



Экономическая теория

Виктор КОЗЮК

**ЭВОЛЮЦИЯ  
ИНСТИТУЦИОНАЛЬНОЙ МОДЕЛИ  
ФИСКАЛЬНЫХ ПРАВИЛ В ЕВС**

**Резюме**

Фискальные правила становятся неотъемлемым элементом институционального дизайна современной макроэкономической политики. Длительные дискуссии об их структуре выявили ряд проблем со способностью фискальной политики быть одновременно гибкой и жесткой. Однако долговой кризис в глобальной экономике подтолкнул прежде всего страны – члены Европейского валютного союза к активному применению правил, ориентированных на ограничение роста государственного долга. Такие изменения являются следствием определенной эволюции фискальной политики и ее институционального режима.

Эволюция режима фискальной политики в ЕВС свидетельствует о существовании внутреннего конфликта между обеспечением процесса конвергенции и гибкостью приспособления к асимметричным шокам. Критерии конвергенции, введение которых предшествует созданию валютного союза, являются формальной базой для ограничений на дискреционные фискальные решения, однако их недостаточно для создания институциональных регуляторов фискальной политики, consistentной с функционированием единого центрального банка. Переход от Маастрихтских критериев к Пакту ста-

---

© Виктор Козюк, 2013.

Козюк Виктор, докт. экон. наук, профессор, Тернопольский национальный экономический университет, Украина.

бильности и роста засвидетельствовал попытку сочетать фискальную гибкость и ответственность в рамках соответствующих правил. Однако такая схема оказалась уязвимой к возможности оппортунистического поведения и асимметричного применения штрафных санкций. Эмпирический анализ подтвердил отсутствие фискальной конвергенции в интеграционной зоне, которая оказалась в асимметричной автоматической стабилизации фискальной политики вдоль фаз делового цикла в разрезе стран. Долговой кризис в ЕВС стал толчком к внедрению более жесткой системы фискальных правил, которые, однако, не являются поворотом к идеологии Маастрихтских критериев.

### **Ключевые слова**

Фискальные правила, институциональные ограничения, критерии конвергенции, ЕВС, долговая уязвимость, фискальные реформы.

**Классификация по JEL:** G18, G28.

### **Введение**

Ограничение на дискреционные бюджетно-долговые решения рассматриваются как неотъемлемый элемент эффективного институционального дизайна фискальной политики. Следование фискальным правилам в экономической литературе рассматривается как один из вариантов повышения долговой стабильности и платежеспособности страны.

Формирование валютных союзов вызвало к жизни специфические рамочные условия введения институциональных ограничителей на дискреционную фискальную политику. Возникновение и функционирование Европейского валютного союза продемонстрировало то, насколько эксперименты с общей монетарной политикой и децентрализованными фискальными режимами могут порождать определенные конфликты в свете эволюции глобальной экономики. Экономика ЕВС является второй по своему физическому и геоэкономическому потенциалу экономикой мира. От эффективности макроэкономического механизма в ней во многом зависит глобальная финансовая стабильность и перспективы экономического роста в малых от-

крытых экономиках Центрально-Восточной Европы. С эволюцией валютных союзов и ростом их значения в обеспечении глобальной макрофинансовой стабильности можно связывать наброски будущего экономического порядка.

Фискальные правила в валютных союзах имеют свою специфическую этимологию, требующую отдельного исследования институциональных ограничений на фискальную политику на примере ЕВС как наибольшего и наиболее успешного проекта по созданию и поддержанию зоны совместной монетарной политики. Долговой кризис в ЕС-ЕВС, усиление дивергенции и ухудшение ситуации в сфере макрофинансовой стабильности показали, насколько глобальный финансовый кризис может стать угрожающим для эффективного функционирования интеграционного объединения. Наличие системы фискальных правил не гарантировало избежания ухудшения ситуации в сфере фискальной платежеспособности в зоне евро. При этом в наибольшей степени долговой кризис коснулся тех стран, которые продолжительное время или не максимально в свою пользу перераспределяли выгоды от членства в зоне монетарной интеграции.

Впрочем, долговые проблемы возникли во многих развитых странах, а не только в пределах ЕВС, хотя специфический механизм макроэкономической политики в последнем делает его наиболее уязвимым к финансовой турбулентности. Отсутствие возможности изменения валютного курса и жесткий мандат на поддержание ценовой политики Европейского центрального банка делают проблему макроэкономической адаптации в ЕВС довольно сложной и теоретической, и политической проблемой, благодаря чему долговая устойчивость оказывается под прицелом особо азартной глобальной спекуляции. То, что ЕВС столкнулся с проблемой суверенной платежеспособности отдельных членов при наличии системы фискальных правил, требует выхода за пределы критики базисного теоретического аппарата валютной интеграции и концентрации на анализе специфики фискальных правил в валютных союзах в целом, а также их модели и ее эволюции на примере ЕВС в частности, что делает данное исследование актуальным.

### **Проблемы суверенной платежеспособности, монетарной интеграции и институциональные механизмы обеспечения фискальной дисциплины**

Так, основными направлениями анализа фискальной политики являются: формирование модели глобального долгового нависания в развитых странах и переход фискальных политик в режим функционирования при экстремально-высоких уровнях долгового бремени [1; 2; 3; 4; 5]; выявление недос-

татка рыночной дисциплины, которая должна была бы быть, по сути, экзогенным ограничителем реализации рыночной долговой стратегии, побуждения к чему усливаются в период экспансии глобальной ликвидности [6; 7]; в свете того, что фискальные правила далеко не всегда гарантируют адекватный микрофискальный менеджмент, а значит, избежание проблем в сфере институциональных искривлений реализации долговой стратегии требует более сложных институциональных решений [8; 9; 10; 11]; обоснование необходимости реализации программ масштабной фискальной консолидации, в частности, при помощи модернизации институциональных механизмов контроля фискальной экспансии, с целью обеспечения существенного снижения уровня долгового бремени развитых стран в среднесрочном периоде [12; 13; 14; 15].

В то же время, монетарная интеграция существенно уточняет аналитический ракурс исследований фискальной политики и требует специализированного подхода. Развитие теории оптимальных валютных зон продемонстрировало, что фискальная политика в интеграционных объединениях должна подчиняться общей логике обеспечения эффективности общей монетарной политики. Однако аккомодативная роль фискальной политики (роль по приспособлению к шоку при помощи дискреционных изменений в объемах доходов и расходов) по отношению к монетарной может выводиться из достаточно различных теоретических и, что самое главное, функциональных позиций.

Согласно П. Кенену, в случае, когда страны-участницы интеграционного объединения подвергаются поражению асимметричными шоками, а валютный курс не применяется для приведения экономики в соответствие с новыми равнозначными условиями, компенсация утраченного спроса может быть обеспечена за счет специальных фискальных трансфертов. Модель фискальных трансфертов будет достаточно эффективно функционировать в случае определенной централизации налогово-бюджетных решений. Институциональный формат системы централизованных трансфертов, конечно, определяется глубиной интеграции. Несколько позже Н. Минтс и Г. Хабберлер продемонстрировали, что эффективность монетарной политики в валютном союзе во много будет определяться готовностью стран-участниц к образованию политического союза. Политический союз рассматривается с позиции склонности соглашаться на общие принципы экономической политики, готовности подчинить потери от асимметричных шоков пользе от членства. Однако главное – это то, что политический союз является институциональной основой для координации и централизации фискальных политик. Функционирование системы централизованных трансфертов, как это предвидел П. Кенен, должно опираться на принципы политического союза. Акцент на высоком уровне интеграции в данном случае отображает значение фактора легитимности и принуждения, являющиеся составляющими эффективной фискальной системы любой страны. По мере эволюции тео-

рии оптимальных валютных зон акцент сместился в сторону доминирования общих принципов макроэкономической политики как основы для однотипного реагирования на шоки. Общность принципов политики позволяет предотвратить номинальную дивергенцию валютного союза без формулирования определенных специфических ограничителей (подробный анализ данных вопросов представлен в [16]).

Долговой кризис ЕВС повысил интерес к анализу фискальной политики в контексте того, насколько однородными должны быть принципы ее реализации. Наличие процесса реальной конвергенции в рамках валютного союза допускает, что фискальные политики могут быть отличными и что, возможно, наличие значительной фискальной децентрализации является лучшим выбором. Это значит, если, из соображений номинальной конвергенции, фискальная централизация в валютном союзе является лучшим способом обеспечения его макроэкономической устойчивости, то в случае разрыва в величине доходов на душу населения среди стран-участниц национальные бюджеты будут лучше справляться с макроэкономическими трудностями поддержания общей валюты в децентрализованном режиме (дискуссия об этом представлена в [17]).

Однако значительные наработки в сфере проблемы фискальной конвергенции ЕВС, а также ее институционального обеспечения указывают на определенные трудности с выбором оптимальной модели макрофискального менеджмента, на которую согласятся все участники и которая будет соответствовать принципам реализации монетарной политики ЕЦБ. Необходимость реформирования системы фискальных правил ЕВС постоянно находится на порядке дня экономической политики интеграционного объединения, что стало особенно рельефно заметно в свете масштабных реформ ЕВС в 2011–2012 гг. Соответственно, цель статьи – показать наличие конфликта между принципами конвергенции и принципами дизайна оптимальных фискальных правил, вследствие чего ЕВС очутился в состоянии повышенной долговой уязвимости, а также доказать, что эволюция институциональной модели таких правил является отражением способа преодоления такого конфликта в соответствии с актуальными макрофинансовыми шоками.

**Теоретические основы  
макроэкономической дисциплины  
в валютных союзах:  
фискальные критерии конвергенции  
и фискальные правила**

В то же время, практическое воплощение идей монетарной интеграции предусматривает, что достижение определенного уровня схождения как макроэкономической и структурной основы эффективной реализации общей монетарной политики требует специальных критериев соответствия членству в монетарном союзе и процедур мониторинга фактической ситуации на предмет соответствия таким критериям. Принятие гетерогенности экономик как прагматического факта является ключевым моментом обоснования так называемых критериев конвергенции, имеющих фискальную составляющую. Конечно, фискальные критерии конвергенции – это еще не фискальные правила в понимании подхода Г. Колитса и С. Шиманского [18]. По крайней мере, модель формулировки правил и наличие предостережений в отношении принуждения к их выполнению и эксплицитных штрафных санкций за их нарушение могут требовать дополнительной спецификации, а следовательно – выходить за рамки институциональных принципов политики конвергенции. Можно увидеть, что фактически все валютные союзы применяют критерии фискальной конвергенции.

Восточно-Карибский Валютный Союз предусматривает, что страны-участницы должны снизить уровень государственного долга ниже 60 % ВВП до 2020 г.

