

**Економічна теорія**

Віктор КОЗЮК

**БОРГОВА КРИЗА  
ТА ФІСКАЛЬНА ФРАГМЕНТАЦІЯ  
ЗОНИ ЄВРО****Резюме**

На основі панорамного погляду на проблему фіскальної фрагментації ЄВС показано, що дивергенцію зони євро не могло бути спричинено неадекватністю принципів валютного союзу. До переходу на спільну валюту проблема фіскальної фрагментації маскувалась більш стабільним глобальним оточенням та довірою до майбутньої політики ЄЦБ. Боргова криза в ЄВС вивела проблему фрагментації з латентного стану, відображаючи чіткий поділ на країни, які зберегли конкурентоспроможність і щодо економічного зростання яких є позитивні очікування, і нарешті, які характеризуються тим, що в них фінансові дисбаланси поєдналися з втратою конкурентоспроможності. Спекуляції проти структурної негнучкості посилили фіскальну фрагментацію. Фіскальні, а не монетарні, причини дивергенції ЄВС криються в поєднанні викривлення стимулів до зниження державного боргу в середовищі експансії глобальної ліквідності з інституційною слабкістю моделі фіскальних правил Пакту про Стабільність і Зростання. Фіскальна фрагментація має ознаки збереження на тривалий час, загрожуючи посиленню чутливості макрофінансової стабільності ЄВС до політики економії окремих країн. Фіскальна фрагментація зони євро є несумісною з перспективами спільної валюти як резервної.

---

© Віктор Козюк, 2015.

Козюк Віктор, докт. екон. наук, професор, Тернопільський національний економічний університет, Україна.

## Ключові слова

Зона євро, державний борг, боргова криза, фіскальна фрагментація, фіскальні правила.

Класифікація за JEL: H30, H63.

## Вступ

Переростання глобальної фінансової кризи у кризу суверенного боргу розвинутих країн з особливим драматизмом проявилось у Європейському валютному союзі. Прискіплива увага до даної проблеми продемонструвала спроби як підтвердити внутрішню вразливість зон монетарної інтеграції до фіскальних шоків, так і вказати на нежиттєспроможність єдиної європейської валюти у світлі глобальної монетарної конкуренції. Незважаючи на те, що остаточне врегулювання боргової кризи в низці європейських країн ще не завершено, структурні реформи в ЄС-ЄВС демонструють чітку спрямованість на одночасне поєднання забезпечення фіскальної стійкості та гнучкості економік країн-членів. Оголошений у 2011 р. пакет реформ покликаний продемонструвати рішучі наміри зі створення макрофіскальних, структурних та інституційних передумов для того, щоб механізм єдиної монетарної політики спирався на кращий фундамент боргової стійкості.

Утім, боргова криза в ЄВС не може розглядатись у традиційному спектрі аналізу ускладнень із суверенною платоспроможністю. Більш того, справа навіть не в тому, що події 2009–2012 рр. продемонстрували наявність фундаментальних ризиків макроекономічної стабільності, теоретично відомих ще з досвіду аналізу фіскальних детермінант краху більшості історично відомих валютних союзів. Особливості теоретичного аналізу вразливості ЄВС до асиметрій у монетарній та фіскальній політиці надає низка обставин. Формування зони євро спиралось на політико-інституційне трактування вигод від монетарної інтеграції для нівелювання валютних ризиків, до яких система цільних торговельних зв'язків виявляла особливу вразливість, підвищення конкурентоспроможності та стабільності макроекономічної політики, зниження довгострокових відсоткових ставок внаслідок довіри до єдиного центро-

банку тощо. Відповідність критеріям оптимальної валютної зони мала не аргументаційний, а заперечувальний щодо валютної уніфікації характер. При цьому питання ризиків фіскальної гетерогенності завжди дебатувались доволі активно, але в процесі фактичної євроінтеграції відійшли на задній план аж до моменту виявлення ознак небажання окремих країн дотримувати фіскальних правил. З іншого боку, фіскальна політика не аналізувалась у світлі того, що інтеграційна зона може бути вразливою до процесів асиметричного нагромадження фінансових дисбалансів та втрати конкурентоспроможності саме тими країнами, які перебувають на більш ранніх стадіях реальної конвергенції. Боргова криза в ЄВС породила доволі суттєву проблему фіскальної фрагментації, яка не давалась взнаки на попередніх етапах розвитку інтеграційної зони в Європі, навіть попри те, що завжди існувала й у латентному, й у проявленому стані. Найбільшою проблемою такої фрагментації є те, що вона може перетворитись на відправну точку більш широкої дивергенції зони євро. Нав'язування ЄЦБ невластивої йому ролі кредитора останньої інстанції не гарантуватиме подолання проблеми дивергенції, навіть якщо послаблюватиме напругу у сфері фіскальної фрагментації в короткостроковому періоді. Враховуючи вагомість фіскального фактора для стабільності валютного союзу, вважаємо дослідження в цьому напрямку актуальним.

Дискусії довкола проблем боргової кризи в ЄВС окреслили очікуваний периметр позицій, походження яких можна відстежити ще від часів дебатів з приводу створення зони євро. У цьому розумінні виділяється своєрідний англосаксонський напрямок аналізу боргової кризи, який спирається на скептичну оцінку перспектив єврозони в більш широкому теоретичному контексті. Невідповідність критеріям оптимальності валютної зони, відсутність системи пристосування до шоків у вигляді гнучкого валютного курсу та кредитування останньої інстанції розглядаються як фундаментальні драйвери дивергенції ЄВС, які були теоретично передбачені ще до створення валютного союзу в Європі [1; 2]. Попри це, ряд американських авторів зазначає, що доволі швидкий успіх євро як міжнародної валюти не може бути наслідком помилки такої кількості глобальних гравців, а відтак під функціонуванням ЄВС закладено здорову прагматичну основу. Більш того, брак курсової гнучкості є проблемою глобальної економіки загалом, а не лише зони євро, внаслідок чого фіскальні проблеми в ній слід аналізувати в конкретно історичному контексті [3; 4; 5].

Аналіз кризи в ЄВС також доволі структуровано поділяється на розгляд проблеми зв'язку між дисбалансами та дивергенцією і між втратою конкурентоспроможності, спредами та фіскальною дивергенцією. Щодо першого, то можна виділити низку праць, які одноставні з приводу того, що в основі природи дивергенції є перегрів фінансового сектора в країнах Півдня та відсутність пристосування до нових рівноважних умов по каналах реального ефективного валютного курсу. Кредитний бум та інфляція цін активів виявились важливими детермінантами кризи, фіскальне пристосування до якої стало вторинним з міркувань кризи ЄВС [6; 7; 8]. Втрату конкурентоспроможності в літературі розглядають як доволі серйозну проблему у випадку країн-

членів валютного союзу. Боргові проблеми в таких країнах є природним наслідком неспроможності підтримувати економічне зростання темпами, які гарантували б суверенну платоспроможність. У випадку нагромадження значних боргів відсутність автоматичного механізму корекції реального ефективного курсу заохочує спекуляції та погіршує фіскальну однорідність ЄВС [9; 10; 11; 12; 13; 14].

