



Міжнародна економіка

Віктор КОЗЮК

**ГЛИБИНА КОРЕКЦІЇ
ФІНАНСОВИХ ДИСБАЛАНСІВ У ЗОНІ ЄВРО
ТА ПРОБЛЕМА ВІДНОВЛЕННЯ ЗРОСТАННЯ**

Резюме

Зазначено, що корекція дисбалансів в ЄВС викликала жваві дискусії з приводу оптимальної політики подолання ризику дивергенції та відновлення конкурентоспроможності. Вказано, що зосередженість на платіжному балансі вписується в рамки одночасного розв'язання проблеми зовнішньої нерівноваги, впливу капіталів, відновлення зростання та запобігання різноспрямованості траєкторій реальних ефективних курсів. Наголошено, що подолання наслідків кризи потребує більш широкої ув'язки процесів відновлення зростання з індикаторами корекції дисбалансів. Аргументовано, що теоретично темп зростання опісля кризи повинен кореспондувати зі змінними, які засвідчують таку корекцію. На основі регресійного аналізу показано, що така гіпотеза підтверджується частково. Зауважено, що зростання швидше відновлюється там, де має місце суттєвіша корекція платіжного балансу та кредитного ринку, а корекція на ринку нерухомості не є настільки вагомою. Уточнено, що корекція реальних наявних доходів швидше деструктивно впливає на відновлення зростання. Констатовано, що це не означає, що внутрішня девальвація не повинна бути застосована як опція в процесі макроекономічного пристосування. Вказано, що вона повинна супроводжуватись розчищенням кредитного ринку. Акцентовано, що фіскальний простір має критичне значення,

© Віктор Козюк, 2017.

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

оскільки від нього буде залежати те, наскільки користуватиметься довірою фіскальна політика, спрямована на пом'якшення тягаря нагромаджених боргів у секторі домогосподарств. Обґрунтовано, що з точки зору макроекономічного дизайну інтеграційної зони реакція на фінансовий цикл є принципово важливим елементом макрофінансового менеджменту валютного союзу.

Ключові слова

ЄВС, фінансові дисбаланси, відновлення зростання, кредитний ринок, поточний рахунок, ринок нерухомості, реальні доходи, внутрішня девальвація.

Класифікація за JEL: F32, F41, F45.

Вступ

Відносно успішне перше десятиліття функціонування зони євро та подальші за глобальною фінансовою кризою глибокі макрофінансові шоки продовжують породжувати питання про те, як при цілком «правильній» монетарній політиці виникла ситуація загрози цілісності валютного союзу та його життєздатності. Звернення до теорії оптимальних валютних зон при пошуку відповіді часто демонструють скептичне бачення наслідків домінування політичних ініціатив у сфері монетарної інтеграції над «тверезою» оцінкою наслідків членства гетерогенних економік. Дисбаланси – ключове слово в цьому контексті – не менш часто розглядаються як наслідок невідповідності Європейського валютного союзу критеріям оптимальності валютної зони. Вони засвідчили ризики дивергенції зони євро. Не заперечуючи фундаментальності проблеми дивергенції, пошук відповіді на питання про причини, наслідки та сценарії корекції дисбалансів далеко не завжди межує з вироком спільній європейській валюті. А якщо так, то корекція дисбалансів стає принциповою складовою порядку денного радикальних реформ в Європейському Союзі взагалі та в зоні євро зокрема.

Макроекономіка валютного союзу, втім, не допускає, що у випадку, коли дисбаланси вже виникли, їх корекція відбуватиметься без неоднозначних політико-економічних втрат, масштаби яких в окремих випадках можуть сягати масштабу вигод від подальшого членства. Це робить питання корекції

дисбалансів вкрай політично чутливим. Однак найбільшою проблемою є те, що варіанти мікс-політики задля корекції дисбалансів допускають різнопланове читання, завдяки чому існування тонкої межі між потенційно правильними і вірогідно неправильними кроками посилює градус дебатів з приводу того, в який спосіб повинні бути проведені реформи на рівні окремих країн та на рівні ЄС-ЄВС. Складність цього питання також зумовлюється тим, що відсутність теоретичного консенсусу з приводу причин розкручування спіралі внутрішньо європейських дисбалансів породжує передумови браку одностайності в розумінні того, який спосіб корекції буде оптимальний. Тлумачення самих дисбалансів та їх релевантність випадку асиметричного валютного союзу є вагомим складовою проблемою однобокого погляду на макроекономічні процеси в зоні монетарної інтеграції. Зведення питання дисбалансів виключно до нерівноваги поточного рахунка з відповідними дискусіями про роль фіскальної девальвації в процесі корекції може бути вкрай чутливим у політичному та соціальному сенсі, тоді як зосередження виключно на питаннях бульбашки на ринку нерухомості в країнах, що перебувають на наздоганяючій стадії реальної конвергенції, нехтує очевидною проблемою недооцінки кризи платіжного балансу у валютному союзі. Якість інститутів та імперфекції фінансових ринків можуть випасти за межі погляду на процес корекції як такий, що забезпечується виключно на стороні попиту. Цілісного погляду на проблему наслідків корекції одразу платіжних та фінансових дисбалансів наразі бракує. Так само бракує оцінок того, як глибина корекції дисбалансів у розрізі їх видів позначилась на відновленні зростання, що дало би можливість оцінити той напрямок економічної політики, який найбільш толерантний для цього.

Теоретично і більш швидке й масштабне «розчищення» кредитного ринку та ринку нерухомості, і більш швидке відновлення платіжної рівноваги мали би позитивно позначатись на швидкості відновлення та стабільності посткризового зростання. Підтвердження цієї гіпотези дасть змогу краще зрозуміти вибір оптимальної політики, особливо в ситуації, коли видова відмінність дисбалансів передбачатиме застосування взаємовиключних інструментів. Це також дасть змогу краще апелювати щодо пом'якшення наявних політико-інституціональних обмежень, завдяки яким теоретично оптимальна швидкість процесу корекції може не бути досягнутою в розрізі країн, що загрожує дивергенцією валютного союзу. Дослідження питань зв'язку між масштабами корекції дисбалансів у зоні євро та відновленням зростання є особливо актуальним, особливо якщо взяти до уваги тривалий час підтримання в Україні фіксованого курсу і нагромадження диспропорцій, які за змістом мало чим відрізняються від тих, що мали місце в найбільш радикальних випадках Європейського Півдня.