Европейский Союз предусматривает поддержание бюджетного дефицита на уровне до 3 % ВВП и государственного долга на уровне до 60 % ВВП (Маастрихтский договор).

Западно-Африканский Экономический и Валютный Союз, как и ЕВС, предусматривает наличие критериев конвергенции. Фискальные требования к процессу конвергенции предусматривают поддержание сбалансированного бюджета и государственного долга не выше 70 % ВВП.

Центральноафриканский Экономический и Валютный Союз также в структуре критериев конвергенции содержит ограничители дискреционной фискальной политики. Согласно им, страны должны поддерживать бюджетный баланс доходов и расходы при минусе грантов международной помощи и капитальных затрат, финансирующихся за счет внешних поступлений. Государственный долг не должен превышать 70 % ВВП.

Следует отметить, что между фискальными критериями конвергенции и собственно фискальными правилами существует функциональное отличие. Основное предназначение критериев конвергенции заключается в определении количественных параметров политики в отношении членства в валютном союзе, независимо от того, стадия ли это его формирования, или же стадия пребывания. Реализация политики на основе критериев конвергенции призвана обеспечить максимально возможное сближение экономик для того, чтобы валютный союз был функционально эффективным. Включение в структуру таких критериев фискальных переменных четко свидетельствует, что, независимо от того, какую модель фискальной политики выбирают участники валютного союза (жесткая ориентация на суверенную платежеспособность путем поддержания сбалансированного бюджета, автоматическая стабилизация в совокупности с возможностью применения вариации структурного бюджетного баланса с целью приспособления экономики к шоку, дискреционные полномочия для стабилизационной гибкости и т. д.), необходимы определенные рамки фискальной дисциплины.

Как видно из выше рассмотренных положений теории оптимальных валютных зон, предостережения относительно необходимости гомогенности фискальной политики не являются однозначными. Это значит, что уже на теоретическом уровне допускается потенциальная оптимальность гетерогенных фискальных позиций, особенно если речь идет об асимметричных шоках. Фискальные критерии конвергенции не могут напрямую быть выведены из теории оптимальных валютных зон. Они являются проявлением более общего макроэкономического подхода, согласно которому фискальная экспансия в условиях ориентации монетарной политики на ценовую стабильность является рискованной из соображений поддержания макроэкономической стабильности. Также фискальные дисбалансы могут рассматриваться с позиции фискального доминирования, это значит подчинения монетарных целей задачам поддержания суверенной платежеспособности. Фискальное доминирование в принципе несовместимо с монетарной политикой ценовой стабильности, а реализация монетарной политики на других принципах вообще ставит вопрос о надобности основания валютного союза, если его члены не будут получать пользы в виде стабильной и надежной денежной единицы, которая эмитируется центральным банком, пользующимся доверием. Это значит, что ограничения на фискальную политику в процессе конвергенции следует рассматривать из тех соображений, что децентрализация бюджетно-налоговой составной экономической политики может породить целый ряд ситуаций, не являющихся приемлемыми для функционирования валютного союза, состоящего из разных стран. Здесь следует выделить:

- эффект вытеснения. В условиях, когда процентные ставки задаются союзным центробанком, различия в масштабах заемной деятельности отдельных членов валютного союза могут приводить к возникновению негативных внешних эффектов. Повышение про-

центных ставок, порождающих эффект вытеснения, является одним из них;

- асимметрии в стимулировании совокупного спроса. Без ограничений на фискальную гибкость приспособления к асимметричным шокам может быстро привести к появлению значительного отклонения в циклической активности. Страны со большими возможностями увеличения контр-циклических дефицитов оказываются в лучшей ситуации, нежели страны, ограниченные в доступе к рынкам. Если одни страны будут проводить политику, более уязвимую к шокам, а другие – нет, то, на самом деле, проблема циклической дивергенции только будет усиливаться. Нарушение такого критерия оптимальности валютной зоны как общности принципов политики и однотипности реакций на шоки будет гарантировать перманентный характер десинхронизации деловых циклов;
- фискальный протекционизм. Если возможности стимулирования экономики в рамках членства в валютном союзе будут отличаться, это будет означать, что страна с большими возможностями расширения фискальных разрывов сможет опосредствованно субсидировать своих производителей, тем самым улучшая их конкурентные позиции на общем рынке. Такая политика будет усиливать торговые противоречия и нарушит экономическую основу интеграционного объединения;
- долговую уязвимость отдельных стран-членов. В случае, когда фискальная политика осуществляется без ограничений и остается чуть ли не единственным стабилизационным инструментом, вероятность дефицитного смещения резко повышается. Доверие к долговой политике может исчезнуть очень быстро, ведь страна не имеет возможностей обесценить государственный долг. Антикризисные меры также ставят вопрос об источнике помощи, а кроме того, усиливают дивергенцию;
- долговую уязвимость валютного союза. За счет плотной интеграции финансовых рынков долговые проблемы отдельных стран могут быстро перерасти в долговые кризисы во всем валютном союзе. Каналами переливания негативных внешних эффектов долговой экспансии отдельных стран являются торговые связи, трансграничное владение активами. Спекуляции против одной страны могут быстро перерасти в масштабную распродажу долговых обязательств всех членов валютного союза, провоцируя таким образом кризис, преодоление которого может поставить вопрос об оптимальности пребывания в нем и т. д.



То, насколько важной фискальная дисциплина является для эффективного функционирования валютных союзов, отображает структура законодательной базы введения правил фискальной политики. Формирование валютных союзов закладывает основу для введения фискальных правил на основе международных договоров. Табл. 1. демонстрирует, что преобладающее большинство таких правил санкционируется соответствующими международными договоренностями.

Таблица 1

**Законодательная основа фискальных правил,  
количество введенных правил [19, 32]**

	Тип правила			
	Затраты	Поступления	Баланс бюджета	Государственный долг
Политические обязательства	9	6	4	3
Коалиционные договоренности	2	1	1	2
Установленные законом	14	3	13	7
Международные договора	–	–	41	47
Установленные Конституцией	–	–	4	3
<b>В целом</b>	<b>25</b>	<b>10</b>	<b>63</b>	<b>62</b>

Примечание. Данные не учитывают реформу Европейского Пакта стабильности и роста от 2012 г. и изменения к Маастрихтскому договору от 2012 г.

В то же время, международные договоренности в отношении применения правил фискальной политики отображают сложную институциональную динамику, призванную уравновешивать функциональные различия между политикой конвергенции и национальной политикой макроэкономической стабильности. Критерии конвергенции, в зависимости от траектории формирования валютного союза и институциональных требований к членству в нем, приобретают признаки фискальных правил, особенно на стадии

его создания. Они являются эксплицитным обязательством, соблюдение которого необходимо для приобретения полноправного членства.

Однако, если такие критерии не будут наделены всеми признаками фискальных правил, то они могут порождать оппортунистическую динамическую инконсистентность (от англ. – *dynamic inconsistency*). Страна следует требованиям конвергенции на фазе вступления, но, присоединившись к союзу, изменяет стратегию и начинает проводить своеобразную политику, пренебрегая критериями членства. Это ведет к проблеме асимметричного распределения затрат и выгод, ведь страна получает пользу от членства, но не желает нести бремя такого членства. Если такая политика сопровождается значительными негативными внешними эффектами, то политико-институциональные основы эффективного функционирования зоны монетарной унификации будут подрываться. Отсюда построение фискальных критериев конвергенции на основе модели фискальных правил либо в процессе формирования валютного союза, либо в последующих периодах является позитивно и нормативно обусловленной необходимостью. Дополнительно здесь также следует рассматривать ряд вопросов.

Критерии конвергенции, специфицированные как фискальные правила, а также собственно фискальные правила валютного союза не исключают возникновения определенного институционального трения. Можно рассмотреть два варианта.

Первый. Та или другая страна не склонна ограничивать себя в сфере реализации фискальной политики. Соответственно, членство в валютном союзе будет требовать изменения институциональных рамочных условий реализации фискальной политики, а следовательно, касается сложного набора формальных и неформальных элементов механизма макрорегулирования.

Если на политико-институциональном уровне не существует пренебрежения проблемой дефицитного смещения и фискальные институты построены на принципах доверия, открытости, дисциплины и надежной платежеспособности, то введение фискальных правил членства в валютном союзе не вызовет отрицаний.

В случае, когда страна имеет ряд проблем в сфере дефицитного смещения, фискальные институты не построены согласно принципам фискальной дисциплины, переход на более жесткую модель контроля за фискальной политикой может вызывать сопротивление отдельных групп. Благодаря тому, что членство в валютном союзе предусматривает выгоду, оно будет мотивировать к определенным изменениям в институциональной модели макрополитики. Однако такая выгода будет балансироваться не столько потерями (в понимании перехода на теоретически худшую, нежели оптимальная, политика) страны вследствие более жесткой фискальной политики, сколько затратами отдельных политико-институциональных групп,

благополучие которых может оказаться под ограничивающим влиянием со стороны перехода на фискальные правила, которых требует членство в зоне монетарной унификации. Чем более очевидными будут выгоды, тем в большей степени будет формироваться давление в сторону выхода за рамки групповых интересов при анализе потерь и выгод, а также в большей степени будут сравниваться потери и выгоды от членства для страны в целом, а следовательно, более жесткая и дисциплинированная политика не может не рассматриваться как общественно нежелательная. Даже несмотря на наличие определенного сопротивления более жестким макроэкономическим рамочным условиям членства в валютном союзе, возможность пакетного подхода к сопоставлению потерь и выгод скорее будет гарантировать возникновение благоприятной политической конфигурации для согласия на переход сферы бюджета в режим фискальных правил. Отсюда сверхнациональный формат фискальных правил, выраженный соответствующими международными обязательствами страны, может быть более эффективным вариантом введения фискальных правил, по сравнению с поиском внутреннего национального консенсуса в отношении их введения. Опыт Европейского валютного союза четко указывает на то, что без соответствующих требований по ограничению на фискальную дискрецию со стороны процедуры членства, ряд стран – хронических должников вряд ли бы достигли внутреннего политического согласия по введению фискальных правил (что на примере статуса центробанков доказано в [20, 185–188]). Аналогично наличие более жестких фискальных правил на национальном уровне, которые не противоречат правилам фискальной политики валютного союза, будет только приветствоваться. Любые варианты обеспечения фискальной дисциплины, выраженные идиосинкратическим национальным подходом, будут усиливать макроэкономическую устойчивость валютного союза и будут порождать неформальную среду, получившую название «давление перов» (давление со стороны членов своего круга) (*peers pressure*).