Представлений у літературі фокус на суто фіскальних аспектах євроінтеграції, зі свого боку, вказує на те, що боргова криза є наслідком спотворень в макроекономічному механізмі ЄВС як такому. По-перше, ще до запровадження євро країни ЄС характеризувались відсутністю однорідності. Рівень боргового тягаря визначав майбутню траєкторію поведінки первинного балансу бюджету, завдяки чому стабілізаційні можливості останнього, такі важливі в умовах втрати валютного курсу як інструменту пристосування до нових рівноважних умов, виявились асиметричними в розрізі країн. По-друге, у розрізі країн визначилась чітка тенденція до асиметричної реакції на фазу ділового циклу. Тобто, навіть за наявної синхронізації ділових циклів у розрізі країн, фіскальна реакція на їх фази виявилась далекою від тієї, що мала би вписуватись у парадигму фіскальної конвергенції. По-третє, заміщення номінальних маастрихтських критеріїв конвергенції на структурні показники фіскальних правил Пакту про Стабільність та Зростання насправді суттєво відхилили ЄВС від траєкторії боргової стабільності. Такі правила до реформ 2012 р. допускали як надмірну дискреційність, так і фрустрацію відповідальності за їх порушення. По-четверте, у середовищі низьких відсоткових ставок фіскальні обмеження на зростання державного боргу в понад 60 % ВВП почали трактувати як уникнення необхідності знижувати державний борг нижче від 60 % ВВП. У підсумку, боргова криза в ЄВС стала наслідком того, що необхідність підвищувати бюджетні дефіцити у відповідь на кризу співпали в часі з поступовим, але невпинним вичерпанням фіскального простору (ці проблеми узагальнено в низці авторських досліджень. Див.: [15; 16]). Рефлексії з приводу варіантів реакції на кризу суверенного боргу позначили новий напрямок дискусій щодо траєкторій трансформації ЄВС та окреслили перспективи еволюції валютного союзу [11; 17]. Водночас, у науковій полеміці ще досі бракує панорамного розуміння зв'язку між фіскальною фрагментацією до кризи та після неї.

Недостатність приділеної уваги проблемі своєрідної інституційної генетики щодо ставлення суспільства до боргового тягаря справляє деструктивний вплив на фіскальну гомогенність валютного союзу, а відтак – на його стабільність. Якщо фіскальна фрагментація до кризи компенсувалась довірою до процесу конвергенції в майбутньому, залишаючись нейтральною щодо рівня конкурентоспроможності, реальної конвергенції та фінансових дисбалансів, то після кризи вона ознаменувала чіткий зв'язок із переліченими вище проблемними зонами, які випали за межі аналізу теорії оптимальних валютних зон [18], доведенню чого в панорамній цілісності з докризовими процесами фіскальної дивергенції присвячено дану статтю.

## Особливості ЄВС з позиції теорії валютних союзів

Особливий наголос на тому, чому суверенна криза в зоні євро є настільки дестабілізувальною для глобальної економіки, слід пов'язувати з низкою причин.

По-перше, євро є і залишається реальною альтернативою долару США і, по-суті, зберігає за собою статус резервної валюти, а боргові зобов'язання країн-членів ЄВС є, відповідно, резервними активами. Це означає, що частка таких активів у глобальних портфелях є вищою, ніж питома вага ВВП країн-емітентів у глобальних обсягах виробництва. Природно, що значне зовнішнє володіння інструментами державного боргу країн-членів ЄВС змінює модальність функціонування боргового ринку.

По-друге, структура відсоткових ставок по інструментах у євро формується за принципом виключення валютного ризику. При цьому нівелювання валютного ризику посилює розрив між фундаментальним аналізом суверенної платоспроможності індивідуальних позичальників та фактичною динамікою спредів ще задовго до кризи. Надзапозичення в середовищі низьких відсоткових ставок можна вважати проблемою помилки не лише ринків, а й урядів, які могли вдаватися до більш ризикової фіскальної політики.

По-третє, швидка фрагментація боргових ринків країн ЄВС за принципом «безпечні гавані» та «спекулятивний сегмент» є продовженням аналізу простору монетарної інтеграції на предмет фінансових дисбалансів і відповідності критеріям оптимальних валютних зон.

По-четверте, модель макроекономічної політики ЄС-ЄВС базувалась на принципі «ніяких колективних зовнішніх впливів на випадок кризи» (від англ. – *no crisis bail-out*). Це означає, що деструктивні процеси в зоні євро розгортались одночасно з дискусіями про ступінь відповідності маастрихтської моделі макрополітики умовам, що склались, підвищуючи ступінь невизначеності щодо майбутнього статусу євро, монетарного курсу ЄЦБ, членства окремих країн, втрат від процесу дезінтеграції чи величини пулу для формування пакету допомоги окремим країнам.

По-п'яте, готовність зберегти єдину валюту в умовах асиметричної втрати глобальної конкурентоспроможності окремих країн-членів ЄВС підвищило градус конфліктності між політикою внутрішньої девальвації та необхідною для стабілізації державного боргу фіскальною консолідацією. Поєднання заходів бюджетної економії зі зниженням зарплат та соціальних виплат функціонально подібні, але однаково неоднозначні щодо впливу на відновлення економічного зростання. Структурна негнучкість, політико-еконо-

мічні втрати програм консолідації державних фінансів та зовнішній тиск на валютний курс євро продемонстрували виникнення нових мотивів для спекулятивної активності.

По-шосте, боргова криза в ЄВС розгорталась під впливом надмірної зацикленості ринків на проблемі координації країн-учасниць саме завдяки тому, що політика ЄЦБ якісно відрізнялась (до започаткування програм підтримки ліквідності боргових інструментів Італії та Іспанії) від програм придбання урядових зобов'язань, які активно реалізовували ФРС, Банк Англії, Банк Японії, Ріксбанк тощо. Парадоксальний конфлікт між довгостроковою монетарною стабільністю та короткостроковою ліквідністю боргових ринків сфокусовано на резервних валютах / активах, що долучає до проблеми боргової стійкості країн ЄВС питання спотворених глобальних монетарних взаємин.

Звідси, боргова криза в окремих країнах зони євро не може стосуватись винятково вияву недовіри до платоспроможності чи прояву неспроможності обслуговувати суверенні зобов'язання, а реформи макроекономічної політики в ЄВС, навіть якщо вони адресовані національному рівню реалізації фіскальної політики, не можуть не засвідчити процес пристосування інтеграційного об'єднання до нових реалій глобального оточення.

Іншим блоком проблем, які засвідчують неординарність ситуації довкола боргової кризи, є те, що вона проходить в інтеграційному об'єднанні, формування якого від самого початку: містило ознаки сумнівності з точки зору теорії оптимальних валютних зон, передусім у фіскальному аспекті (відсутність системи міжкраїнних трансфертів, покликаних полегшити пристосування окремих економік до специфічних асиметричних шоків в умовах відсутності валютних курсів, з одного боку, та невизначеність з приводу того, як відмінності у ВВП на душу населення повинні визначати відмінності в кількості та якості пропонованих суспільних благ і масштабів перерозподілу доходів, з іншого боку); спиралось на достатньо розвинений інституційний механізм додержання критеріїв фіскальної конвергенції, який переріс у систему правил фіскальної політики (маастрихтські критерії фіскальної конвергенції стали складовою фіскальних правил ЄВС у рамках Пакту про Стабільність і Зростання (ПСЗ), але сама структура правил засвідчила інший макроекономічний та інституційний підхід, порівняно з тим, який був закладений у договір 1992 року про запровадження євро в 1999 році); не враховувало макрофінансові ризики асиметричного перебування країн на різних стадіях реальної конвергенції (вигоди від функціонування спільної валюти в країнах із нижчими доходами на душу населення виводилися з усунення проблеми інфляції та курсової нестабільності, що мало позитивно позначитись на відсоткових ставках і стимулювати інвестиції, при тому, що ризики асиметричних фінансових дисбалансів справді не дебатувались, зокрема тому, що вони не були відомі економічній теорії інтеграційних процесів у такій формі, як зараз). Неврахування відомих на сьогодні макрофінансових ризиків інтеграції країн, що перебувають на відмінних стадіях реальної конвергенції, справді є однією

з причин формування саме тієї моделі макроекономічної політики ЄС-ЄВС, яка мала місце в 1990-х і зазнала істотних змін внаслідок реформ 2010–2012 рр. Детальніше про теоретичні аспекти даної проблеми див.: [18; 19; 20].