Дисбаланси в зоні євро та питання їх корекції: теоретичні дискусії та попередні емпіричні свідчення

Поштовх до аналізу проблеми фінансових дисбалансів синхронізується з посиленням інтересу до макрофінансового підходу, в рамках якого робиться принциповий акцент на ряді моментів:

- низька інфляція не є запобіжником фінансової нестабільності;
- низькі процентні ставки не гарантують економічне зростання на основі акселерації інвестицій;
- падіння реальних процентних ставок заохочує підвищення схильності до ризику з боку фінансових посередників;
- шоки продуктивності та глобальна інтеграція породжують позитивний дефляційний шок, пристосування до якого на основі намагання підтримати певний позитивний рівень інфляції призводить до експансії ліквідності;
- кредитний цикл і бум на ринку нерухомості як прояв внутрішніх фінансових дисбалансів швидко трансформуються в погіршення поточного рахунка, чим забезпечують виникнення зовнішніх (платіжних) дисбалансів [1; 2; 3; 4].

Незважаючи на те, що окремі країни зони євро опинились в емпіричному полі такого підходу, аналіз ЄВС на предмет внутрішньоєвропейських дисбалансів синхронізувався в часі з першими наслідками глобальної фінансової кризи, кризою ліквідності, реверсами в потоках капіталів у зоні євро з її подальшою фінансовою фрагментацією.

Втім, очевидна дивергенція не заперечила стосовно відмінності в підходах, які пояснюють природу дисбалансів. Паралельно з дискусіями про дисбаланси намітилась очевидна тенденція до звуження предметної сфери аналізу, а саме до платіжних дисбалансів. Можна виділити декілька підходів до пояснення дисбалансів:

- дизфункції валютного союзу [5]. Єдині процентні ставки призводять до глибоких розбіжностей у траєкторіях доходу в країнах, що не складають оптимальну валютну зону. Асиметричні буми та рецесії є прямим наслідком завищених ставок для одних і занижених – для інших. Відсутність корекції валютного курсу означає зняття обмежень платіжного балансу, внаслідок чого поточні рахунки повинні

зазнати дивергенції в розрізі країн з відмінними циклічними позиціями. Можна стверджувати, що це класичний аргумент проти валютних союзів, який доповнюється проблемою відсутності кредитування останньої інстанції;

- «погана конвергенція» [6]. Розкручування спіралі дисбалансів ув'язується з проблемою реальної конвергенції в асиметричному валютному союзі. Зниження процентних ставок і нівелювання валютного ризику призвело до буму споживання та експансії кредиту в сукупності з інфляцією цін активів у країнах з нижчим ВВП на душу населення, чим спростувало вигоди від низьких ставок;
- дивергенція реальних ефективних валютних курсів та розходження тренда витрат праці на одиницю ВВП [7; 8]. У випадку різноспрямованого руху витрат на робочу силу одні країни стикаються з прискоренням інфляції (ефект Баласи–Самуельсона), а інші – з її падінням, завдяки чому розбіжність у поведінці реальних ефективних курсів призводить до того, що в зоні спільної валюти поточні рахунки починають рухатись у протилежних напрямках. Роль економічної політики тут неможливо знехтувати, внаслідок чого за відсутності наднаціональних механізмів корекції опортуністичної політики відповідальність за дисбаланси також повинна перекидатись на національні уряди, а не на дизфункції валютного союзу [9; 10; 11];
- платіжні дисбаланси виступили відображенням руху потоків капіталу за вектором «Північ–Південь» і в локальному вимірі відтворили проблему глобальної економіки з обмеженою курсовою гнучкістю [12; 13; 14]. Ранні погляди на вигоди від валютного союзу вказували на те, що у ньому неможливі кризи платіжного балансу. Однак у випадку зони євро платіжні дефіцити на «Півдні» швидко переросли у втечу капіталу на «Північ», чим засвідчили, що кризи типу «раптова зупинка» можливі навіть у межах простору монетарної інтеграції. Теоретично даний тип криз вважався неможливим у валютному союзі, де фінансовий сектор «застрахований» від ризику зміни валютного курсу. Однак зупинка припливу капіталу та його відплив виявилися причиною обвалу фінансового сектору. Більше того, мало місце три фази розгортання кризи типу «раптова зупинка» в зоні євро [15]. З огляду на це факт екзогенних потоків капіталу не може бути знехтуваний при розгляді проблеми дисбалансів. З іншого боку, можливість підтримання більших нерівноважних позицій є вигодною від членства у валютному союзі. Потоки капіталу переймають на себе частину зовнішнього пристосування, а тому дисбаланси можна вважати рівноважними [16]. Однак у випадку зони євро фактор фінансової інтеграції відіграв виключно початкову роль у посиленні розбіжностей у поведінці платіжних позицій, після чого національні драйвери стали більш вагомими [17]. З іншого

боку, посилення дисбалансів у зоні євро синхронізується в часі з експансією глобальної ліквідності, що датується 2002 р. [18]. В чистому вигляді це означає, що дизфункції валютного союзу, якщо вони справді мали місце, слід розглядати у більш широкому контексті;