Второй вариант. Страна уже имеет фискальные правила, структура которых не совпадает с моделью правил членства в валютном союзе. Поскольку структура правил задает формат целевых установок фискальной политики, то различия в подходах к роли бюджета в макроэкономических коррекциях, на самом деле, могут давать основание для политической интерпретации базовых теоретических контр-позиций. Если концептуальные разногласия являются достаточно сильными, то вероятность изменения правил будет зависеть исключительно от структуры затрат и выгод от членства. Пример формирования ЕС-ЕВС четко засвидетельствовал наличие определенного конфликта между Великобританией и, собственно, ЕВС. Фискальная модель Великобритании предусматривает ограничение государственного долга на 40 % ВВП в совокупности с золотым правилом (эквивалентность между величиной дефицита и объемами государственных инвестиций). С точки зрения модели фискальной политики, это означает до-

пустимость почти неограниченной гибкости в реакции на шоки (ведь рестрикций на бюджетный дефицит не существует), но в случае улучшения ситуации возвращение к долговому лимиту будет требовать значительных первичных профицитов. Модель ЕВС, выраженная правилами конвергенции, а со временем Пактом стабильности и роста, предусматривает ограниченную гибкость, но долговой предел также значительно выше.

Образно высказываясь, в первом приближении британское правило – значительная амплитуда (неограниченный дефицит), малая частота (низкая планка допустимого долга к ВВП), а европейское – умеренные и амплитуда, и частота, соответственно. Как показывают отдельные исследователи, оба варианта правил могут иметь свои преимущества и недостатки. (Британцы настаивают, что их модель фискальных правил лучше, хотя это не очевидно [21]). То есть, выбор в пользу каждого из них опирается на политическую интерпретацию теоретических выводов. Благодаря этому, скользкий баланс лишений и выгод от членства в валютном союзе допускает манипулирование с политическим толкованием сравнительных характеристик конкурирующих правил. В случае необходимости приведения аргументов по поводу фискальной политики, всегда будет существовать возможность апеллировать, что именно такие-то правила лучше, и лучше они потому, что в большей степени соответствуют определенному фискальному предназначению.

Текущие асимметрии в фискальной политике являются другим примером того, почему фискальные критерии конвергенции должны быть построены по принципам правил. Если в нынешнем периоде будет наблюдаться достаточно существенный разрыв в уровнях государственного долга, либо в характере реакций первичного бюджетного баланса на шоки, то без определенного принуждения к консолидации вокруг конвергенционных требований фискальная политика будет оказываться в позиции сильной зависимости от предыдущей траектории развития системы публичных финансов. Асимметричная непоследовательность в реализации фискальной политики и отрицательные внешние эффекты будут порождаться тем, что различные стартовые позиции долговой нагрузки будут определять будущую стабилизационную эффективность фискальной политики. Именно из-за того, что между величиной государственного долга и процентными платежами существует прямая связь, стабилизирующая сила фискального импульса и, соответственно, контр-циклическая эффективность бюджета будут определяться тем, какие возможности для долгового маневра имеет страна. Иными словами, без достаточного уровня гомогенности в уровнях государственного долга асимметричные шоки будут открывать путь к дефицитному смещению. Страны с более высоким бременем государственного долга могут тяготеть к нему из-за того, что значительное бремя процентных выплат будет ограничивать величину первичного дефицита, а поэтому стимулирующий эффект будет достигаться за счет расширения дефицита и увеличения долга. Страны с малым начальным уровнем государственного

долга могут не следить за его возвращением к предыдущему уровню после периода роста стабилизационных расходов. Они не будут находиться в институциональном фарватере «давления перов». Поэтому переход от стадии формирования к стадии дальнейшего функционирования требует усиления внимания к тому, чтобы политика конвергенции переросла в институциональное обеспечение фискальной дисциплины. Правила политики являются простейшим способом построить соответствующую среду принуждения поддержания в надлежащем состоянии фискальных детерминант эффективного функционирования валютного союза.

Предотвращение отдаленного по времени ухудшения фискальных позиций в случае перманентных шоков, или, в случае невозможности снижения уровня государственного долга ниже установленного максимума, после продолжительного времени нахождения на этой отметке, как в предыдущих случаях, свидетельствует об уязвимости зоны общей монетарной политики к отложенным по времени фискальным проблемам отдельных участников. Изменение характера шоков, а также накопление уязвимости к глобальным или идиосинкратичным шокам по каналам, не предусмотренным стандартной теорией оптимальных валютных зон и, соответственно, не учитывающим экономическую модель политики конвергенции, могут порождать неготовность к тем вызовам, которые еще неизвестны в нынешнем времени. Наличие определенных фискальных буферов и требований по удержанию от затяжного пребывания на пределе оптимального уровня долгового бремени будет допускать, что, в случае надобности, экспансивная фискальная политика будет пользоваться доверием. Ее стабилизационная эффективность будет значительно выше, по сравнению со случаем, когда отсутствие доверия к фискальной экспансии будет требовать быстрого перехода к реализации политики фискальной консолидации. Аналогично, любая оптимальная величина, ассоциированная с измерением долговой нагрузки, подпадает под «критику Лукаса». Фискальные правила валютного союза должны быть не просто продолжением политики конвергенции, но и механизмом адаптации стран-членов к функционированию в среде глобальных флуктуаций. Готовность перехода на новые, более жесткие, правила фискальной политики для поддержания эффективности валютного союза должна быть включена в теоретическую модель и политическую идеологию экономической интеграции. Поиск механизмов повышения эффективности Пакта стабильности и роста в рамках саммитов ЕС-ЕВС в 2010–2012 гг. продемонстрировал, что такая готовность очень часто является политически мотивированной. Страны, имеющие на национальном уровне еще более жесткие правила, занимают позицию «давления перов» в отношении стран, которым не хватает фискальной дисциплины. Тогда как страны, вынужденные соглашаться на более жесткие правила, будут рассматривать это в качестве проявления смещения баланса потерь и выгод или же как вызов национальному суверенитету. При любых обстоятельствах – это возвращает нас

к рассматриваемой выше проблеме пакетного подхода к анализу потерь и выгод от членства в зоне общей валюты.

### **Эволюция институциональной модели фискальной дисциплины в ЕВС в свете долгового кризиса зоны евро**

Пример ЕВС свидетельствует, что трансформация фискальных критериев конвергенции в фискальные правила не только происходит медленно, но и допускает определенные отклонения от начальной идеи введения жестких ограничений относительно дефицитов и долгов. Так, как известно, фискальный аспект критериев конвергенции был предусмотрен Маастрихтским договором. С 1992 г. получение членства в зоне евро (а также в Европейском механизме валютных курсов II) предусматривает, что общий бюджетный дефицит не должен превышать 3 % ВВП, а государственный долг – 60 % ВВП. Данная спецификация в наибольшей степени отображала идею о том, что дискреционная фискальная политика должна быть существенно ограничена. Достижение долговой стабильности и усиление общности принципов построения механизма фискальной политики будет создавать надежные основы для функционирования валютного союза [22]. В свете уровня разрывов в масштабах государственной задолженности и величинах бюджетных дефицитов, можно однозначно утверждать, что маастрихтские фискальные критерии выглядели нереалистичными, если принять во внимание введение евро в 1999 г. Также определение допустимого предела бюджетного дефицита и государственного долга выглядело как осуществленное на основе медианных значений по развитым странам за продолжительный период времени, а не в соответствии с текущей фискальной ситуацией в ЕС. Лимит в 3 % бюджетного дефицита к ВВП и 60 % государственного долга к ВВП на момент основания ЕВС и перехода на евро отображал почти средние арифметические значения, но никак не медианы в целом по интеграционной зоне. Данные табл. 2 наглядно это демонстрируют.

Формирование ЕВС и переход к единой европейской валюте допускал, что почти половина его членов не будет соответствовать фискальным критериям конвергенции. Также необходимость следования политике соответствия таким критериям предусматривала, что отдельные страны должны начать агрессивные программы фискальной консолидации или же существенно уменьшить объем активов общественного сектора экономики для уменьшения величины государственного долга, если существенных изменений в структуре публичных финансов не удастся достичь в краткосрочном периоде.

Таблица 2

**Фискальная конвергенция в ЕВС до введения евро, 1991–1998 гг.**

	Бюджетный дефицит, % ВВП			Государственный долг, % ВВП		
	1991	1995	1998	1991	1995	1998
Австрия	2,6	2,6	2,3	58,7	69,0	64,7
Бельгия	6,5	4,1	1,7	129,4	133,7	118,1
Дания	2,1	1,6	1,1	64,6	71,9	59,5
Германия	3,3	3,5	2,5	41,5	58,1	61,2
Греция	11,5	9,1	2,2	92,3	111,8	107,7
Испания	4,9	6,6	2,2	45,8	65,7	67,4
Франция	2,2	4,8	2,9	35,8	52,8	58,1
Ирландия	2,3	2,0	-1,1	95,0	81,6	59,5
Италия	10,2	7,1	2,5	101,4	124,9	118,1
Люксембург	-1,9	-1,5	-1,0	4,2	6,0	7,1
Нидерланды	2,9	4,0	1,6	78,8	79,7	70,0
Португалия	6,7	5,1	2,2	71,1	71,7	60,0
Финляндия	1,5	5,2	-0,3	23,0	59,2	53,6
Швеция	1,1	8,1	-0,5	53,0	78,7	74,1
Велико-британия	2,6	5,8	0,6	35,7	54,1	52,3
ЕС-15	4,3	5,0	2,4	56,1	71,3	68,0
Критерий	3	3	3	60	60	60

Источник: Построено на основе данных ECB Convergence Report за соответствующие годы ([www.ecb.int](http://www.ecb.int)).

Расчет на то, что в процессе функционирования единой валюты политика фискальной конвергенции продолжится, был частично оправдан с точки зрения того, что большинство стран, по крайней мере, политически, свидетельствовало о своей готовности идти путем гармонизации уровня долговой нагрузки в соответствии с согласованными принципами эффективной макроэкономической политики в валютном союзе. Внутри значения Маастрихтских критериев не вызвали жесткого сопротивления даже среди маргинальных должников, таких как Бельгия и Италия, свидетельствуя о наличии определенного евро-оптимизма [23]. Снижение процентных ставок воспринималось как неотъемлемый признак политики ЕЦБ, которая будет пользоваться доверием и жестко следовать политике ценовой стабильности. Неявно это означало, что интеграция финансовых рынков в совокупности с жесткой монетарной политикой будут создавать благоприятные пред-

посылки для ослабления процентного бремени, который будет облегчать поддержание понижающей траектории государственного долга.