### **Докризова фрагментація ЄВС**

Кризі 2009–2011 рр. передувала низка тенденцій, які, у підсумку, визначили макрофінансовий профіль боргової нестабільності: відсутність фіскальної гомогенності; трансформація фіскальних критеріїв конвергенції в правила фіскальної політики в інтеграційному об'єднанні у спосіб, який не позначився на підвищенні боргової стійкості; поглиблення фінансових дисбалансів у розрізі країн-членів, які умовно можна поділити за принципом «Північ-Південь – Центр-Периферія»; відсутність кредитування останньої інстанції та брак механізмів розв'язання проблем типу криз ліквідності.

Так, як відомо, фіскальний аспект критеріїв конвергенції був передбачений Маастрихтським договором. Від 1992 р. набуття членства в зоні євро (а також у Європейському механізмі валютних курсів II) передбачає, що загальний бюджетний дефіцит не повинен перевищувати 3 % ВВП, а державний борг – 60 % ВВП. Дана специфікація найповнішою мірою відображала ідею про те, що дискреційна фіскальна політика має бути суттєво обмежена. Досягнення боргової стабільності та посилення спільності принципів побудови механізму фіскальної політики мало би створювати надійні основи для функціонування валютного союзу. У світлі рівня розривів у масштабах державної заборгованості та величинах бюджетних дефіцитів, можна однозначно стверджувати, що маастрихтські фіскальні критерії мали вигляд нереалістичних, якщо взяти до уваги запровадження євро в 1999 р. Також визначення допустимої межі бюджетного дефіциту та державного боргу виглядало як таке, що здійснене на основі медіанних значень за розвинутими країнами за тривалий період часу, а не відповідно до поточної фіскальної ситуації в ЄС. Ліміт у 3 % бюджетного дефіциту до ВВП та 60 % державного боргу до ВВП на момент заснування ЄВС та переходу на євро відображав майже середні арифметичні значення, але аж ніяк не медіанні загалом по інтеграційній зоні [15].

Формування ЄВС та перехід на єдину європейську валюту припускали, що майже половина його членів не відповідатимуть фіскальним критеріям конвергенції. Також необхідність дотримання політики відповідності таким критеріям передбачала, що окремі країни мають розпочати агресивні програми фіскальної консолідації або ж суттєво зменшуватимуть обсяг активів суспільного сектора економіки для зменшення величини державного боргу, якщо суттєвих змін у структурі публічних фінансів не вдасться досягти в короткостроковому періоді. Розрахунок на те, що в процесі функціонування

єдиної валюти політика фіскальної конвергенції продовжиться, був частково виправданий, з огляду на те, що більшість країн, принаймні, політично, засвідчили свою готовність іти шляхом гармонізації рівня боргового навантаження відповідно до погоджених принципів ефективної макроекономічної політики у валютному союзі. Усереднені значення маастрихтських критеріїв не викликали жорсткого спротиву навіть серед маргінальних боржників, таких як Бельгія та Італія, засвідчуючи наявність певного євро-оптимізму [21].

Значний рівень уже нагромадженого державного боргу та повільна фіскальна конвергенція породили дуже специфічну ситуацію, віддзеркаленням якої виступило запровадження фіскальних правил у ЄВС, дизайн яких, з макроекономічної точки зору, відхилився від логіки маастрихтських критеріїв. З одного боку, з позиції дизайну фіскальних правил фіскальні критерії конвергенції є негнучкими і більшою мірою зорієнтовані на контроль за дефіцитним зміщенням та гомогенністю фіскальних позицій. Інтелектуальне середовище напередодні запровадження євро чітко сформулювало два основні вектори трансформації маастрихтських критеріїв у фіскальні правила ЄВС. Пакт про Стабільність і Зростання (ПСЗ), ухвалений в Амстердамі в 1997 р., з доповненнями 2005 р. виступив віддзеркаленням компромісу і з боку макроекономічної теорії, і з боку політики євроінтеграції. Макротеоретичний та інституційний аналіз ПСЗ відобразив наявність потенційних проблем у сфері фіскальної дисципліни в ЄВС, що, у підсумку, і позначилось на підвищенні боргової вразливості багатьох країн-членів валютного союзу під час і після глобальної фінансової кризи.

По-перше, в умовах відсутності монетарних каналів пристосування до шоку фіскальна політика розглядається як найбільш суттєвий механізм пом'якшення циклічних коливань. Поєднання децентралізованої гнучкої фіскальної та централізованої жорсткої монетарної політики було визначено базовою моделлю мікс-політики в ЄВС, яка має істотні переваги. Теоретично припускалось, що коли на фіскальну експансію накладено маастрихтські обмеження, то певна дозована гнучкість не загрожуватиме процесам економічної конвергенції, а, навпаки, посилюватиме реальну та номінальну конвергенцію через згладжування ділових циклів в розрізі країн-членів [15]. Оскільки децентралізована гнучкість пов'язується з автоматичними стабілізаторами, а не масштабними дискреційними зміщеннями політики, то загрози для стабільності валютного союзу це не мало би становити. Більш ранній погляд на проблему фіскальної дисципліни засвідчував більше категоричності щодо ролі збалансованих бюджетів у забезпеченні економічного зростання та макроекономічної стабільності в процесах євроінтеграції. Певні зміни в уявленнях про оптимальну фіскальну політику чітко укорінились наприкінці 1990-х, внаслідок чого автоматичні стабілізатори та циклічний структурний баланс почали вважати кращою альтернативою жорсткому курсу на фіскальну дисципліну. Прикметно, що наголосу на включенні фіскальної гомогенності в предметну царину аналізу відповідності ЄВС критеріям оптимальності валютної зони не робилось [22; 23], внаслідок чого автоматичну стабілізацію фіс-



кальної політики неявно почали розглядати як функціональне доповнення вирівнювання ділових циклів, що є більш важливим для номінальної та реальної конвергенції.

По-друге, вихід за межі маастрихтської жорсткості затребувався з огляду на варіацію величини боргового тягаря в ЄС-ЄВС та обумовленості поточної політики минулим характером боргової експансії. Так, емпіричні дослідження чітко вказують, що поточна фіскальна політика достатньо суворо лімітована минулим станом публічних фінансів і тягар відсоткових виплат є суттєвим фактором обмеження бюджетного маневру за допомогою первинного дефіциту (аналіз цієї проблеми представлено в [15; 16]). Наявність у макромоделі ПСЗ середньострокових фіскальних цілей, до того ж виражених на циклічній основі, чітко засвідчили відхилення критеріїв конвергенції в бік більш гнучких і складних фіскальних правил.