- відсутність запобіжників фінансовим циклам та брак адекватного макроекономічного менеджменту. В рамках даного погляду на проблему акцентується, що дисбаланси в зоні євро розвинулись на підґрунті переоцінки ефективності ключових елементів дизайну макроекономічної моделі ЄВС, а саме ринкової дисципліни, номінальних обмежень у вигляді критеріїв конвергенції, фіскальних правил Пакту про стабільність і зростання. В умовах експансії ліквідності національні фінансові системи та національні макрополітики виявились неспроможними до нейтралізації висхідної хвилі фінансового циклу, а на союзному рівні відповідних регуляторів не існувало. Це стало причиною того, чому дисбаланси не просто розвинулись, а розвинулись асиметрично і стали чутливими до опортуністичної поведінки окремих країн у сфері економічної політики [10; 11; 19];
- переоцінка вигод від членства в інтеграційній зоні у країнах, що перебувають на нижчих щаблях реальної конвергенції, внаслідок чого тренд заробітної плати, відсутність корекції поточних рахунків у відповідь на експансію попиту уможливили раціональний вибір на користь вищого рівня лівереджу [20; 21]. В рамках даного підходу акцентується на тому, що нагромадження дисбалансів є не дизфункцією валютного союзу, а поєднанням відсутності адекватних макрорегуляторів на наднаціональному рівні, опортуністичної економічної політики у сфері заробітної плати в окремих країнах, неадекватним сприйняттям макрофінансових ризиків низьких процентних ставок. Низькі ставки в сукупності з очікуваною зростаючою траєкторією доходів як оптимальною породили фінансову бульбашку та її супровідник у вигляді платіжних дефіцитів тощо.

Боргова криза, що виникла як реакція на банківські кризи та обвал цін на ринку нерухомості, дещо відсунула на задній план питання корекції внутрішніх фінансових дисбалансів. Принаймні з аналізу літератури виглядає так, наче падіння цін активів разом з програмами підтримки банківського сектору вже справили позитивний вплив на «розчищення» ринків, завдяки чому найбільш гострим питанням є подолання проблеми відпливу капіталів з країн «Півдня» разом із підвищенням довіри до підвищувальної боргової траєкторії. Саме в цьому контексті дискусії про корекцію платіжних дисбалансів виходять на передній план, оскільки передбачається, що досягнення рівноваги платіжного балансу є передумовою для усунення відпливу капіталів, відновлення конкурентоспроможності та зростання. Останні також розглядаються як ключові детермінанти довіри до фіскальної політики. При цьому макро-

економіка валютного союзу передбачає, що існує достатньо обмежений набір інструментів корекції платіжних дисбалансів, які в умовах відсутності валютного курсу, по суті, еквівалентні відновленню конкурентоспроможності. Країна може обрати: фіскальну девальвацію (зниження внутрішніх цін та заробітних плат у сукупності з відповідною корекцією непрямих податків); зниження видатків і досягнення суттєвого первинного профіциту, який би став основою для стиснення попиту з метою відновлення платіжної рівноваги; стимулювання експорту за рахунок фіскальних чи структурних інструментів. Цінові та нецінові інструменти корекції зовнішніх дисбалансів у зоні євро однаково передбачають необхідність проведення структурних реформ [22; 23].

З позиції емпіричного аналізу в літературі зазначається відсутність стандартного набору варіантів мікс-політики, реалізованого в країнах-членах зони євро. В ряді праць констатується, що фіскальний фактор стиснення попиту є достатньо дієвим. З іншого боку, нецінові заходи структурного характеру також дають хороший результат, особливо у випадку, коли експорт націлюється на сприятливі глобальні імпульси попиту [23; 24]. Попри те, що це не вирішує проблему зниження варіації платіжних позицій у зоні євро в цілому, орієнтація на глобальний попит дає змогу швидше адаптуватись до нових рівноважних умов, навіть якщо це змінює структуру внутрішньоевропейської торгівлі [24]. Водночас цінові заходи внутрішньої девальвації та програми економії можуть мати негативні кейнсіанські ефекти попиту. В ситуації стрибка рівня державного боргу та делівереджингу у приватному секторі стиснення внутрішнього попиту дає змогу корегувати платіжний дисбаланс при збереженні сумнівів у стійкості обраної фіскальної траєкторії. Іншими словами, величина боргового тягаря суттєво викривлює макроекономічну корекцію, тим самим ускладнюючи процес виходу зі смуги платіжних дефіцитів [22]. Який з факторів є визначальним у процесі корекції дисбалансів на основі стимулювання експорту, також залишається дискусійним. Це пов'язано з тим, що внутрішня девальвація має одразу прямий вплив на зниження внутрішніх цін, що позитивно позначається на конкурентоспроможності, та на стиснення попиту на імпорт. Підвищення гнучкості економіки завдяки структурним реформами також позитивно позначається на відновленні конкурентоспроможності, що особливо помітно на прикладі Ірландії, країн Балтії та Іспанії. У той же час жорсткіші бюджетні обмеження уряду позначились на обмежених позитивних змінах в Італії та Португалії. Водночас у Греції затримка зі структурними змінами позначилась на посиленні бюджетних обмежень у масштабах, у рамках яких програми економії почали ставити під сумнів можливість відновлення економіки, зокрема за рахунок потужного соціального опору навіть тим змінам, які є необхідними та очевидними [22]. З іншого боку, порівняння процесів корекції в «старих» і «нових» членах зони євро дає можливість зміни ракурсу інтерпретації проблеми швидкості процесу виходу зі смуги дисбалансів. Відсутність очікувань допомоги з боку союзних органів є прямим фактором глибини та швидкості корекції дисбалансів [25]. Це означає, що політико-економічний фактор важливий, а дизайн макроекономічного

менеджменту в ЄВС не позбавлений вразливості до морального ризику в поведінці окремих акторів.

Запровадження нового підходу до макроекономічного менеджменту в ЄВС (так звана процедура оцінки макроекономічних дисбалансів) відобразила відхід від ув'язки макроекономічної стабільності в зоні євро з маастрихтськими критеріями. Втім, зосередженість на платіжній рівновазі (нові вимоги до платіжної системи ТАРГЕТ II) та конкурентоспроможності певною мірою залишають поза увагою проблему цілісного погляду на дисбаланси в такому вигляді, якою вона була поставлена.