Однако значительный уровень уже накопленного государственного долга и медленная фискальная конвергенция породили очень специфическую ситуацию, отображением которой выступило введение фискальных правил в ЕВС, дизайн которых, с макроэкономической точки зрения, отклонился от логики маастрихтских критериев. С одной стороны, с позиции дизайна фискальных правил, фискальные критерии конвергенции являются негибкими и в большей степени ориентированы на контроль за дефицитным смещением и гомогенностью фискальных позиций. Процентные выплаты в условиях достаточно значительной государственной задолженности почти полностью поглощали стабилизационный эффект допустимых 3 % бюджетного дефицита к ВВП. Маастрихтские критерии в такой форме полностью игнорировали стабилизационные критерии эффективности фискальной политики и не предусматривали предостережений относительно вариации структурного бюджетного баланса в ответ на экономические колебания. Теоретический анализ маастрихтских критериев еще на ранней стадии их введения отображал противопоставление жесткости, необходимой для конвергенции, гибкости, которая требовалась стабилизационной эффективностью. Это значит, что вначале существовала явная толерантность к более жесткому подходу [23]. К этому добавилась активная апологетика новой модели микс-политики в валютном союзе. Фискальная политика должна брать на себя часть ответственности за приспособление экономики к новым равнозначным условиям, когда монетарная политика централизована и осуществляется в соответствии с приоритетом ценовой стабильности, а валютно-курсовой канал макроэкономической адаптации был поглощен вследствие монетарной унификации. С другой стороны, поддержание фискальной конвергенции в условиях, когда были бы предприняты шаги по стабилизационному смягчению негибких маастрихтских нормативов, потребовало бы более жестких институциональных рамок контроля фискальной политики в разрезе стран. Интеллектуальная среда накануне введения евро четко сформулировала два основных вектора трансформации маастрихтских критериев в фискальные правила ЕВС. Пакт стабильности и роста (ПСР), принятый в Амстердаме в 1997 г. с дополнениями 2005 г. выступил отображением компромиса и со стороны макроэкономической теории, и со стороны политики евроинтеграции. Фискальные правила ЕВС должны допускать определенную циклическую гибкость, но при этом предусматривать систему мониторинга и штрафные санкции за нарушение среднесрочных фискальных целей, согласованных на уровне Европейской Комиссии. Основные составляющие ПСР представлены в табл. 3.



Таблица 3

**Основные составляющие Пакта стабильности и роста до реформы 2005 г. и 2012 г. [24; 37; 40]**

Маастрихтские критерии являются базой дизайна фискальных правил ЕВС, призванных обеспечивать долговую стабильность и фискальную конвергенцию. 3 % бюджетный дефицит и 60 % государственный долг остаются ключевыми лимитами поведения фискальных агрегатов
С целью предоставления фискальной политике определенной гибкости страна может применять среднесрочные цели в отношении структурного баланса бюджета. В соответствии с состоянием экономики ЕС-ЕВС в целом, а также учитывая особые обстоятельства, величина структурного бюджетного дефицита может колебаться. В среднесрочной перспективе структурный баланс бюджета не должен превышать 1 % ВВП.
В случае, когда страна не достигает среднесрочной цели в отношении структурного бюджетного баланса, должны быть применены средства по фискальной консолидации в объемах 0,5 % ВВП.
Система штрафных санкций за невыполнение требований фискальной дисциплины. Если страна существенно отклоняется от среднесрочной цели по структурному бюджетному балансу и не применяет мер относительно коррекции, то, в соответствии с решением Совета Еврокомиссии, по отношению к ней начинается процедура введения штрафных санкций за политику чрезмерных дефицитов. Модель штрафных санкций является двухуровневой. В случае, когда активирована процедура санкций за чрезмерные дефициты, согласно решению Совета Еврокомиссии, штрафная санкция предусматривает взнос депозита, на который начисляются проценты, в объеме 0,2 % ВВП. Данная санкция применяется, если страна существенно отклоняется от среднесрочной фискальной цели и не способна воплотить рекомендации Еврокомиссии по фискальной консолидации. В случае, когда страна пребывает в состоянии применения к ней санкции в виде вноса депозита, приносящего процент, но при этом не прибегает к мерам достижения среднесрочной цели, то штраф накладывается в виде депозитного вноса, который не приносит проценты в том же объеме.

В соответствии с реформами 2005 г., в Пакт Стабильности и Роста были внесены коррективы, призванные учитывать начальную гетерогенность стран-членов валютного союза в аспекте уже накопленного долга. Если страна поддерживает государственный долг на уровне или ниже 60 % ВВП, ее среднесрочная фискальная цель допускает поддержание 1 % ВВП структурного бюджетного дефицита. Если страна переобременена государ-

ственным долгом, то ее структурный баланс должен сводиться к нулевому сальдо или с незначительным излишком.

Как видно из дизайна фискальных правил, в соответствии с Пактом стабильности и роста, флексибилизация маастрихтских принципов в совокупности с формализацией механизма принуждения не является однозначным выбором модели фискальной политики в ЕВС. Макротеоретический и институциональный анализ ПСР отобразил наличие потенциальных проблем в сфере фискальной дисциплины в ЕВС, что в итоге и сказалось на повышении долговой уязвимости многих стран-членов валютного союза во время и после глобального финансового кризиса.

Во-первых, в условиях отсутствия монетарных каналов приспособления к шоку фискальная политика рассматривается как наиболее существенный механизм смягчения циклических колебаний. Более гибкая реакция бюджета на шок должна компенсировать отсутствие монетарной реакции. Сочетание децентрализованной гибкой фискальной и централизованной жесткой монетарной политики начало рассматриваться как базисная модель микс-политики в ЕВС, которая имеет существенные преимущества. Тем более, если на фискальную экспансию наложены маастрихтские ограничения, то определенная дозированная гибкость не будет угрожать процессам экономической конвергенции, а, наоборот, будет усиливать реальную и номинальную конвергенцию путем сглаживания деловых циклов в разрезе стран-членов [24]. Поскольку децентрализованная гибкость связана с автоматическими стабилизаторами, а не масштабными дискреционными смещениями политики, то угрозы для стабильности валютного союза это не должно было бы представлять [25]. Более ранний взгляд на проблему фискальной дисциплины свидетельствовал более о категоричности относительно роли сбалансированных бюджетов в обеспечении экономического роста и макроэкономической стабильности в процессах евроинтеграции [22]. Определенные изменения в представлениях об оптимальной фискальной политике четко укоренились в конце 1990-х, вследствие чего автоматические стабилизаторы и циклический структурный баланс начали представляться как лучшая альтернатива жесткому курсу на фискальную дисциплину [26]. Примечательно, что акцентирования на включении фискальной гомогенности в предметную область анализа соответствия ЕВС критериям оптимальности валютной зоны не делалось [16; 27], вследствие чего автоматическая стабилизация фискальной политики неявно начала рассматриваться как функциональное дополнение выравнивания деловых циклов, что является более важным для номинальной и реальной конвергенции.

Во-вторых, выход за пределы маастрихтской жесткости востребовался с учетом вариации величины долгового бремени в ЕС-ЕВС и обусловленности текущей политики прошлым характером долговой экспансии. Так, эмпирические исследования четко указывают, что текущая фискальная политика достаточно сурово лимитирована прошлым состоянием публичных

финансов и бремя процентных выплат является существенным фактором ограничения бюджетного маневра с помощью первичного дефицита [28; 29; 30]. Наличие в макромоделли ПСР среднесрочных фискальных целей, к тому же выраженных на циклической основе, четко засвидетельствовало отклонение критериев конвергенции в сторону более гибких и сложных фискальных правил.

В-третьих, макродизайн ПСР продемонстрировал, что смещение от приоритета конвергенции к приоритету гибкости является определенным продолжением линии по статус-кво в сфере дальнейшего сближения экономик валютного союза. Как показывают эмпирические исследования, роль общих факторов в поведении бюджетного баланса в ЕС начала существенно возрастать с 1985 г., тогда как величина чистых займов достаточно сильно варьирует в процессе приспособления к специфическим шокам. Такие результаты показали, что усиление гомогенности в фискальной политике является производным от синхронизации бизнес-циклов, а не конвергенции в сфере публичных финансов [31]. Специфические национальные рамочные условия фискальной дивергенции являются не менее актуальными детерминантами отличий в траекториях бюджетного дефицита и государственного долга, нежели асимметричные макроэкономические шоки, которые накладываются на долгосрочную обусловленность текущей фискальной политики прошлым опытом [28]. Различия в институциональных рамочных условиях фискальной политики, включая бюджетные процедуры, формируют предпосылки для фискальной дивергенции [32]. Принятие Пакта подтвердило уже сформировавшуюся тенденцию, что фискальная конвергенция в ЕВС происходит преимущественно по принципу автоматической стабилизации и циклического балансирования бюджета. Однородность реакции на спад с помощью расширения бюджетного дефицита является более четко выраженной, нежели симметричность в реакциях профицита на экономический рост [33]. Без дополнительных предостережений по положительному сальдо бюджета во время бума и с широкими возможностями толкования выхода за пределы ограничений среднесрочных фискальных целей фискальные правила ЕВС следует признать несбалансированными, если конвергенция в сфере дефицитов и государственного долга является самостоятельной ценностью и функциональной составляющей эффективной общей монетарной политики. Фактически это означает, что Пакт заложил формальные основы под такую макромоделль фискальной политики, которая допускает асимметричную автоматическую стабилизацию в разрезе делового цикла, а наличие спорных вопросов, многогранных толкований и места для бюрократической полемики открыло путь для асимметричного применения вынуждения к фискальной консолидации в разрезе стран. Вследствие этого Пакт стабильности и роста подвергался критике практически сразу после своего введения [34; 35; 36; 37].

В-четвертых, с позиции определения критериев «идеального» фискального правила, согласно Дж. Копитсу и С. Шиманскому [18] (К-Ш-критерии), ПСР

содержит достаточно пространства для совершенствования. Анализ соответствия Пакта стабильности и роста К-Ш-критериям свидетельствует о наличии существенных проблем. В первом приближении Пакт не соответствует таким критериям [38]. Традиционная дилемма дизайна фискальных правил, предусматривающая выбор между такими альтернативами, как «доверие против гибкости» и «гибкость против простоты», в полной мере отражена в процессе перехода от маастрихтских критериев к фискальным правилам ЕВС. Гибкость ПСР положила начало проблеме доверия к долговой устойчивости отдельных стран. Также гибкость как целевая ориентация Пакта породила сложную схему макроэкономических и институциональных форматов реализации фискальной политики, что отразило явный отход от простоты, очевидности и понятности начального маастрихтского подхода, а следовательно, транспарентности и доверия к фискальным правилам ЕВС.