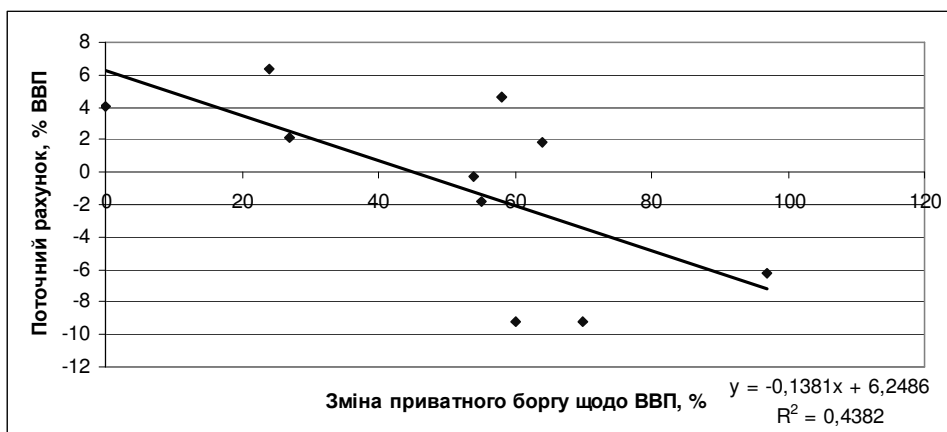
По-третє, макродизайн ПСЗ продемонстрував, що зміщення від пріоритету конвергенції до пріоритету гнучкості є певним продовженням лінії щодо статусу-кво у сфері подальшого зближення економік валютного союзу. Як показують емпіричні дослідження, роль спільних факторів у поведінці бюджетного балансу в ЄС почала суттєво зростати з 1985 р., тоді як величина чистих запозичень доволі істотно варіює в процесі пристосування до специфічних шоків. Такі результати демонстрували, що посилення гомогенності у фіскальній політиці є похідним від синхронізації бізнес-циклів, а не конвергенції у сфері публічних фінансів [24]. Специфічні національні рамкові умови фіскальної дивергенції є не менш актуальними детермінантами відмінностей у траєкторіях бюджетного дефіциту та державного боргу, ніж асиметричні макроекономічні шоки, що накладається на довгострокову обумовленість поточної фіскальної політики минулим досвідом. Однорідність реакції на спад за допомогою розширення бюджетного дефіциту є більш чітко вираженою, ніж симетричність у реакціях профіциту на економічне зростання [15]. Без додаткових застережень щодо позитивного сальдо бюджету в часи буму та з широкими можливостями тлумачення виходу за межі обмежень середньострокових фіскальних цілей фіскальні правила ЄВС слід визнати незбалансованими. Фактично це означає, що Пакт заклав формальні основи під таку макромодель фіскальної політики, яка допускає асиметричну автоматичну стабілізацію в розрізі ділового циклу. Наявність спірних питань та місць для бюрократичної полеміки відкрила шлях для асиметричного застосування примусу до фіскальної консолідації в розрізі країн. Внаслідок цього ПСЗ піддавався критиці практично одразу після свого впровадження і, з точки зору аналізу відповідності так званім К-Ш критеріям, має простір до вдосконалення [15].

## Дисбаланси, криза та фіскальна фрагментація

Нагромадження фінансових дисбалансів у зоні євро породило серйозну дискусію про те, чи генерування асиметрій у поведінці вартості активів, кредитних циклів та буму споживання в розрізі країн із відмінними доходами на душу населення спричинене спільною монетарною політикою чи структурними факторами [25]. Рис. 1 демонструє наявність докризового зв'язку між зовнішніми та внутрішніми дисбалансами.

Рисунок 1

**Зв'язок між внутрішніми та зовнішніми дисбалансами в ЄВС,  
2000–2010 рр.**



Джерело: [16].

З теоретичної точки зору, зв'язок між фінансовими дисбалансами та суверенною платоспроможністю не був настільки чітко окреслений до кризи державного боргу в низці країн так званої периферії зони євро. Для пояснення такого зв'язку слід прийняти до уваги кілька моментів.

А) Втрата конкурентоспроможності. Так, якщо витрати на одиницю фактора «праця» у 2003 р. прийняти за 100, то на 2007 р. вони становили: для

Німеччини – 96, Франції – 107, Греції – 114, Іспанії – 115, Італії – 118, Ірландії – 125, на 2008 р., відповідно, 100, 113, 120, 122, 125 та 135, на 2009 р. – 103, 116, 125, 124, 124, 132, на 2010 р. – 102, 115, 124, 122, 123, 121, на 2011 р. – 103, 119, 123, 121, 127, 120 [16]. Тобто, процес розкручування спіралі фінансових дисбалансів супроводжувався різкими змінами у відносних витратах на оплату праці. Повернення таких витрат на рівноважну траєкторію стає контррадикторним щодо спроможності приватного сектора нести тягар нагромадженого боргу.

Б) Зростання державного боргу внаслідок фінансових криз. Останні дослідження реакції фіскальної політики на фінансові кризи є однозначними з приводу зростання державного боргу внаслідок реалізації програм допомоги фінансовому сектору. Експансія кредиту погіршує якість банківських активів, внаслідок чого посткризова рекапіталізація банків завершується різким стрибком державного боргу.

В) Відсутність механізму корекції курсу. Спільна монетарна політика не передбачає доступність зміни валютного курсу у відповідь на погіршення зовнішньої конкурентоспроможності. Корекція платіжних балансів внаслідок зростання витрат на оплату праці та експансії кредиту не може відбутись на основі зміни номінального валютного курсу, а потребує змін у внутрішній абсорбції, що стає поштовхом до втрати ВВП в реальному вимірі та погіршення співвідношення боргу до валового внутрішнього продукту.

Г) Недооцінений зв'язок між фіскальною стійкістю та фінансовою стабільністю банківського сектора. Висока чутливість стабільності в банківському секторі до поведінки спредів по боргових інструментах цілої низки країн ЄВС продемонструвала як вразливість до ризиків володіння такими інструментами, так і спроможність ринків спекулювати з приводу спроможності урядів надавати підтримку банкам, стан яких погіршується внаслідок того, що фіскальна стійкість країн, де вони функціонують, уже погіршилась. По суті, розгортання боргової та банківської кризи в ЄВС у 2010–2012 рр. продемонструвало, що ринки достатньо чітко усвідомлюють взаємозалежність між спроможністю урядів надавати фінансову допомогу банкам і готовністю банків підтримувати ліквідність боргових інструментів країн, щодо фіскальної стійкості яких з'являються сумніви саме в світлі неможливості відновити конкурентоспроможність за допомогою зміни валютного курсу і неоднозначного впливу програм економії на динаміку державного боргу в короткостроковому періоді.

Відсутність механізмів підтримання ліквідності ринків державного боргу, зокрема жорсткі інституціональні обмеження на виконання ЄЦБ ролі кредитора останньої інстанції, справили істотний вплив на розгортання кризових процесів у зоні євро. Від самого початку дизайн макроекономічної політики ЄС-ЄВС виключав принцип централізованого втручання в розв'язання фіскальних проблем країн-учасниць. Маастрихтські критерії в сукупності з чітко прописаним мандатом та високим рівнем інституційного захисту незалежно-

сті ЄЦБ розглядались як принципові інгібітори фінансової нестабільності, покликані від самого початку нейтралізувати причини, що її зумовлюють, – експансивну макроекономічну політику. Особливий наголос на тому, що централізована допомога не може надаватись для розв'язання фіскальних проблем, робився також з міркувань того, що це повинно сприйматись як стимул до фіскальної дисципліни та відповідальності. Запобігання моральному ризику в системі реалізації спільної монетарної політики виглядало більш пріоритетним і при цьому більш простим способом створення прозорих принципів макроекономічного менеджменту. Вірогідність настання боргових криз виключалась, а водночас виключались і можливі механізми врегулювання боргових проблем.

Проте насправді швидко виявилось, що дана модель макроекономічної політики не відповідає потребам врегулювання криз ліквідності, які генеруються спекуляціями щодо структурної негнучкості економіки. Також боргові проблеми в низці країн виникли не стільки внаслідок необачної фіскальної політики напередодні кризи, скільки внаслідок того, що збільшення державного боргу було спричинено реалізацією програм порятунку банківського сектора, переобтяженого поганими боргами, які утворились внаслідок кредитного буму попереднього періоду.