Враховуючи достатньо добре вивчене питання корекції платіжних дисбалансів у зоні євро, важливим залишається з'ясування моментів, які стосуються результатів корекції дисбалансів. При цьому погляд на дисбаланси не повинен зводитись виключно до поточного рахунка. Останній відображає тільки один з аспектів дивергенції ЄВС, а тому повинен бути доповнений корекцією на кредитному ринку, ринку нерухомості та змінами в доходах домогосподарств, беручи до уваги те, що тренд останніх до кризи і в окремих країнах під час неї визначався опортуністичними міркуваннями та політичним бізнес-циклом. Можна припустити, що масштаб корекції (різниця між значеннями відповідних показників до кризи і після) повинен кореспондувати зі швидкістю відновлення економіки, інакше дисбаланси докризового періоду мали би бути нейтральними щодо сили стресу або ж зміни в політиці не адресовані зростанню належним чином, а тому немає сенсу вдаватись до болісних процедур макрофінансового оздоровлення. Метою статті є тестування гіпотези щодо зв'язку між масштабами корекції та відновленням економіки й продовження дискусії про канали макроекономічної адаптації у валютному союзі.

Дисбаланси та дивергенція

В літературі питання ув'язки між зовнішніми та внутрішніми дисбалансами має декілька вимірів і, що цікаво, країни зони євро не є виключним прикладом цього. Саме особливості валютного союзу роблять такі країни непересічним випадком. Найчастіше за все ув'язка між внутрішніми та зовнішніми дисбалансами в зоні євро спирається на ідею про роль єдиних процентних ставок у генеруванні передумов для розходження траєкторій реальних ефективних курсів. Саме з ними пов'язуються відмінності в темпах внутрішньої інфляції, брак синхронності ділових циклів і, відповідно, розходження кон'юнктури фінансових ринків та у траєкторіях платіжних позицій. Водночас масштаби експансії ліквідності, амплітуда фінансового циклу і дивергенція поточних рахунків вказують на те, що стандартна критика валютного союзу щодо ролі уніфікованих процентних ставок у поглибленні циклічного розхо-

дження навряд чи актуальна. Так, ще до початку глобальної фінансової кризи сформувався підхід, у рамках якого доводиться, що між внутрішніми та зовнішніми дисбалансами існує більш складний структурний зв'язок і він має макрофінансову природу. Чутливість фінансового сектору до змін у глобальній ліквідності позначається на швидкій мультиплікації одиниць платоспроможності. Експансія кредиту на пряму збільшує попит на імпорт, а також збільшує його через ефект багатства внаслідок зростання вартості активів. Країни, які перебувають на фазі експансії ринку активів, зазнають масштабного припливу капіталів. Це ще більше розігріває споживання та інвестиції, поглиблюючи дефіцит поточного рахунка. При цьому валові потоки капіталу генерують зростаючу амплітуду фінансового циклу безвідносно до поточного рахунка платіжного балансу, чим відривають фінансову стабільність від чистих потоків та корекції поточного рахунка за рахунок цінових факторів (зміна валютного курсу) [2; 13; 14; 24].

І у випадку з платіжними позиціями, і у випадку з експансією кредиту та інфляцією цін активів простежується структурний зв'язок, який не може бути зведений виключно до одного з факторів, що відзначаються в теоретичних дискусіях щодо дисбалансів у зоні євро. Раціональні очікування зростання добробуту від участі у валютному союзі створюють передумови для акцептабельності вищого рівня лівереджу (такий вищий рівень сприймається як рівноважний у світлі очікуваної висхідної траєкторії доходів), а експансія ліквідності, низькі ставки та конкуренція у фінансовому секторі уможливають задоволення попиту на кредит. Розігрів ринку активів робить цей зв'язок двостороннім. А політика підвищення доходів його посилює, зокрема через підвищення відповідних очікувань. Відсутність необхідності корекції платіжного балансу є складовою такого зв'язку, внаслідок чого перетікання внутрішніх дисбалансів у зовнішні і навпаки стає невіддільним один від одного.

Під час обвалу ситуація змінюється на протилежну, але необхідність холістичного погляду на ув'язку між внутрішніми і зовнішніми фінансовими дисбалансами не зникає. Від того, як буде відбуватись розчищення (від англ. – *cleaning-up*) ринку активів, кредитного ринку буде залежати швидкість відновлення фінансової системи та її спроможність вийти зі смуги «поганої алокації» кредиту (від англ. – *credit misallocation*). Іншими словами, стимули для відновлення економіки будуть генеруватися навіть за нижчих рівнів приросту активів фінансових посередників у випадку, якщо такий приріст спиратиметься на значно кращі алокаційні якості. З платіжним балансом ситуація дещо складніша. З одного боку, його корекція відобразить створення можливостей для відновлення економіки через канал збільшення експорту та зниження імпорту. Така корекція передбачає зміни в динаміці попиту і застосування цінових механізмів, які у валютному союзі доступні у вигляді внутрішньої девальвації. Це означає, що охолодження фінансової системи та розчищення кредитних ринків повинні позитивно позначатися на «заморожуванні» тієї частини попиту, яка забезпечувала непродуктивний попит на імпорт, а внутрішня девальвація повинна відновити експортну конкурентоспромож-

ність разом зі зниженням попиту на імпорт. Фіскальна консолідація діє у тому ж напрямку. З іншого боку, перетікання фінансової кризи у мікс боргової та банківської кризи призвело до відпливу капіталів з країн, найбільш вражених проблемою дисбалансів, внаслідок чого корекція платіжного балансу відбувається за найменш бажаним – кризовим сценарієм, коли обвал у фінансовому секторі не дає змоги провести розчищення ринків без активної участі уряду, а можливості останнього суттєво обмежені доступним фіскальним простором, звуження якого забезпечується спекуляціями проти структурної негнучкості. По суті, це спекуляції проти боргових інструментів країни, щодо якої існують стійкі очікування неспроможності відновити зростання та глобальну конкурентоспроможність шляхом соціально непопулярних структурних реформ і внутрішньої девальвації [26].