В-пятых, институциональный дизайн Пакта, особенно в части норм относительно принуждения к следованию правилам, продемонстрировал наличие серьезного теоретического и политико-институционального провала. Активация процедуры по мониторингу чрезмерного бюджетного дефицита, толкования особых условий, которые допускают выход за пределы среднесрочной фискальной цели, правила голосования в процессе применения санкций допускают оппортунистическое поведение и, в принципе, не гарантируют фискальной дисциплины. Институциональный анализ фискальных правил четко указывает на то, что без такой составляющей, как принуждение к следованию за ними и эксплицитке санкции, такие правила вряд ли являются ими по определению [9; 10; 24; 39]. Однако действие правил согласно международным договорам порождает несколько проблем, известных как потребность в «контрактах по самопринуждению» (*self-enforcing contract*) и «мягкие законы» (*soft law*) [24].

А) Если правило введено на международном уровне, а на национальном оно отсутствует, и при этом страна не склонна его придерживаться, то наличие дополнительных условий, которые отображали бы так называемый «контракт по само-принуждению», лучше будет предотвращать оппортунистическое поведение, нежели исключительно международные договорные обязательства. Последние не гарантируют четкой линии на применение принуждения, поскольку не существует непредубежденного органа, который на легитимной основе обеспечивал бы принуждение. Орган, который вводит санкции в ЕВС в соответствии с Маастрихтским договором и Пактом стабильности и роста, не может считаться полностью независимым и непредвзятым. Процедуры голосования также не гарантируют объективного результата. Впрочем, острота данной проблемы может показаться мнимой, если принять во внимание, что большинство исследований констатируют отсутствие выгод от оппортунистического поведения в долгосрочном периоде. Дефицитное смещение, приводя к ухудшению долговой устойчивости, может ухудшить макроситуацию в соответствующей стране. Отсюда

кооперативное поведение стран-участниц является лучшей альтернативой, даже если оппортунистическое поведение обусловлено политическим бизнес-циклом. На самом деле, система фискальных правил до 2012 г. продемонстрировала уязвимость в аспекте того, что страны будут склонны к самосдерживанию оппортунистического поведения. Другим измерением проблемы является коллективное дефицитное смещение в ответ на асимметричное применение принуждения к выполнению санкций со стороны органа, непредвзятость которого сомнительна. Если макрофинансовое окружение этому способствует, то коллективное дефицитное смещение в отдельных случаях может перерасти в демонстративный моральный риск со стороны правительств, фискальная политика которых явно противоречит долговой устойчивости.

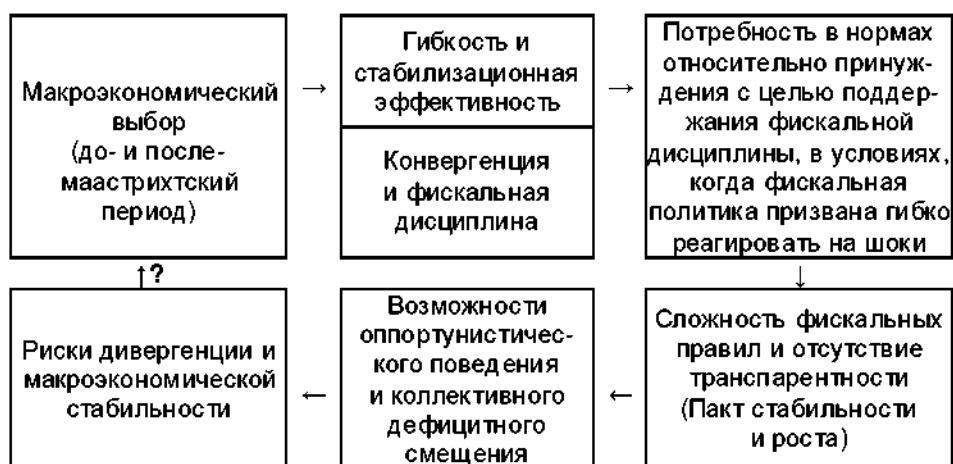
Б) В отличие «контрактов по самопринуждению», концепт «мягких законов» допускает решение проблемы в пределах международных договоров. Если введение контрактов, или, иными словами, фискальных правил, на национальном уровне является проблематичным с политико-институциональных соображений, то это не означает, что система сдерживания оппортунистического поведения будет неэффективной, если она регулируется союзными правилами. В силу специфики отсутствия легитимности системы принуждения в рамках международных договоров, последние приобретают формы «мягких законов». Действие «мягких законов» происходит из-за уменьшения трансакционных затрат, связанных с мониторингом оппортунистического поведения в группах, польза от существования которых опирается на добровольную кооперативную стратегию индивидуальных членов. Наличие международных обязательств открывает широкие возможности для неформальной коррекции поведения тех, кто занимает оппортунистическую позицию. Наличие формальных средств принуждения, даже если их активация часто осуществляется с нарушением принципов формальной непредвзятости, только усиливает «мягкие законы». Отсюда, последние все равно являются лучшим вариантом решения проблемы, нежели отсутствие институционально специфицированного режима координации участников и предотвращения оппортунизма.

Анализ ПСР с институциональных позиций не дает однозначного ответа. С одной стороны, эволюция институциональной модели фискальных правил продемонстрировала, что принятие Пакта является движением в сторону сложности за счет ослабления системы принуждения. ПСР в версии 1997 г. и 2005 г. оказался, скорее, «мягким законом» [24, 33–34]. Только реформы фискальной политики ЕС-ЕВС 2012 г. продемонстрировали возвращение к идее необходимости введения «контрактов по самопринуждению» [40]. Это значит, что, если сам факт наличия ПСР является ценностью, то его институциональная характеристика как «мягкого закона» не должна вызывать негативных оценок, ведь система формального и неформального принуждения активировалась не раз (например, в отношении Греции и Португалии). С другой стороны, бюрократические противоречия по

трактованию отдельных положений об «исключительных условиях» между Брюсселем и отдельными странами, неспособность обеспечить непредвзятость и объективность в применении «процедуры чрезмерных дефицитов» (высшая вероятность применения санкций в отношении малых стран и ограничения социального давления относительно больших стран) продемонстрировала, что институциональная модель фискальных правил ЕВС может подвергаться фрустрации [41; 42]. Схематически динамику и дилемму институционального выбора в отношении модели фискальных правил можно представить на рис. 1. В свете долгового кризиса в ЕВС и реформ 2012 г. можно увидеть определенную зацикленность динамики институционального поиска модели фискальной политики, отражающей отступление от маастрихтских принципов в угоду фискальной гибкости, не гарантируя долговой устойчивости.

Рисунок 1

**Институциональный выбор модели фискальных правил в ЕВС**

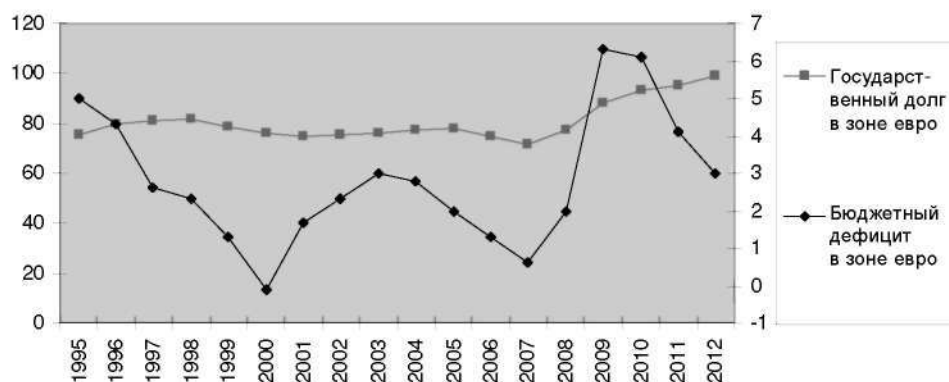


## Эмпирическая панорама фискальной дивергенции ЕВС и реформы фискального уклада зоны евро

Эмпирический анализ развития фискальной ситуации в ЕВС указывает на то, что выявленные теоретические пробелы в институциональной модели Пакта стабильности и роста следует дополнить. Альтернатива «конвергенция против гибкости» искажается в свете того, как специфика до кризисной макрофинансовой среды обусловила тенденцию к дивергенции, которая еще больше усилилась после кризиса. Так, эволюция фискальной позиции ЕВС, представленная на рис. 2, дает основания считать, что даже несмотря на введение фискальных правил, ни Маастрихтские требования, ни Пакт стабильности и роста не выступили катализаторами снижения уровня долгового бремени в среднем по ЕВС до уровня 60 % ВВП.

Рисунок 2

Фискальная позиция зоны евро, 1995–2012 гг.



Источник: Построено на основе данных ОЭСР ([www.oecd.org](http://www.oecd.org)) и ЕЦБ ([www.ecb.int](http://www.ecb.int)).

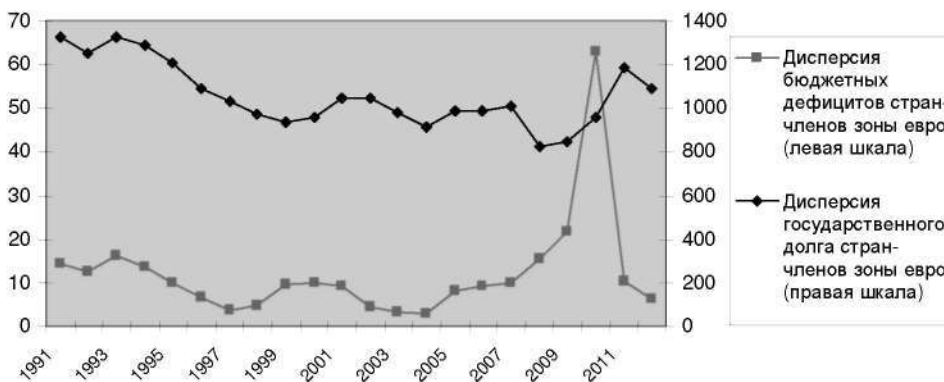
Как видим на рис. 2, вариация уровня государственного долга гораздо меньше, нежели бюджетного дефицита, что подтверждает тезис о стабилизационном характере фискальной политики и ее ориентации на поддержа-

ние спроса в условиях макроэкономических шоков. Причем до кризиса наблюдается не одинаковая тенденция к связи между дефицитами и долгом. До 2000 г. снижение дефицита влечет за собой незначительное снижение долговой нагрузки. После – более медленное падение объемов негативного сальдо бюджета сопровождается соизмеримым с первым периодом снижения величины долга к ВВП. По-сути, это является свидетельством снижения величины процентных выплат. Достичь этого же эффекта после глобального финансового кризиса уже не удастся. Резкое снижение бюджетных дефицитов уже не может сразу затормозить рост государственного долга. Отсутствие спадающего тренда величины государственного долга к ВВП согласно маастрихтским лимитам указывает на то, что в целом по ЕВС жесткие требования по фискальной дисциплине подрывались асимметричными стабилизационными соображениями. Продолжительное пребывание на траектории государственного долга, величина которого выше норматива, также свидетельствует о нежелании большинства стран достигать его снижения ниже 60 % уровня только потому, что эта метка допускает отсутствие санкций и воспринимается как номинальный якорь долговой стабильности.