Іншим аспектом проблеми є взаємозв'язок спредів та кредитування останньої інстанції. До кризи швидка компресія спредів вказувала на те, що ринки явно переоцінюють відсутність суверенних ризиків, захоплені фактом нівелювання валютних ризиків. Після того як криза настала і негативні очікування щодо того, по якому каналу пристосування відбуватиметься процес макроекономічної адаптації до нових рівноважних умов, активізувались, спреди почали надмірно розширюватись з огляду на те, що погіршення ліквідності у фінансовій системі загалом, втрата ліквідності борговими паперами окремих суверенних позичальників та спекуляції щодо їх майбутньої платоспроможності почали підсилювати один одного. Відсутність кредитування останньої інстанції, на думку окремих економістів, є принциповою складовою того, чому боргова криза в окремих країнах ЄВС проходила з такою особливою гостротою [1]. Відсутність спільних євробондів, щодо яких ЄЦБ міг би виступати кредитором останньої інстанції, похитнули позиції євро як резервної валюти, що також вплинуло на погіршення ліквідності боргових ринків окремих країн, у яких слабкий ефект домашнього зміщення каталізував додаткову волатильність, інспіровану коливаннями в структурі глобальних боргових портфелів.

Так, частка зовнішнього володіння борговими паперами країн-членів зони євро за останнє десятиліття суттєво зросла [26]. Це можна пояснити нівелюванням валютного ризику та посиленням сприйняття таких паперів як взаємозамінних. Однак разом зі зростанням частки нерезидентського володіння борговими інструментами підвищується ризик гіперреакції ринків на проблеми з ліквідністю, або, іншими словами, створення спекулятивних про-

блем із ліквідністю стає простішою справою саме за значної частки зовнішнього володіння. Підтримка ліквідності лише інструментів за каналами кредитування останньої інстанції можливо тільки шляхом монетарних акцій, які порушують принцип індивідуальної відповідальності за проблеми у сфері фіскальної політики. Можна зробити попередній висновок, що спільна валюта, усуваючи валютний ризик, не гарантує зниження ставок на перманентній основі, оскільки може з'явитися ризик, пов'язаний із негативними очікуваннями щодо ліквідності ринку та заблокованістю каналів її ін'єкцій.

Однак, незважаючи на суттєву специфіку кризи в зоні євро, нагромадження державного боргу до і після кризи вказувало на те, що ЄС-ЄВС варто було розглядати як такі, що не мають імунітет від боргової нестабільності (табл. 1). Фіскальна політика в країнах зони євро загалом тривалий час демонструє контр-циклічну спрямованість з асиметричною дією автоматичних стабілізаторів. На агрегованому рівні чітко видно, що після погіршення балансу бюджету не відбулося досягнення профіциту, яке гарантувало б зниження державного боргу. Успіхи з подолання проблеми надмірних дефіцитів 1980-х – початку 1990-х не були підкріплені аналогічним суттєвим зниженням державного боргу, навіть попри те, що в низці країн вдалося знизити його майже на 20 % ВВП (Бельгія та Італія) [15]. Аналогічною проблемою є надмірна впевненість у тому, що гнучкість фіскальної політики можна розглядати як важливу складову компенсації втрачених монетарних механізмів макроекономічної стабілізації. Однак така гнучкість підтримувалась на рівні державного боргу, що загалом по зоні євро був значно вищим за маастрихтський критерій у 60 % ВВП. При цьому, якщо в періоди значних реверсів бюджетного сальдо в бік балансу до кризи рівень державного боргу реагував зменшенням, то після кризи зростання його рівня виявилось таким, що значний реверс сальдо бюджету і понад двократне зниження дефіциту з 2009 р. до 2012 р. не стабілізувало траєкторію нагромадження суверенної заборгованості. Така закономірність відображає те, з якою швидкістю примножувались державні зобов'язання і як це позначалось на зростанні відсоткового тягаря [15]. З 1996 р. до 2008 р. відсоткові виплати в країнах зони євро знижувались попри те, що функція державного боргу демонструвала незначне зростання тренду. (Аналогічні тенденції мали місце практично в усіх розвинутих країнах, засвідчуючи, що послаблення відсоткового тягаря внаслідок падіння глобальних відсоткових ставок зруйнувало мотивацію знижувати державний борг нижче за позначку в 60 %). Після 2008 р. з початком кризи зростання державного боргу змінило поведінку відсоткового тягаря. Він почав зростати, засвідчуючи підвищення суверенних ризиків та розширення спредів [12; 15; 17; 20].

Водночас, незначне зростання величини відсоткових виплат на агрегованому рівні країн-членів євросони приховує те, що ще до кризи фіскальна дивергенція заклала міну уповільненої дії в механізм забезпечення макроекономічної стабільності. Табл. 1 підкреслює, що поведінка державного боргу в так званих старих членах ЄВС є вкрай неоднорідною.

Таблиця 1

## Державний борг у зоні євро, % ВВП

	1998	2002	2004	2006	2008	2010	2012	2013
Німеччина	61,2	62,5	69,3	67,9	66,7	83,2	78,9	78,4
Франція	58,1	67,5	74,1	76	73	91,2	100,1	91,8
Італія	118,1	118,8	116,8	116,7	114,6	126,5	123,4	132,5
Іспанія	67,4	60,3	53,3	46,2	47,7	67,1	87,9	93,9
Нідерланди	70,0	60,2	61,9	54,5	64,8	70,6	81	70,2
Бельгія	118,1	108,3	98,3	91,6	92,9	100	103,1	99,4
Австрія	64,7	72,8	70,9	66,4	68,7	78,1	83	74,9
Фінляндія	53,6	49,5	51,5	45,6	40,4	57,6	59,1	53,9
Греція	107,7	119,2	113,3	113,4	115,4	142,8	153,2	175,1
Португалія	60,0	61,5	66,5	72,6	75,4	93,4	112,4	128,9
Ірландія	59,5	35,8	33,1	29	49,5	98,4	121,6	116,1
Люксембург	7,1	12,2	14	11,5	18,3	24,7	26	30

Джерело: Побудовано на основі даних ОЕСР та МВФ ([www.oecd.org](http://www.oecd.org)., [www.imf.org](http://www.imf.org)).

Як видно з даних табл. 1, практично неможливо ідентифікувати закономірність у поведінці державного боргу в розрізі згаданих країн. Можна лише побачити, що до початку глобальної фінансової кризи лише Люксембург, Ірландія, Фінляндія, Нідерланди та Іспанія виконували маастрихтський критерій у 60 % боргу до ВВП. Австрія швидше наближалась до нього, Франція та Португалія – віддалялись, Італія, Греція та Бельгія поступово реалізовували програми зниження державного боргу, а Німеччина не демонструвала чіткої тенденції, швидше засвідчуючи прихильність до стабілізаційної гнучкості. Але вже з 2008 р. ситуація швидко змінюється. Беручи до уваги відмінності в процесах реальної конвергенції, вразливість до нагромаджених фінансових дисбалансів, траєкторію державного боргу та структурну гнучкість, можна виокремити такі групи:

- група, яка постраждала від фінансового буму, що передував кризі, та в якій мала місце швидка реальна конвергенція. У цю групу входять Ірландія, Іспанія, Португалія та Греція. Перші дві проводили достатньо адекватну політику зниження державного боргу та підтримання значного профіциту бюджету, але структурний баланс у них був у негативній зоні, маскуючи за експансією ринку активів структурну вразливість. Другі дві вже були переобтяжені боргами до кризи. У кожній з цих країн саме суттєві проблеми у фінансовому секторі вплинули на швидке зростання державного боргу, за

винятком Греції, де це зумовлювалось неспроможністю втримати сальдо бюджету в належних рамках;