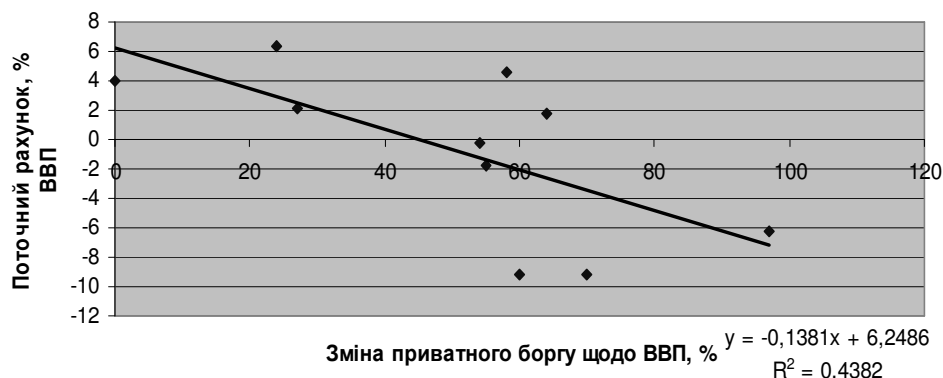
В емпіричному плані зв'язок між внутрішніми та зовнішніми дисбалансами в зоні євро достатньо очевидний і може специфікуватись у відмінні способи. Наприклад, обернений зв'язок між реальним ефективним валютним курсом та поточним рахунком є способом відображення того, як циклічна асинхронність кореспондує з дивергенцією платіжних позицій. Обернений зв'язок між реальними процентними ставками й акумуляцією боргу приватним сектором відображає внутрішній аспект дисбалансів: уніфікація ставок при відмінних темпах інфляції спонукає до нагромадження боргу там, де процентні ставки виявляються відносно заниженими. Пряма кореспонденція між станом поточного рахунка і боргом приватного сектору демонструє зв'язок між внутрішніми та зовнішніми дисбалансами. Наприклад, рис. 1 чітко вказує на те, що в зоні євро до початку корекції дисбалансів зовнішній і внутрішній їх аспекти знаходились у очевидному зв'язку. Тобто погляд на проблему дисбалансів як таку, що зумовлена виключно самим фактом монетарної інтеграції, слід визнати занадто тенденційним.

Щодо ролі дисбалансів у генеруванні процесів дивергенції та корекції перших у контексті відновлення синхронності в поведінці макроекономічних траєкторій, то можна побачити неоднозначну картину (табл. 1).

Дані табл. 1 демонструють, що дивергенція, виражена зростанням значення дисперсії, торкнулась саме тих показників, які не просто відображають дисбаланси, а логіку визначення траєкторії лівереджу. Так, до кризи спостерігається падіння дисперсій довгострокових процентних ставок при одночасному підвищенні дисперсій зростання реальних цін на нерухомість, темпів зростання реальних наявних доходів населення та поточних рахунків. Після кризи ситуація змінилась, однак процес дивергенції не зламано; він швидше змінив свою форму, засвідчуючи поглиблення асиметрій у процесі корекції дисбалансів та структурного пристосування до нових рівноважних умов. Можна спостерігати однозначну тенденцію до падіння дисперсії сальдо поточного рахунка в країнах зони євро. Це означає, що процес корекції зовнішньої нерівноваги відбувається відносно послідовно.

Рисунок 1

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



Примітки:

1. Побудовано на основі даних: Cecchetti S. The Real Effects of Debt / S. Cecchetti, M. Mohanry, F. Zampolli // Symposium for Achieving Maximum Long-Run Growth Sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming, 25–27 August 2011. – P. 23–25; Wold Economic Outlook – Wash. (D. C.) : IMF., 2010. – P. 181.
2. Дані обмежено періодом 2010 р., оскільки після нього процес корекції дисбалансів сягнув масштабів, які засвідчують зміну тенденції.

Таблиця 1

Індикатори макрофінансової дивергенції в зоні євро

Дисперсія	2001 р.	2007 р.	2010 р.	2015 р.
Довгострокові процентні ставки	0,79	0,01	3,33	6,42
Реальні темпи зростання цін на нерухомість*	18,10	20,21	14,33	16,31
Зростання реальних наявних доходів домогосподарств	1,58	7,98	2,83	2,96**
Поточний рахунок платіжного балансу	28,15	54,11	30,93	12,28

Примітка. * – дані за 2002, 2006 та 2009 рр.; ** – дані за 2014 р.

Джерело: обраховано автором на основі даних Організації з економічного співробітництва та розвитку (www.oecd.org) та МВФ (www.imf.org).

При цьому дисперсії реальних темпів зростання цін на нерухомість та зростання реальних наявних доходів населення суттєво знизились після кризи, але пізніше почали зростати. У цей же час дисперсії довгострокових ставок різко стрибнули вгору після кризи і продовжили цю ж динаміку надалі, вказуючи на те, що обмеження в доступі до фінансування в розрізі країн діють вкрай нерівномірно. В загальному така картина вказує на те, що успіхи у корекції зовнішніх дисбалансів можуть не кореспондувати зі справжніми вигодами від створення передумов для більш збалансованого зростання у майбутньому. Асиметрична корекція внутрішніх фінансових дисбалансів та брак координації у сфері політики доходів зберігатимуть передумови для вразливості зони євро навіть попри послідовне покращення ситуації у сфері зовнішньої нерівноваги. У випадку, коли падіння дисперсій поточних рахунків у валютному союзі досягається на основі асиметричного розчищення фінансових ринків, процеси дивергенції переміщуватимуться у сферу браку симетрії доступу до фінансування. Відновлення зростання потребуватиме більш якісного фінансового оточення, а не механічного стиснення попиту заради корекції платіжного балансу.