В ракурсе анализа проблемы фискальной конвергенции ситуация является еще более противоречивой, о чем свидетельствуют данные, представленные на рис. 3–5.

Рисунок 3

**Фискальная конвергенция в зоне евро, 1991–2012 гг.**

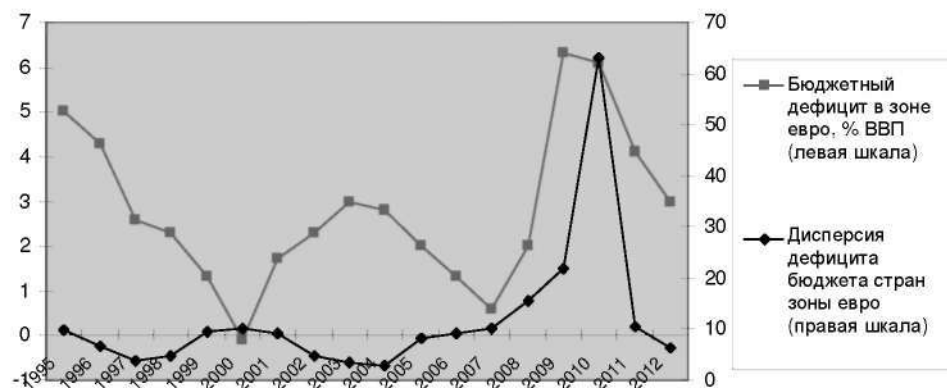


Источник: Построено на основе данных ОЭСР ([www.oecd.org](http://www.oecd.org)) и ЕЦБ ([www.ecb.int](http://www.ecb.int)).



Рисунок 4

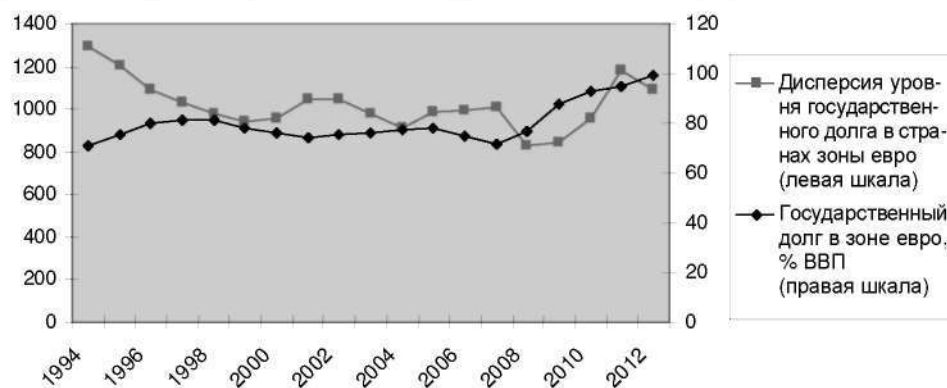
**Бюджетный дефицит зоны евро и дисперсия дефицитов бюджета стран – членов зоны евро, 1995–2012 гг.**



Источник: Построено на основе данных ОЭСР ([www.oecd.org](http://www.oecd.org)) и ЕЦБ ([www.ecb.int](http://www.ecb.int)).

Рисунок 5

**Долговое бремя и долговая конвергенция в зоне евро, 1994–2012 гг.**



Источник: Построено на основе данных ОЭСР ([www.oecd.org](http://www.oecd.org)) и ЕЦБ ([www.ecb.int](http://www.ecb.int)).

Во-первых, Маастрихтские критерии, подтвержденные в Пакте, должны были бы определять достаточно четкую тенденцию к уменьшению дисперсии показателей фискальных дисбалансов в интеграционной зоне. Даже допуская определенные колебания величины дефицитов в соответствии с идиосинкратическими шоками, долговой лимит должен был бы выступать фактором относительно стационарного тренда дисперсии бюджетных дефицитов и государственных долгов. Однако рис. 3 демонстрирует несколько иную тенденцию. Можно наблюдать наличие определенных микро-циклов в процессах фискальной конвергенции. До 2005 г. общий тренд в сторону снижения разрывов в величине бюджетных дефицитов и государственных долгов в разрезе стран был достаточно очевиден. Однако при этом показатель дисперсии по обоим индикаторам наиболее быстро падал с 1991 г. по 1997 г., то есть до перехода на евро. Это означает, что программы конвергенции до принятия Пакта оказывались гораздо более эффективным механизмом обеспечения фискальной однородности в ЕВС. Это подтверждают данные рис. 4, которые свидетельствуют, что падение величины бюджетного дефицита в ЕВС за указанный период коррелирует с падением показателя дисперсии. Отсутствие аналогичной связи по государственному долгу (рис. 5) указывает на обусловленность прироста долга прошлой фискальной политикой, выражающейся в инерции вариации бремени процентных выплат в разрезе стран. Принятие Пакта в 1997 г. является точкой нового цикла фискальной конвергенции, которая свидетельствует о повышении вариативности значений государственного долга и бюджетного дефицита, но в меньших диапазонах, нежели в домаастрихтский период. Это значит, что Пакт, как и предусматривает его макрофункциональный дизайн, допустил гибкость, но и в определенной степени ограничил возможности к долговой экспансии.

Во-вторых, дисперсии бюджетного дефицита и государственного долга до кризиса пребывают в достаточно четкой обратной связи с показателями фискального дисбаланса и долгового бремени. Иными словами, фискальный активизм достаточно симметрично распространяется в разрезе стран-членов зоны евро. Необходимость повышения бюджетного дефицита является сходной в разрезе стран, вследствие чего его дисперсия до кризиса падала. Это же касается государственного долга. В первом приближении это означает, что корреляция шоков достаточно высока. Страны-члены ЕВС достигли ощутимого уровня конвергенции и скорее образуют оптимальную валютную зону. Однако во втором приближении это означает, что симметричное ухудшение бюджетного баланса не компенсируется симметричной склонностью к образованию профицитов. Иначе показатель дисперсии не пребывал бы в обратной зависимости от соответствующих параметров. Симметрия в разрезе цикла, одинаково свойственная всем странам, означала бы относительно стабильный показатель дисперсии. Такие ситуации указывают на то, что достижение конвергенции в номинальной и реальной плоскости не сказалось существенно на фискальной конвергенции. Страны

ЕВС и далее оставались в ситуации очевидного отсутствия гомогенности в сфере фискальной политики. ПСР не элиминировал различия в фискальных реакциях на шоки. Традиционная проблема асимметричной в разрезе цикла автоматической стабилизации не была решена в рамках европейской модели фискальных правил. В совокупности с консервированием тенденции к пребыванию государственного долга на пределе и выше его это привело к усилению дивергенции вследствие кризиса и появления асимметрий в сфере суверенной платежеспособности в разрезе стран-членов.

В-третьих, как подтверждают и другие исследования, дивергенция ЕВС наметилась не во время или после кризиса, а до него [17], что позволяет считать фактор циклического поведения глобальной ликвидности более важным в объяснении причины расхождения макроэкономических траекторий в интеграционной зоне. Однако, в наибольшей степени кризис повлиял именно на усиление разрывов в фискальных позициях стран-членов ЕВС. С момента наступления кризиса прыжок вверх дисперсий бюджетного дефицита и государственного долга начинает коррелировать с резким ухудшением фискального баланса и долговой нагрузкой. И только с 2011 г., когда признаки долгового кризиса развитых стран стали очевидными, наметилась тенденция к консолидации вокруг необходимости сбалансирования бюджетов на среднесрочную перспективу, что с лагом передается государственному долгу. Однако наиболее опасна ситуация, когда отсутствие стимулов к экономическому росту в среднесрочной перспективе приводит к консервации так называемых умеренных дефицитов, которые цементируют траекторию государственного долга, что явно не вписывается в рамки маастрихтских требований конвергенции и Пакта. Это видно из того, что с 2011 г. падение уровня дефицита и замедление темпов роста государственного долга уменьшает дисперсии данных показателей. Большинство стран оказывается в приблизительно одинаковой ситуации с завышенным уровнем государственного долга, потребностью сокращения бюджетных дефицитов и отсутствием четких свидетельств, что фискальная политика будет способна решить дилемму возобновления платежеспособности и доверия рынков к долговой политике, с одной стороны, и поддержание спроса и занятости в условиях продолжительной рецессии и действия автоматических стабилизаторов – с другой.

Введение новых механизмов обеспечения финансовой стабильности в зоне евро в совокупности с появлением признаков, что монетарная политика ЕЦБ будет более гибкой по поддержанию ликвидности на рынках, оказалось недостаточным для стабилизации ситуации. Важной составляющей механизма спекуляций против суверенных долговых инструментов стран-членов является отсутствие уверенности, что без инфляционного обесценивания реальной стоимости долга отдельные страны преодолеют проблемы в сфере публичных финансов, особенно в условиях отсутствия ценовых рычагов возобновления конкурентоспособности в странах «Юга». Фискальная консолидация и более жесткая институциональная модель фискальных

правил в совокупности с релевантными структурными реформами является оптимальным вариантом стабилизации ситуации. В таких условиях реформирование Пакта в совокупности с рядом новых инициатив в сфере надзора за макрофинансовыми процессами в интеграционной зоне с позиции конвергенции призваны засвидетельствовать дальнейшее сближения экономик стран-участниц на основе принципов макроэкономической дисциплины.