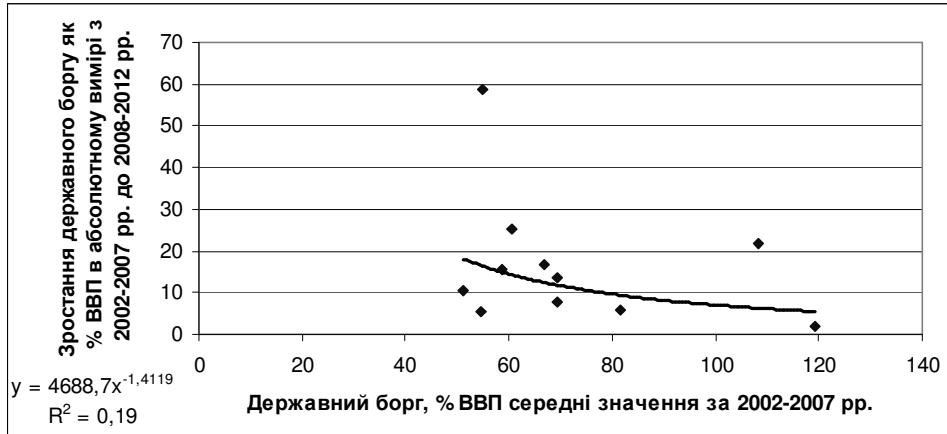
- група традиційних боржників, що складається з Італії та Бельгії. У цих країнах спостерігалось незначне зростання державного боргу внаслідок того, що він уже і так був на значному рівні. При цьому Італія від кризи постраждала значно більше, з огляду на чіткіше виражену структурну негнучкість та інституційну слабкість. Швидке нагромадження державного боргу Францією зближує її з цією групою, хоча вона не може належати до неї повною мірою;
- група структурного меркантилізму, або традиційних експортерів ЄС, до складу якої входять Німеччина, Нідерланди, Фінляндія, Австрія, де відбулось зростання державного боргу в істотних обсягах, але воно не спричинило суттєвого занепокоєння ринків, а, швидше, навпаки. Боргові папери цих країн більше розглядаються як «безпечні гавані». Специфікою групи є те, що саме її представники не зазнали зниження глобальної конкурентоспроможності, незважаючи на ознаки внутрішніх фінансових дисбалансів у Нідерландах та Фінляндії. Гнучкі, інноваційні та експортоорієнтовані економіки цих країн, хоч і постраждали від кризи, але розглядаються як такі, що можуть швидко адаптуватись до нових рівноважних умов. Частково до цієї групи можна віднести Люксембург, де державний борг подвоївся, але до і після кризи залишався на незначному рівні.

Рис. 2 переконливо доводить, що спроможність країни нагромаджувати державний борг задля реалізації фіскальною політикою стабілізаційної місії суттєво залежить від його (боргу) попереднього рівня.

Що більшою мірою показник боргу до ВВП відхиляється у вищий бік від 60 %, то меншою мірою країна спроможна підтримувати подальшу боргову експансію. Якщо ж країна її продовжує, то ризики боргової кризи стають очевидними. Такий висновок повністю збігається з теоретичними висновками про те, що оптимальна фіскальна політика повинна забезпечувати місце для маневру таким чином, щоб нові запозичення користувались довірою. Без суттєвого зниження державного боргу в Ірландії та Іспанії до 2008 р. фінансові проблеми в банківському секторі з майже двократним зростанням державного боргу в них за період 2008–2012 рр. призвели б до макрофінансового колапсу. Кожна з цих країн, особливо Іспанія, зазнала глибокої кризи ліквідності за рівня боргу до ВВП, який не спричиняв занепокоєння у випадку інших країн. Збільшення ж державного боргу з позиції вже значного його рівня підвищило вірогідність кризи. Випадок Греції демонструє, що недовіра до фіскальної політики навряд чи може бути компенсованою кредитуванням останньої інстанції, оскільки актуалізуються монетарні фактори стрибка номінальних ставок, на що П. Кругманн у своєму аналізі «грецької моделі кризи» уваги не звертає [1].

Рисунок 2

**Борговий тягар до кризи та можливості фіскального маневру після, «старі члени» зони євро без Люксембургу**



Джерело: Побудовано на основі даних ОЕСР ([www.oecd.org](http://www.oecd.org)).

Можна висловити скептицизм щодо того, що такі країни, як Греція, можуть дозволити собі кредитування останньої інстанції в моменти кризи суверенної ліквідності без швидкого підвищення номінальних ставок. Інфляційні очікування таких дій не розв'язали би проблему боргових ринків, а додали б макроекономічній політиці додаткових проблем. Кругман наводить різницю спредів Данії та Фінляндії на користь того, що суверенна монетарна політика може покращити ситуацію з борговою стійкістю в кризові моменти. Однак він не враховує інші фактори, такі як гнучкість економіки, стадія реальної конвергенції та якість інститутів. Довіра до центробанку також важлива. Тобто, проблеми зі спредами слід шукати не в спільній монетарній політиці, а в тому, що вона виявилась вразливою до боргових криз, низька вірогідність яких була ключовою домінантою її дизайну. Виступ ЄЦБ у ролі кредитора останньої інстанції змінив ситуацію, хоча і засвідчив, що монетарна політика в зоні євро повинна спиратись на механізми, за допомогою яких можна розв'язувати боргові проблеми без виходу союзних центробанків за межі однозначного трактування його мандату.



## **Спекуляції, глобальний вимір боргової нестабільності в ЄВС та фрагментація після кризи**

Іншими словами, для боргової кризи ЄВС було достатньо фіскальних підстав, і більшість з них кориниться у фіскальній фрагментації докризового періоду та відсутності стимулів до зниження боргового тягаря в умовах експансії глобальної ліквідності. Система фіскальних правил ЄВС не передбачала імперативу зниження державного боргу нижче за критерій оцінки боргової стабільності задля того, щоб у моменти шоку стабілізаційні дії користувались довірою, а необхідність фіскальної консолідації не припадала на період рецесії. Однак це не означає, що специфіка ЄВС як інтеграційного об'єднання в сукупності з іншими факторами поведінки глобальних інвесторів не вплинула на глибину кризи.

Фрагментація боргових ринків країн-учасниць підкреслила вразливість фіскальної політики до трансформації моделі оцінки суверенних ризиків позичальників, щодо яких можуть виникнути спекуляції проти структурної негнучкості. Наприклад, А. Де Сантіс зазначає, що спреди зросли навіть для країн із хорошими фундаментальними показниками боргової стійкості, а для країн, що наразились на проблему втрати глобальної конкурентоспроможності, стрибок спредів породив неспроможність нормалізувати рефінансування боргових зобов'язань. На відміну від П. Кругмана, який пов'язує драматичне підвищення спредів навіть для країн зі стриманою фіскальною політикою з відсутністю механізму кредитування останньої інстанції [1], Де Сантіс виділяє три ключових детермінанти формування дохідності за суверенними борговими інструментами: агрегований ризик (монетарна політика, глобальна невизначеність, ставлення до ризику); специфічний країнний ризик (вірогідність настання дефолту, характер фінансування дефіцитів, стан ліквідності боргових ринків); ризик фінансової інфекції. Він стверджує, що поділ на «тихі гавані», «країни Півдня» та «решту» багато в чому спирався на ступінь довіри до фіскальної політики, який є наслідком більш комплексної оцінки пристосування економіки до шоку, аніж винятково аналізу поточного рівня державного боргу. При цьому, ставлення до ризику, невизначеність та фінансова інфекція є не менш важливими факторами дивергенції боргових ринків та подальшої дестабілізації ЄВС.

Спекулятивний момент та взаємне підсилення боргової та банківської кризи суттєво вплинули на перебіг макрофінансової дестабілізації зони євро. Незважаючи на те, що фіскальних підстав для цього також було достатньо, проблема довіри до євро як до резервної валюти чи валюти, у якій денонуються резервні активи, також далася взнаки. Табл. 2 дає змогу побачити, що зростання частки євро в глобальних валютних резервах тривало до

2009 р., після чого почало знижуватись. Попри те, що частка долара США також не повернулась на попередній рівень, частка «інших валют» майже подвоїлась, порівняно з докризовим періодом.