Іншими словами, більш виграшна ситуація формування передумов для відновлення зростання передбачатиме корекцію зовнішньої нерівноваги на основі реалокації кредиту, внаслідок чого відновлення глобальної конкурентоспроможності супроводжуватиметься доступом до фінансування тих секторів економіки, які найбільшою мірою генерують додану вартість. Природно, що формування таких передумов передбачатиме поєднання цілого набору структурних змін та корегуючих політик: розчищення кредитного ринку та ринку нерухомості; внутрішня девальвація; фіскальна консолідація; підвищення гнучкості економіки, перш за все ринків праці, й раціоналізація зв'язку між оплатою праці та трендом продуктивності; підвищення якості інститутів і ефективності алокації ресурсів. Також природно припустити, що через політико-економічні обставини реалізація даних заходів у цілому може бути обмежена або розтягнута в часі, або ж здійснена непослідовно та не повною мірою. Беручи до уваги факт суттєвих відмінностей у соціальній толерантності до процесу реформ і корекції дисбалансів у розрізі країн, важливим є виявлення зв'язків між тим, як саме процеси корекції кореспондують з відновленням економічного зростання.

Корекція дисбалансів та відновлення зростання: емпіричний погляд і теоретичні узагальнення

У світлі того, що відновлення зростання є метою політики подолання проблеми дисбалансів, а із масштабами корекції та таким відновленням варто очікувати прямий зв'язок, його емпіричне тестування передбачає такі кроки.

По-перше, у вибірку включено 19 країн-членів зони євро. При цьому для уточнення результатів аналізу з даної вибірки виділялась ще одна, до складу якої увійшло 10 країн, які тією чи іншою мірою зіткнулись із системно значущими кризовими явищами (Італія, Іспанія, Португалія, Греція, Ірландія, Словенія, Кіпр, Естонія, Латвія, Литва). Включення балтійських країн є своєрідним способом розширити набір країн «периферії». Як показують окремі дослідники, це дає змогу суттєво покращити розуміння розкручування спіралі дисбалансів та їх корекції, незважаючи на те, що вони не були членами зони євро до кризи [27]. Жорстка фіксація валютних курсів до євро та перебіг макроекономічних подій засвідчили, що включення до аналізу претендентів на вступ в ЄВС спирається на однотипність процесів з рештою країн, які стали епіцентром дивергенції зони монетарної інтеграції.

По-друге, показниками, якими оцінюються дисбаланси, обрано: зростання кредиту приватному сектору в % ВВП; поточний рахунок платіжного балансу в % ВВП; зростання реальних цін на нерухомість, річна зміна у %; зростання реальних наявних доходів домогосподарств, річна зміна у %. Показник витрат на одиницю робочої сили (від англ. – unit labor costs) було відкинуто, а показник реального ефективного валютного курсу не брався до уваги, оскільки факт його зв'язку з поточним рахунком добре задокументований.

По-третє, показники дисбалансів було регресовано з показником реальних довгострокових ставок (середні за 2010–2015 рр.) для визначення того, як ринки відреагували на зміну ризиків інвестицій у ту чи іншу країну в світлі процесу макроекономічної адаптації, а також з показником післякризового економічного зростання (середнє за 2010–2015 рр.). Довгострокові процентні ставки напряму не вказують на відновлення зростання, але можна припустити, що вони з ним перебувають в оберненому зв'язку, засвідчуючи актуалізацію відновлення доступу до фінансування. Природно, що в середовищі глобально низьких ставок та ризику дефляції довгострокові ставки визначаються поведінкою країнних спредів, а тому величина останніх, по суті, є бар'єром доступу до фінансування, із симетричністю чого напряму пов'язана здатність валютного союзу мінімізувати ризики дивергенції в умовах шоків. Визначення швидкості результату від корекції у вигляді кількості років до першого року

відновлення зростання відхилено, оскільки для ряду країн зростання після 2008 р. часто мало переривчастий характер, засвідчуючи брак послідовності політики та актуалізацію вторинних ефектів кризи, лаговий прояв яких став наслідком структурних особливостей.

По-четверте, факт корекції дисбалансів виражений таким чином: середнє значення показника (з вищеназваних) за 2002–2007 рр. за мінусом середнього значення цього показника за 2008–2015 рр. Чим більшою є така різниця, тим більшою мірою корегувались дисбаланси, виражені даними показниками (окрім випадку змінної платіжного балансу, для якої ситуація є оберненою).

По-п'яте, в емпіричному плані підтвердження гіпотези про те, що чим більшою мірою корегуються дисбаланси, тим швидше відновлюється ВВП, матиме місце тоді, коли між даними показниками існуватиме прямий зв'язок (окрім випадку змінної платіжного балансу). А у випадку довгострокових процентних ставок – обернений зв'язок (окрім випадку змінної платіжного балансу).

Зв'язок між індикатором довгострокових ставок та показником, що засвідчує відновлення зростання, зі змінними, які характеризують корекцію дисбалансів, було оцінено на основі багатofакторної регресії типу:

$$Y = a + b \cdot X1 + b \cdot X2 + b \cdot X3 + b \cdot X4, \quad (1)$$

де Y – в регресії 1 – середні довгострокові процентні ставки за період 2008–2015 рр., які характеризують те, наскільки швидко та чи інша країна вийшла зі смуги макрофінансових ризиків, оцінюваних ринками (джерело: дані ОЕСР (www.oecd.org)); в регресії 2 – середні темпи економічного зростання за 2010–2015 рр. (період визначено, виходячи з того, що єврозона зазнала повторної дестабілізації, а тому відновлювальне зростання могло мати місце тільки після першого раунду вирішення грецької кризи та реформ макроекономічного механізму в ЄС–ЄВС) (джерело: дані МВФ (www.imf.org));

$X1$ – індикатор корекції кредитного ринку, виражений як різниця між середнім темпом зростання внутрішнього кредиту до ВВП у 2002–2007 рр. та цим же показником за період 2008–2015 рр. (джерело: дані Світового банку (www.worldbank.org));

$X2$ – індикатор корекції платіжного балансу, представлений як різниця між середнім значенням поточного рахунку як % ВВП за 2002–2007 рр. та цим же показником за період 2008–2015 рр. (джерело: дані МВФ (www.imf.org));

$X3$ – індикатор корекції ринку нерухомості, поданий як різниця між дефльованим індексом зростання цін на помешкання в % за 2002–2007 рр. та цим же показником за період 2008–2015 рр. (джерело: дані Євростату (www.eurostat.org.eu));

X4 – індикатор корекції ринку праці / внутрішніх доходів, змодельований у вигляді різниці між середніми річними темпами зростання реальних наявних доходів домогосподарств у % за період 2002–2007 рр. та цим же показником за період 2008–2015 рр. (джерело: дані ОЕСР (www.oecd.org)).