В 2012 г., после периода нестабильности на рынках суверенных торговых обязательств Греции, Испании, Италии, Ирландии, Португалии и общего ухудшения ситуации в сфере публичных финансов практически большинства стран ЕВС и ухудшения ожиданий в отношении будущего евро, началась реформа валютного союза. Она состоит из пяти регуляторных изменений, директивы и нового Договора. Основой реформы является редакция Пакта стабильности и роста, известная как «фискальный компакт» (игра слов, от англ. compact – соглашение, уплотнитель) [40]. Основное предназначение реформы:

- повысить эффективность механизмов обеспечения фискальной дисциплины в ЕВС с учетом того, что действующие до 2012 г. фискальные правила не удержали ситуацию в сфере публичных финансов под контролем;
- усилить централизацию контроля за публичными финансами стран-членов как на основе расширения полномочий Европейской Комиссии, так и на основе совершенствования механизмов координации макроэкономической и структурной политики в интеграционной зоне;
- возобновить процесс конвергенции, в частности, усилить ее роль в системе фискальных правил, что гарантировало бы избежание асимметрий и диспропорций в сфере долговой нагрузки в разрезе стран-участниц;
- гарантировать суверенную платежеспособность и возобновить доверие рынков к институциональной модели фискальной политики, что позволило бы преодолеть долговой кризис и начать сложные процедуры фискальной консолидации в условиях стабилизации ожиданий и ослабления бремени рефинансирования накопленных долговых обязательств;
- снизить напряжение в сфере институционального взаимодействия между участниками валютного союза и его руководящими органами, а также рационализировать процедуры введения санкций за невыполнение взятых обязательств.

В первом приближении видно, что СПР и «фискальный компакт» опираются на одну и ту же макроэкономическую модель, предусматривающую

трактование маастрихтских критериев как базисных ограничителей фискальной политики, допускаемость стабилизационной гибкости в пределах делового цикла. Однако, в аспекте обеспечения фискальной дисциплины, принуждения к выполнению правил и механизма возврата к базовому долговому лимиту Пакт в редакции 2005 г. и «фискальный компакт» отличаются (см. табл. 4).

Таблица 4

**Сравнение моделей фискальных правил ЕС до и после реформы 2012 г. [40, 8]**

Механизм принуждения	Фискальное правило до 2012 г.	Фискальное правило после 2012 г.
Корректирующая мера Пакта стабильности и роста	3 % до ВВП – бюджетный дефицит общего правительства	Так же
	60 % до ВВП – валовой долг общего правительства	Так же
		Уменьшение государственного долга в среднем на 1/20 величины, превышающей 60 %, в течение 3 лет
Превентивные меры Пакта стабильности и роста	Среднесрочные фискальные цели структурного баланса бюджета общего правительства	Так же
	Улучшение структурного бюджетного баланса на 0,5 % ВВП, если среднесрочная фискальная цель не достигнута	Так же
		Бенчмаркинг затрат в соответствии с трендом ВВП
«Фискальный компакт»	–	Структурный баланс бюджета общего правительства как среднесрочная фискальная цель
	–	Улучшение структурного баланса бюджета на 0,5 % ВВП, если среднесрочная фискальная цель не достигнута

Как видно из обобщений, представленных в табл. 4, «фискальный компакт» содержит формальные и процедурные предостережения по снижению государственного долга в случае, если он превышает 60 % ВВП. Также, в отличие от Пакта, он не допускает первичного дефицита, если государственный долг превышает 60 % ВВП. Императивное требование по уменьшению государственного долга при таких обстоятельствах ограничивает чрезмерную гибкость Пакта, а также требует возобновления линии на конвергенцию и гомогенность в ЕВС. При этом сама гибкость допускается, но, чем меньше государственный долг, тем большую гибкость может себе позволить страна при проведении фискальной политики.

В более предметном варианте реформы Пакта стабильности и роста существенно уточняют наиболее слабые процедурные и формальные нюансы институциональной модели фискальной политики, побуждая к высшей ответственности и дисциплине. Реформы Пакта коснулись практически всех ключевых его составляющих: применение процедуры в отношении стран с чрезмерными дефицитами; превентивных мер; механизма принуждения к выполнению фискальных правил (см. табл. 5).

Таблица 5

**Основные процедурные реформы Пакта стабильности и роста в соответствии с реформой 2012 г. [40, 8]**

<b>Имплементация процедуры по чрезмерным дефицитам</b>
Применение количественных бенчмарков снижения государственного долга к ВВП в случае, когда он превышает 60 %, путем уменьшения в среднем на одну двадцатую суммы, превышающей 60 %, в течение последующих трех лет.
Изменение дефиниции «исключительные обстоятельства», которые допускали отклонение от соблюдения установленной среднесрочной фискальной цели, на дефиницию «суровый экономический спад в зоне евро и ЕС», что позволяет более наглядно следить за основами увеличения первичных дефицитов.
Усиление акцента на системе макроэкономического прогнозирования при определении параметров бюджетного дефицита и среднесрочных фискальных целей, учитывающего имплицитные обязательства, высвобождение средств от пенсионной реформы, чрезмерные дисбалансы и потенциальный рост.
Меры по коррекции фискальной политики, в случае идентификации, должны быть применены в пределах трех месяцев, по сравнению с предыдущим допуском применения мер в пределах полугода.

<b>Имплементация процедуры превентивных мер</b>
Введение специфических для страны среднесрочных фискальных целей сохраняется в совокупности с мерами по фискальной консолидации в объемах 0,5 % ВВП, если такие цели не достигаются, но бюджетные параметры должны учитывать неожиданные поступления и структурные реформы.
Установление бенчмарков относительно существенного отклонения от среднесрочных фискальных целей на уровне 0,5 % ВВП в первый год и 0,25 % во второй с учетом неожиданных поступлений, высвобождающихся от пенсионных реформ средств, средств на преодоление стихийных бедствий.
Установление более высоких бенчмарков при расчете среднесрочных фискальных целей для стран, государственный долг которых превышает 60 % ВВП, или те, которые признают такими, где государственный долг составляет очевидный риск пребывания на траектории устойчивости.
Ограничение времени активации процедуры несогласия шестью месяцами, что предусматривает обязательность отчета Еврокомиссии по своим рекомендациям Европейскому Совету. Если последняя не принимает во внимание такие рекомендации, то они являются объектом утверждения обратным простым большинством голосов.
Применение бенчмарков по затратам бюджета. Выполнение среднесрочных фискальных целей предусматривает определение такой траектории расходов, рост которых предусмотрен на уровне ниже среднесрочной траектории роста потенциального ВВП до тех пор, пока среднесрочные фискальные цели не будут достигнуты. Однако такие затраты не должны включать процентные платежи, расходы, связанные с проблемой безработицы, и средства, централизующиеся в бюджет ЕС.
<b>Повышение эффективности системы принуждения в отношении бюджетной дисциплины в странах-участницах зоны евро</b>
Применение санкций в виде 0,2 % ВВП депозита, который приносит процент, в случае, когда страна не способна применить меры согласно рекомендации Совета ЕС в отношении коррекции существенного отклонения от среднесрочных фискальных целей Решения Совета ЕС применять данную санкцию принимается на основе правила обратного квалифицированного большинства. Внесение предложений по внесению изменений в решения допускается на основе квалифицированного большинства.
Применение санкций в виде 0,2 % ВВП депозита, не приносящие процента, в случае, когда предыдущая санкция уже применяется, но Совет ЕС идентифицирует чрезмерные дефициты, а несогласие с решением по фискальной коррекции является крайне серьезным.
Взыскания в сумме 0,2 % ВВП в случае, когда Совет ЕС решил, что страна не применяет никаких мер для коррекции чрезмерных дефицитов. Депозит, не приносящий процента, конвертируется во взыскание.
Предоставление Европейской Комиссии права расследовать случаи серьезных признаков возможного манипулирования статистическими данными и применение санкции в виде взыскания в сумме 0,2 % ВВП.

В соответствии с новой моделью фискальных правил ЕС, большинство стран должны начать процесс коррекции фискальной политики, а отдельные из них еще продолжительное время будут вынуждены поддерживать первичный профицит для достижения среднесрочных фискальных целей [40, 10].

Принципиальной составляющей институциональных реформ фискальной политики в ЕВС является введение требований в отношении обязательности наличия правил фискальной политики в национальном законодательстве стран-членов, желательного конституционного характера. Наиболее желательными являются фискальные правила, предусматривающие установление лимитов бюджетного дефицита и государственного долга на уровне ниже маастрихтских. Также фискальные реформы в ЕС предусматривают, что фискальная политика на национальном уровне должна осуществляться по принципу дисциплины. Достижение фискальной дисциплины в странах-участницах предусматривается путем сложных макроэкономических и структурных реформ, наиболее выраженной составляющей которых являются реформы институционального каркаса фискальных политик, предусматривающих: введение правил; основание независимых фискальных агентств; определения процедур, ограничивающих дискреционность бюджетной политики, и повышают соответствие системы планирования, составления, утверждения и выполнения бюджетов принципам фискальной дисциплины; централизацией фискальных полномочий; переход на среднесрочное бюджетное планирование [8; 43; 44].

Включение в пакет фискальных реформ императивных требований по введению жестких национальных фискальных правил отражает сложную институциональную динамику в Европейском Союзе.

Во-первых, подобный опыт уже имел место в отношении центральных банков. Маастрихтские требования четко отметили, что национальные центральные банки стран-членов ЕВС должны быть независимыми, а их мандат должен предусматривать достижение ценовой стабильности. В дальнейшем ЕЦБ достаточно жестко следит за соблюдением данного требования, а оценивание стран-кандидатов на вступление в ЕВС осуществляется согласно жесткой процедуре соответствия. Такие требования воспринимались как неотъемлемые элементы достижения институциональной гомогенности, которая должна была способствовать конвергенции. В монетарной политике фактор институциональных детерминант конвергенции рассматривается как превалирующий. Распространение данного опыта на фискальную политику в определенной степени отображает попытки повторить успех центральных банков в области борьбы с инфляцией в проекции на фискальную политику и долговую устойчивость. Несмотря на определенное отставание фискальной теории по институциональным механизмам обеспечения фискальной дисциплины от монетарной (в аспекте обеспечения ценовой стабильности с помощью институциональных решений), сложность



долговых проблем и неоднозначность возможностей провести масштабную фискальную консолидацию во многих странах требует рационализации подходов к обеспечению эффективного макробюджетного менеджмента. Отсюда, изменение парадигм в фискальной теории открывает путь к созданию интеллектуального основания для реформ институционального каркаса фискальной политики.

Во-вторых, необходимость фискальных правил на национальном уровне диктуется противоречивым опытом имплементации Пакта стабильности и роста. Фрустрация маастрихтских принципов в угоду гибкости и стабилизационной эффективности в совокупности с желанием компенсировать это дисциплиной в сфере государственного долга породила сложную систему институциональных взаимодействий между странами-членами и руководящими органами ЕС, которые допускали серьезные асимметрии в толковании основ для выхода за установленные фискальные лимиты и применение санкций. Проблемы легитимности, возникающие с комплексом институциональных рычагов имплементации фискальных правил в валютном союзе, должны быть компенсированы национальными рамочными условиями фискальной политики. Это значит, что если система союзных правил допускает пробелы по обеспечению фискальной дисциплины и их соблюдению, то такая система должна быть дополнена требованием по введению национальных правил. Институциональная модель фискальных правил становится двухуровневой, вследствие чего ответственность за их выполнение становится предметом мониторинга как на уровне ЕВС, так и на уровне отдельных стран. Такая прагматическая реакция разработчиков фискальных реформ ЕС свидетельствует не столько об имплицитном признании провала международных подходов к построению наднациональных фискальных правил, сколько о поиске более рельефной модели обеспечения дисциплины и ответственности.