Таблиця 2

**Валютна структура глобальних валютних резервів, %**

	2001	2003	2005	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Долар США	71,5	65,9	66,9	64,1	64,1	62,0	61,8	62,2	61,3	61,2
Японська єна	5,0	3,9	3,6	2,9	3,1	2,9	3,7	3,5	4,1	3,9
Фунт стерлінгів	2,7	2,8	3,6	4,7	4,0	4,2	3,9	3,8	4,0	4,0
Євро	19,2	25,2	24,1	26,3	26,4	27,7	26,0	25,0	24,2	24,4
Інші валюти	1,3	2,0	1,7	1,8	2,2	3,0	4,4	5,3	6,3	6,4

Джерело: IMF Annual Report. Appendix I. – IMF: Wash. (D.C.), 2014. – Р. 3.

Наведені в табл. 2 дані наразі не вказують на глибокі структурні зміни у сфері глобальних монетарних взаємин. Але вони не можуть не віддзеркалювати того, що конкуренція на ринку резервних валют підвищується. Фіскальний фактор такої конкуренції стає тим більше визначальним, чим більшою мірою ліквідність боргових інструментів може підтримуватись за рівня боргу, який значно перевищує той, що асоціюється з борговою стабільністю. Невипадково, що зміни в політиці ЄЦБ у 2012 р. стосовно пропозиції євроліквідності шляхом здійснення операцій аутрайт на боргових ринках окремих країн суттєво послабили спекулятивний тиск. У сукупності з реформами фіскальної політики в ЄС-ЄВС та поглибленням розуміння необхідності просування шляхом формування фіскального та банківського союзу більш гнучка політика ЄЦБ посилила макрофінансову стабільність. Проте послаблення напруги у сфері євроліквідності не мало б такого глибокого впливу, якби не супроводжувалося програмами економії та інституційними реформами Пакту про Стабільність і Зростання, засвідчуючи, що дестабілізація ЄВС зумовлювалась як фіскальним фактором самим по собі, так і тим, що асиметрична боргова вразливість країн-членів зони монетарної інтеграції несумісна з позиціями євро як глобальної резервної валюти.

Посткризова фіскальна фрагментація зони євро створює низку складнощів:

- асиметрична обмеженість доступу суверенних позичальників до фінансування виникла саме тоді, коли потреби в ньому для усунення передумов для десинхронізації циклів за допомогою бюдже-

тних видатків виявились найвищими. Причому ця проблема є більш складною у світлі того, що фрагментація трансформується. Вона виникла за критерієм «Португалія – Ірландія – Греція – Іспанія» (від англ. – PIGS – «свині») та інші. Переросла у «Греція – Італія – Португалія – Іспанія» (від англ. – GIPSI – «цигани») та інші. Тобто, перша посткризова фаза фрагментації припала на країни, охоплені значними фінансовими дисбалансами, які переросли в бюджетні проблеми, тоді як друга відобразила неспроможність країн Півдня здійснити необхідні структурні реформи. А в подальшому фрагментація охопила й решту країн ЄВС, у процесі якої вийшли на передній план критерій рівня нагромадженого боргу та критерій оцінки перспектив економічного зростання на основі забезпечення конкурентоспроможності;

- асиметрії із запровадженням фіскальної консолідації та асиметрична непослідовність із її впровадження консервує поточну фрагментацію та посилює залежність стабільного функціонування євро від спекуляцій, чутливих до політичних інтерпретацій готовності тієї чи іншої країни нести тягар пристосування до нових рівноважних умов. Це означає, що як курс долар-євро, так і спреди будуть ще тривалий час зберігати чутливість до сигналів позаекономічного походження;
- відновлення конкурентоспроможності як більш довгострокова стратегія потребуватиме нарощування інвестицій в інноваційні сектори та людський капітал, внаслідок чого країни з кращим доступом до фінансування зможуть дозволити більш гнучку бюджетну політику, тим самим створюючи передумови для економічного зростання на майбутнє. Фрагментація ускладнюватиме ситуацію щодо синхронізованого забезпечення глобальної конкурентоспроможності, тим самим закладаючи передумови для циклічної дивергенції на майбутнє;
- фрагментація порушує ефективність функціонування спільного для всіх країн-членів механізму монетарної трансмісії та спроможність різних груп країн забезпечувати корекцію дефіциту. Більш м'яка політика ЄЦБ щодо згладжування розходження в спредах може потребувати переходу на систематичну основу, тим самим порушуючи визначальні принципи монетарної політики в зоні євро, зазначені в Статуті ЄЦБ та в Маастрихтському договорі. Для нейтралізації спекуляцій пом'якшення політики підтримки ліквідності боргових ринків з боку ЄЦБ є позитивним, але з міркувань створення стимулів до реформ завдяки більш жорстким бюджетним обмеженням зтяжна боротьба із спекуляціями може закінчитись втратою розмежування між індивідуальною суверенною платоспроможністю та союзною монетарною нестабільністю;

- внаслідок фіскальної фрагментації спостерігатиметься асиметричне вичерпання фіскального простору та розходження в можливостях відреагувати на майбутній макрофінансовий шок. Як індивідуальні, так і колективні шоки будуть краще долати країни з нижчим рівнем державного боргу. Вони зможуть здійснити нові запозичення, що користуватимуться довірою, а інші або потребуватимуть зміни умов членства в ЄВС, або зміни модальності монетарної політики ЄЦБ. Іншими словами, завдяки фрагментації спроможності збільшувати державний борг у разі потреби ЄВС стикнеться з проблемою переростання затяжного шоку в передумову перерозподільчих конфліктів. Це може викликати до життя небажані політичні тертя та спекуляції проти країн, боргові ринки яких будуть «слабкими місцями»;
- оскільки під час боргової кризи 2009–2012 рр. фрагментація супроводжувалася спекуляціями проти структурної негнучкості окремих країн (їхньої гіпотетичної неспроможності здійснити реформи задля відновлення конкурентоспроможності так, щоб мінімізувати суспільні втрати від реформ за даного рівня нагромадження боргу та величини спредів), у подальшому вона може заохотити спекуляції проти неспроможності послідовно втілювати реформи у сфері забезпечення структурної гнучкості;
- фрагментація боргових ринків ЄВС залишається ключовою передумовою неспроможності євро зайняти більш вагомі позиції в системі глобальних монетарних взаємин. Більш ризикові ринки будуть витіснені з поля зору інтересів медіанних глобальних інвесторів і приваблювати винятково тих, хто спеціалізується на високоризикових операціях. Також не виключені ситуації з мотивацією окремих країн «торгувати голосом» у структурах ЄС-НАТО в обмін на більш лояльну схему рефінансування. Менш ризикові ринки будуть цікавити репрезентативного глобального інвестора, але демандери зі значними ресурсами можуть виявитись недостатньо вмотивованими низькою дохідністю боргових інструментів країн-«тихих гаваней». Можливе виникнення циклу переключення з більш ризикових інструментів на інструменти «тихих гаваней» і навпаки під впливом глобально-центричних шоків, або змін в інвестиційній стратегії глобально значущих гравців. Тобто, фрагментація боргових ринків в ЄВС привносить додаткову волатильність у потоки капіталів та послаблює глобальні перспективи євро;
- значні розбіжності в борговій ситуації та в її оцінці ринками в розрізі країн ЄВС погіршуватимуть стартові умови пошуку консенсусу для трансформації механізму макроекономічної політики в зоні євро. Реформи 2011–2012 рр. засвідчили брак радикальності саме тому, що найбільш обтяжені боргом країни були неспроможні дотримувати жорстких вимог щодо обмежень на первинні дефіцити, при тому, що

до запровадження євро вони були більш лояльні щодо рестриктивних маастрихтських критеріїв. Це означає, що дизайн макрополітики в ЄВС є вкрай чутливим до політичного консенсусу, який формується під впливом поточних обставин. Кроки, які необхідно здійснити для більш повноцінного функціонування валютного союзу в Європі, мають вигляд непослідовних саме тому, що фіскальна фрагментація поглиблює асиметричність у розподілі тягаря забезпечення макрофінансової стабільності. Причому така асиметричність посилюється в розрізі двох напрямів: а) країни, що відмінно обтяжені державним боргом, нестимуть важчий тягар-членства у валютному союзі; б) країни, що перебувають на ранніх стадіях реальної конвергенції, але мають нижчий рівень боргу, можуть опинитись у ситуації, коли вони субсидують більш заможні країни з вищим рівнем боргового навантаження. В обох випадках це створює боргові передумови політичної вразливості ЄВС і тим самим обмежує спроможність ЄЦБ краще позиціонувати євро в глобальних монетарних процесах.