Результати регресійного аналізу представлено у табл. 2.

Таблиця 2

Результати регресійного аналізу зв'язку між відновленням зростання та індикаторами корекції фінансових дисбалансів

Регресія 1				
Y – довгострокові ставки	X1	X2	X3	X4
	–0,001 (0,004)	–0,008 (0,09)	–0,006 (0,08)	0,73 (0,17)
<i>t</i>	–0,03	–0,09	–0,76	4,27
$R^2 = 0,67$	$F(4,14) = 7,1941$	$p < 0,00230$	Std. Er 1,2926	
Регресія 2				
Y – економічне зростання (уся вибірка – 19 країн)	X1	X2	X3	X4
	0,04 (0,058)	–0,18 (0,13)	0,012 (0,12)	–0,446 (0,252)
<i>t</i>	0,668	–1,3998	0,106	–1,765
$R^2 = 0,27$	$F(4,14) = 1,2785$	$p < 0,32489$	Std. Er 1,9082	
Регресія 3				
Y – економічне зростання (вибірка з 10 країн, що зазнали суттєвої макрофінансової дестабілізації)	X1	X2	X3	X4
	0,155 (0,072)	–0,242 (0,157)	–0,077 (0,182)	–0,384 (0,249)
<i>t</i>	2,13	–1,539	–0,421	–1,544
$R^2 = 0,79$	$F(4,5) = 4,3854$	$p < 0,06825$	Std. Er 1,5162	

Примітка 1. Отримано з допомогою використання пакета STATISTICA.

Результати регресійного аналізу, представлені в табл. 2, демонструють неоднозначні результати, хоча в загальному вони емпірично підтверджують висунуту гіпотезу. В першому наближенні можна стверджувати, що між масштабами корекції фінансових дисбалансів та падінням довгострокових ставок і відновленням зростання є передбачуваний зв'язок, за винятком випадку реальних наявних доходів населення в усіх трьох регресійних рівняннях та індикатора корекції платіжного балансу в рівнянні 1. Більш детальний аналіз дає змогу побачити таке.

Корекція дисбалансів дуже в м'якій формі пов'язана з довгостроковими ставками, навіть якщо у випадку розчищення кредитного ринку та ринку нерухомості зв'язок має теоретично передбачувану спрямованість (регресія 1). Низькі значення коефіцієнтів еластичності ідуть у розріз з досить високим значенням щільності зв'язку. Напряму зв'язку, що не відповідає теоретичним припущенням, між змінною корекції платіжного балансу та довгостроковими ставками можна пояснити, виходячи з того, що спереди напряму не враховують відновлення зовнішньої рівноваги в розрахунку на макрофінансову допомогу із союзного рівня. Тобто країні ризики, швидше за все, формуються під впливом інших факторів, ніж платіжний баланс сам по собі. Наприклад, відновлення глобальної конкурентоспроможності може супроводжуватись зростанням попиту на інвестиційний імпорт, що в сукупності з нейтралізованим валютним ризиком та очікуваним припливом капіталів створює передумови для нехтування глибиною корекції поточного рахунка при визначенні довгострокових ставок. Це можна назвати вигодою від валютного союзу.

Прямий і дуже щільний зв'язок між корекцією реальних наявних доходів та довгостроковими ставками також не відповідає теоретичним припущенням, які передбачають, що від їх корекції мала би відновлюватись глобальна конкурентоспроможність як підстава для стабілізації спредів і, відповідно, падіння довгострокових ставок. Також саме дана змінна найбільш щільно пов'язана з величиною ставок; такий зв'язок є статистично значущим. Таку ситуацію можна пояснити на основі припущення про протилежний вектор зв'язку, тобто коли не масштаб корекції на ринку праці визначає величину ставок, а навпаки, коли величина ставок вимагає корекції реальних наявних доходів. У світлі статистичної значущості такого зв'язку можна дійти висновку, що саме проблеми із доступом до фінансування через стрибок спредів вимагають більш радикального зниження реальних наявних доходів. Це повністю кореспондує з характером та труднощами в реалізації фіскальної консолідації у країнах, фіскальний простір яких вичерпано, а також вписується в макроекономічну модель боргового тягаря у валютному союзі. Оскільки державний борг не може бути знижений з допомогою монетарних важелів, забезпечення значного первинного профіциту є єдино доступним способом підтримання суверенної платоспроможності. Така картина є класичним випадком тягаря валютного союзу, несумісного із фіскальною безвідповідальністю його членів. Саме через це дискримінаційний характер доступу до фі-

нансування у країнах з високим рівнем державного боргу вимагає здійснення непопулярних кроків зі зниження реальних доходів задля досягнення первинного профіциту. При цьому і величина державного боргу, і масштаб державного сектору односпрямовано пов'язані з потребами у зниженні реальних доходів. Не випадково, що найвищі ставки у Греції прямо пов'язані з найвищим рівнем державного боргу серед усіх країн ЄВС та найбільшою питомою вагою зайнятих у державному секторі.