Введение отдельными странами даже более жестких правил, по сравнению с Маастрихтскими критериями и ПСР, свидетельствует, что существует интенция к повышению роли самоответственности за макроэкономическую, финансовую и долговую стабильность, даже если она порождает определенные асимметрии в случае, если другие страны склонны к более оппортунистическому поведению. Такие интенции позволяют пребывать среди «перов», а не попадать под «давление перов», благодаря чему относительные выгоды фискального оппортунизма оборачиваются утратой доверия со стороны рынков и возникновением проблем по поддержанию суверенной платежеспособности. Долговой кризис развитых стран и возникновение риска усиления сомнений о будущем евро побуждают и далее к активным действиям по фискальной коррекции.

## Выводы

Поддержание эффективного функционирования валютного союза невозможно без обеспечения фискальной дисциплины. Предположение о том, что гибкая децентрализованная фискальная политика компенсирует отсутствие макроэкономической гибкости, переоценена с учетом отсутствия институциональных средств сдерживания оппортунистического поведения в сфере бюджета. Отступление от простых и жестких Маастрихтских критериев в направлении введения более гибкого и формально сурового Пакта стабильности и роста продемонстрировало отступление от начальной идеологии конвергенции в направлении контролируемой фискальной децентрализации. Однако институциональная слабость Пакта привела к тому, что фискальная гомогенность в ЕВС начала систематически нарушаться благодаря асимметричной автоматической стабилизации фискальной политики в разрезе фаз делового цикла. Фискальные реформы 2012 г. продемонстрировали возобновление более жесткого подхода к фискальной дисциплине в ЕВС благодаря модернизации дизайна фискальных правил. Однако базовая идеология обновленного Пакта остается неизменной. Компенсация макроэкономической гибкости фискальных правил в ЕВС компенсируется повышением институциональной жесткости в виде национальных «фискальных самоограничений». Эволюция и усложнение институциональной модели фискальной дисциплины в ЕВС свидетельствует о сохранении потенциального конфликта между конвергенцией и фискальной гибкостью.

## Литература

1. Eichengreen B., Feldman R., Leibman J., Wyplosz Ch. Public Debts: Nuts, Bolts and Worries. – Geneva Reports on the World Economy 13. – 2011. – 198 p.
2. Cecchetti S., Mohanry M., Zampolli F. The Real Effects of Debt // Symposium for Achieving Maximum Long-Run Growth Sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming, 25–27 August 2011. – P. 1–33.
3. The Good, The Bad, And the Ugly: 100 Years of Dealing with Public Debt Overhangs. Chapter 3 // IMF World Economic Outlook. – Wash. (D.C.): IMF, 2012. – Oct. – P. 1–34.

4. Reinhart C., Reinhart V., Rogoff K. Public Debt Overhangs: Advanced Economy Episodes Since 1800 // *Journal of Economic Perspectives*. – 2012. – Vol. 26. – №3. – P. 69–86.
5. Reinhart C., Reinhart V., Rogoff K. Growth in a Time of Debt // *American Economic Review: Papers and Proceedings*. – 2010. – Vol. 100. – № 2. – P. 573–578.
6. Caceres C., Guzzo V., Segoviano M. Sovereign Spreads: Global Risk Aversion, Contagion or Fundamentals // *IMF Working Paper*. – 2010. – WP/10/120. – P. 1–30.
7. Alper E., Forni L. Public Debt in Advanced Economies and its Spillover Effects on Long-term Yields // *IMF Working Paper*. – 2011. – WP/11/210. – P. 1–24.
8. Fiscal Rules, Independent Institutions and Medium-Term Budgetary Frameworks // *EC Survey*. – 2011. – P. 1-13.
9. Wyplosz Ch. Fiscal Policy: Institutions Versus Rules // *National Institute Economic Review*. – 2005. – Jan. – № 191. – P. 70–84.
10. Hagen von J. Political Economy of Fiscal Institutions // *Governance and the Efficiency of Economic System (GESY) Discussion Paper*. – 2005. – № 149. – P. 1–14.
11. Current Domestic Fiscal Frameworks Across the EU // *Public Finance in EMU*. EC. – 2010. – P. 73-80.
12. Sutherland D., Hoeller P., Merola R. Fiscal Consolidation. Part 1. How Much is Needed and How to Reduce Debt to a Prudent Level? // *OECD Economics Department Working Paper*. – 2012. – № 932. – P. 1–76.
13. Price R. The Political Economy of Fiscal Consolidation // *OECD Economics Department Working Papers*. – 2010. – № 776. – P. 1–43.
14. Will It Hurt? Macroeconomic Effects of Fiscal Consolidation Chapter 3. // *IMF World Economic Outlook*. – Wash. (D.C.): IMF, 2010. – Oct. – P. 93–124.
15. Rother Ph., Schuknecht L., Starl J. The Benefits of Fiscal Consolidation in Uncharted Waters // *ECB Working Paper*. – 2010. – № 121. – P. 1–37.
16. Mongelli F. «New» Views on the Optimum Currency Area Theory: What Is EMU Telling Us! // *ECB Working Paper*. – 2002. – № 138. – P. 5–51.
17. Bini Smaghi L. Addressing Imbalances in the Euro Area // *Central Banker's Speeches*. BIS. – 2011. – Feb. 14. // [www.bis.org](http://www.bis.org).
18. Kopits G., Symansky S. Fiscal Rules // *IMF Occasional Paper*. – 1998. – OP/98/162. – 56 p.

19. Fiscal Rules – Anchoring Expectations for Sustainable Public Finance // IMF. – 2009. – SM/09/274. – P. 1–68.
20. Козюк В. В. Монетарні проблеми функціонування глобальної фінансової архітектури. – Тернопіль: Астон, 2005. – 512 с.
21. Murray A., Wilkes G. Fiscal Rules Ok? // Centre Forum. – 2009. – Jan. – P. 1–12.
22. Economic and Monetary Union. – Luxemburg: Office of Official Publications of European Communities, 1996. – 24 p.
23. Buiter W., Corsetti G., Roubini N. Maastricht's Fiscal Rules // Economic Policy. – 1993. – Vol. 8. – № 1. – 60–75.
24. Schuknecht L. EU Fiscal Rules: Issues and Lessons from Political Economy // ECB Working Paper. – 2004. – № 421. – P. 1–34.
25. Marin J. Sustainability of Public Finance and Automatic Stabilization Under A Rule of Budgetary Discipline // ECB Working Paper. – 2002. – № 193. – P. 1–36.
26. Lima P. de, Serres A. de, Kennedy M. Macroeconomic Policy and Economic Performance // OECD Economic Department Working Papers. – 2003. – № 353. – P. 58–63.
27. Dorrucchi E., Firpo S. European Integration: What Lessons for Other Regions? The Case of Latin America // ECB Working Paper. – 2002. – № 185. – P. 5–50.
28. Tujula M., Wolswijk G. What Determines Fiscal Balances? An Empirical Investigation in Determinants of Changes in OECD Budget Balances // ECB Working Paper. – 2004. – № 424. – P. 3–40.
29. Ardagna S., Caselli F., Lane T. Fiscal Discipline and the Cost of Public Debt Service: Some Estimations for OECD Countries // ECB Working Paper. – 2004. – № 411. – P. 3–36.
30. Caselli F., Giovannini A., Lane T. Fiscal Discipline and the Cost of Public Debt Service: Some Estimates for OECD Countries IMF Working Paper. – 1998. – №55. // [www.imf.org](http://www.imf.org).
31. de Bandt O., Mongelli F. Convergence of Fiscal Policies in the Euro Area // ECB Working Paper. – 2000. – № 20. – P. 5–28.
32. Strauch R., Hallerbrg M., von Hagen J. Budgetary Forecasts in Europe – the Track Record of Stability and Convergence Programmes // ECB Working Paper. – 2004. – № 307. – P. 3–45.

33. Козюк В.В. Фіскальна політика в Європейському валютному союзі: проблеми автоматичної стабілізації та конвергенції // *Фінанси України*. – 2006. – № 6. – С. 57–67.
34. Buti M. Will the New Stability and Growth Pact Succeed? An Economic and Political Perspective // *European Commission Economic Papers*. – 2006. – № 241. – P. 16–17.
35. Rui A., Afonso O. The «New» Stability and Growth Pact: More Flexible, Less Stupid? // *Intereconomics*. 2007. – Vol. 42. – № 4. – P. 224.
36. Verde A. The Old and the New Stability and Growth Pact along with the Main Proposals for Its Reforms: An Assessment // *Transition Studies Review* 13. – 2006. – № 3. – P. 484.
37. Fischer J., Jonung L., Larch M. 101 Proposals to reform the Stability and Growth Pact. Why so Many? A Survey // *European Commission Economic Papers*. – 2006. – № 267. – P. 4–21.
38. Marneffe W., Aarle van B., Wielen van der W., Vereeck L. The Impact of Fiscal Rules on Public Finance: Theory and Empirical Evidence for the Euro Area. – P. 13-15.
39. Drazen A. Fiscal Rules From Political Economy Perspective // Paper prepared for the IMF-World Bank Conference on Rule-Based Fiscal Policy in Emerging Market Economies, Oaxaca, Mexico, Feb. 14-16, 2002. – P. 1–28.
40. Barnes S., Davidsson D., Rawdonowicz L. Europe's New Fiscal Rules // *EOCD Economics Department Working Paper*. – 2012. – № 972. – P. 1–28.
41. Heipertz M., Verdun A. The Dog that Would Never Bite? What We Can Learn from the Origins of the Stability and Growth Pact // *Journal of European Public Policy*. – 2004. – Vol. 11. – № 5. – P. 768.
42. de Haan J., Berger H., Jansen D.-J. The End of the Stability and Growth Pact? // *CESifo Working paper*. – 2003. – № 1093. – P. 13–15.
43. Current Domestic Fiscal Frameworks Across the EU // *Public Finance in EMU*. EC. – 2010. – P. 73–80.
44. National Fiscal Frameworks // *Evolving Budgetary Surveillance*. EC. – 2010. – P. 98–115.

Статья поступила в редакцию 31 января 2013 г.