### **Висновки**

Аналіз процесів фіскальної фрагментації в зоні євро дає змогу побачити слід еволюційної генетики, тобто ще до запровадження спільної валюти країни-члени ЄВС були достатньо відмінними з точки зору обтяженості державним боргом. Сам факт функціонування спільної валюти не можна вважати причиною дивергенції ЄВС. Боргова криза виникла на підґрунті поєднання викривлених стимулів до зниження державного боргу в середовищі експансії глобальної ліквідності зі слабким інституційним механізмом фіскальних правил та фіскальною реакцією на наслідки фінансових дисбалансів. Переростання глобальної фінансової кризи в кризу суверенного боргу в ЄВС супроводжувалось різкою фіскальною фрагментацією саме з міркувань того, наскільки країни-учасниці зазнали тиску з боку нагромаджених фінансових дисбалансів. У подальшому фрагментація посилилась завдяки виникненню нового феномену – спекуляції проти структурної негнучкості, яка послабила поділ на країни, що були вражені дисбалансами, і країни, що не були, і підсилила паттерн дивергенції, рисою якого є нагромаджений борг та спроможність забезпечити фіскальну консолідацію, що користується довірою. Втручання ЄЦБ у спекуляції проти боргових інструментів країн півдня пом'якшило ситуацію. Однак фіскальна фрагментація залишається суттєвим гальмом довгострокової стабілізації ЄВС, що несумісна з роллю євро як резервної валюти. Основним ризиком є посилення циклічної асинхронності внаслідок асиметричного доступу до фінансування, суттєвих відмінностей у сфері довіри до заходів фіскальної консолідації, появи перерозподільчих конфліктів через неспроможність реагувати на нові шоки за допомогою збільшення державного боргу.

## Література

1. Krugman P. Currency Regimes, Capital Flows, and Crises // Paper (Mundell-Fleming Lecture) Presented at the 14<sup>th</sup> Jacques Polak Annual Research Conference Hosted by the IMF, Wash. (D. C.), Nov. 7–8, 2013. – P. 1–35.
2. Obstfeld M., Peri G. Regional Non-Adjustment and Fiscal Policy // Economic Policy. – 1998. – № 26. – P. 205–259.
3. Posen A. The Euro at Five: Ready for a Global Role? [Електронний ресурс] // Institute for International Economics Conference Paper. – 2005. – Режим доступу : [www.iie.com](http://www.iie.com).
4. Pisani-Ferry J., Posen A. The Euro at Ten: The Next Global Currency? [Електронний ресурс] // Institute for International Economics Conference Paper. – 2009. – Режим доступу : [www.iie.com](http://www.iie.com).
5. The Euro at Ten: Performance and Challenges for the Next Decade. – Goldman Sachs European Economic Group. 2008. – 141 p.
6. Mongelli F. The Transformational Impact Of EMU and the Global Financial Crisis // Center for European Policy Studies Policy Brief. – 2010. – № 228. – 9 p.
7. Smaghi Bini L. The Financial and Fiscal Crisis: A Euro Area Perspective [Електронний ресурс] // ECB Speeches. – 2010. – Режим доступу : [www.ecb.int](http://www.ecb.int).
8. Hume M., Sentence A. The Global Credit Boom: Challenges for Macroeconomics and Policy // External MPC Unit Discussion Paper. – 2009. – № 27. – P. 1–60.
9. Lane Ph. International Financial Integration and the External Positions of Euro Area Countries // OECD Economics Department Working Paper. – 2010. – № 830. – P. 1–16.
10. Barnes S., Lawson J., Radziwill A. Current Account Imbalances in the Euro Area: A Comparative Perspective // OECD Economics Department Working Paper. – 2010. – № 826. – P. 1–18.
11. Barbosa J. R., Alves R. H. Divergent Competitiveness in the Eurozone and the Optimum Currency Area Theory // Faculdade de Economia Universidade do Porto Working Papers. – 2011. – № 436. – P. 1–32.
12. Davlas Z., Pisani-Ferry J., Sapir A. A Comprehensive Approach to the Euro-Area Debt Crisis // Bruegel Policy Brief. – 2011. – Feb. – № 2. – P. 1–8.
13. Alberola E., Molina L., Rio del P. Boom, Imbalances and Bust in Europe. Lessons for Shaping a More Stable Monetary Union // Banco de Espana. – 2011. – P. 1–19.

14. Козюк В. Теоретичний вимір макрофінансових ризиків дивергенції євро зони // Економічна теорія. – 2011. – № 3. – С. 59–72.
15. Козюк В. В. Еволюція інституціональної моделі фіскальних правил ЄВС // Журнал європейської економіки. – 2013. – Т. 12, № 2. – С. 131–164.
16. Козюк В. В. Фіскальний вимір теорії оптимальних валютних зон в світлі дивергенції ЄВС // Економічна теорія. – 2014. – № 3. – С. 82–98.
17. 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.
18. Козюк В. В. Теорія оптимальних валютних зон у світлі глобальної фінансової кризи і ризиків дивергенції ЄВС // Економічна теорія. – 2012. – № 4. – С. 56–71.
19. Pisani-Ferry J. The Known Unknowns and Unknown Unknowns of EMU // Bruegel Policy Contribution. – 2012/18. – P. 1–10.
20. Davras Z. The Euro Crisis: Ten Roots, But Fewer Solutions // Bruegel Policy Contribution. – 2012/18. – P. 1–14.
21. Buiters W., Corsetti G., Roubini N. Maastricht's Fiscal Rules // Economic Policy. – 1993. – Vol. 8. – № 1. – P. 60–75.
22. Mongelli F. «New» Views on the Optimum Currency Area Theory: What Is EMU Telling Us! // ECB Working Paper. – 2002. – № 138. – P. 5–51.
23. Dorrucchi E., Firpo S. European Integration: What Lessons for Other Regions? The Case of Latin America // ECB Working Paper. – 2002. – № 185. – P. 5–50.
24. de Bandt O., Mongelli F. Convergence of Fiscal Policies in the Euro Area // ECB Working Paper. – 2000. – № 20. – P. 5–28.
25. Mongelli F. P. The Mutating Euro Area Crisis. Is the Balance Between «Sceptics» and «Advocates» Shifting? // ECB Occasional Paper. – 2013. – № 144. – P. 1–41.
26. Rother Ph., Schuknecht L., Starl J. The Benefits of Fiscal Consolidation in Uncharted Waters // ECB Working Paper. – 2010. – № 121. – P. 1–38.
27. De Santis R. The Euro Area Sovereign Debt Crisis: Save Havens, Credit Rating Agencies and the Spread of the Fever from Greece, Ireland and Portugal // ECB Working Paper. – 2012. – № 1419. – P. 1–61.