.
11. Onorante L. Fiscal convergence before entering EMU, in: *The Economic Potential of a Larger Europe*, Cheltenham, Edward Elgar, 2004, pp. 18–26.
12. Mongelli F.P. The mutating Euro area crisis. Is the balance between “sceptics” and “advocates” shifting? *ECB Occasional Paper*, 2013, No. 144, pp. 1–41.
13. Blundell-Wignall A. Solving the financial and sovereign debt crisis in Europe. *OECD J.: Financial Markets Trends*, 2011, Vol. 2011, Issue 2, pp. 201–224.
14. Buti M. Will the new stability and growth pact succeed? An economic and political perspective. *European Commission Economic Papers*, 2006, No. 241, pp. 16–17.
15. Rui A., Afonso O. The “new” stability and growth pact: more flexible, less stupid? *Intereconomics*, 2007, Vol. 42, No. 4, p. 224.
16. Crespo-Cuaresma J., Pfaffermayr M., Amador O.F., Keppel C. Macroeconomic aspects of European integration: fiscal policy, trade integration and the European business cycle. *FIW-Research Reports 2010/11*, 2011, No. 4, pp. 1–33.
17. Hallett A.H., Oliva J.C.M. The importance of trade and capital imbalances in the European debt crisis. Peterson Institute for International Economics. *Working Paper*, 2013, No. 13-01, pp. 1–23.
18. Ma G., McCauley R. Global and Euro imbalances: China and Germany. *BIS Working Papers*, 2013, No. 424, pp. 1–26.

Стаття надійшла до редакції 10 червня 2014 р.