Зв'язок між змінними, які характеризують корекцію дисбалансів, та індикатором посткризового зростання економіки (регресія 2) також не позбавлений ряду нюансів. Статистичні властивості моделі не є переконливими, але при цьому в усіх випадках, окрім корекції реальних доходів, простежується теоретично передбачуваний напрям зв'язку між аналізованими змінними. На відміну від попереднього випадку, індикатор корекції платіжного балансу теоретично передбачувано кореспондує з індикатором відновлення зростання і щільність зв'язку є достатньою. Проте вона поступається щільності зв'язку змінної корекції реальних доходів, який є оберненим. Ці результати можна пояснити таким чином. Країни виявились достатньо гетерогенними в розумінні того, що характер дисбалансів в одних відображав нарощування системної вразливості, тоді як в інших – труднощі із внутрішнім попитом на тлі збереження глобальної конкурентоспроможності (наприклад, значні профіцити торгівлі Німеччини, Нідерландів, Австрії тощо). Корекція платіжних балансів напряду впливає на посткризове відновлення, що особливо важливо для малих відкритих економік-членів ЄС. Така корекція відображає комплексне поєднання цінових та нецінових факторів відновлення конкурентоспроможності, а також нейтралізацію тих драйверів попиту, які заохочували імпорт. Фіскальна консолідація тут відіграє позитивну роль, так само як і зупинка непродуктивної експансії внутрішнього кредиту, спрямованого в сектори, не пов'язані з міжнародною торгівлею.

Розчищення кредитного ринку та ринку нерухомості статистично не виглядають значущими факторами відновлення зростання, але перебування відповідних змінних у теоретично передбачуваному зв'язку вказують на важливість алокаційної ефективності фінансового сектору і валідність макрофінансового підходу до проблеми дисбалансів. Щодо змінної корекції реальних наявних доходів, то, як і у випадку з довгостроковими ставками, напрям зв'язку не є теоретично передбачуваним, але при цьому є найщільнішим. З цього можна зробити однозначний висновок про те, що внутрішня девальвація, якою би вимушеною вона не була з міркувань відновлення глобальної конкурентоспроможності та підтримання суверенної платоспроможності, справляє негативний вплив на економічне зростання.

Каналами такого впливу можуть бути пряме стиснення внутрішнього попиту та непряме стиснення попиту у вигляді зростання тягаря лівереджу у випадку, коли сектор домогосподарств переобтяжений борговими зобов'язаннями. Останнє припущення не може бути знехтуване у світлі того,

що розкручування спіралі дисбалансів якраз і передбачає підвищення лівереджу. В подальшому в процесі корекції дисбалансів зниження доходів робить тягар обслуговування боргів ще важчим. З одного боку, це підтверджує застереження про те, що в періоди після швидкого нагромадження боргів відновлення зростання не може сягнути докризового рівня. А будь-яка зміна реальних доходів означатиме погіршення очікуваної платоспроможності та посилення невпевненості щодо майбутнього споживання й інвестицій. З іншого боку, це вказує на валідність макрофінансового підходу до проблеми нагромадження дисбалансів, у рамках якого завбачлива реакція на експансію фінансового сектору є більш виграшною стратегією у порівнянні зі стратегією посткризової підтримки ліквідності. Іншими словами, розчищення фінансових ринків та вирішення проблеми боргового тягаря позичальників повинні здійснюватися разом з політикою доходів, зниження яких відповідає рівноважній траєкторії вартості робочої сили в конкурентному світі.

З метою нейтралізації проблеми гетерогенності вибірки з 19 країн було виділено 10, які зазнали найбільш суттєвого макрофінансового стресу. Попри певні відмінності, наприклад, Італія має проблеми із державним боргом та банківським сектором при відносному зовнішньому балансі, усі вони зазнали кризи за принципом перегріву фінансового сектору та кореспондуючого погіршення платіжного балансу в сукупності із втратою глобальної конкурентоспроможності. Також усі вони, за винятком Італії і меншою мірою Ірландії, перебувають на наздоганяючій стадії реальної конвергенції.

Результати аналізу (регресія 3) дають змогу підтвердити базові теоретичні припущення про процес корекції дисбалансів (з вищерозглянутими застереженнями) завдяки суттєво вищій статистичній значущості отриманих результатів. Як видно з табл. 2, щільність зв'язку та величина коефіцієнтів рівняння регресії в загальному є найвищими, хоча значення F-критерію поступається рівнянню 1. Звертає на себе увагу те, що показники корекції кредитного ринку і платіжного балансу перебувають у досить щільному зв'язку з індикатором відновлення зростання. Значення коефіцієнтів є найвищим з усіх трьох випадків. Це вказує на значущість для даної групи країн артикульованої в літературі проблеми зв'язку між внутрішніми та зовнішніми дисбалансами: експансія кредиту швидко поглиблює дефіцит поточного рахунка, внаслідок чого корекція кредитного ринку і відновлення зовнішньої рівноваги позитивно корелюють із посткризовим зростанням. При цьому виглядає несподіваним результат для змінної корекції ринку нерухомості, який не відповідає теоретичним припущенням, тоді як для вибірки з 19 країн (рівняння 2) знак коефіцієнта був передбачуваний. Корекція реальних наявних доходів, як і у попередніх випадках, перебуває в оберненому і достатньо щільному зв'язку з відновленням зростання. Однак відповідний коефіцієнт у даному випадку є нижчим за два попередніх. З одного боку, це може вказувати на те, що більш постраждалі від кризи країни, будучи змушеними вдаватись до зниження реальних наявних доходів, швидше відновлювались, порівняно із ви-

біркою в цілому. З іншого боку, це може вказувати на чітку фрагментацію найбільш постраждалих країн за принципом структурної негнучкості. Наприклад, балтійські країни та Ірландія змогли досить швидко раціоналізувати політику доходів, тоді як середземноморські країни – ні, а Греція була змушена здійснювати політику жорсткої економії під тиском тягаря державного боргу.

Парадоксальна нечутливість відновлення зростання до корекції на ринку нерухомості в країнах, які найбільше постраждали від кризи, спонукала до додаткової перевірки зв'язків між аналізованими змінними. Застосування однофакторних регресій для третього випадку дало змогу побачити значно кращу і більш теоретично релевантну картину (однак знову-таки за винятком змінної реальних наявних доходів). Так, зв'язок між розчищенням кредитного ринку та відновленням зростання описується таким рівнянням: $Y = 0,1678x - 2,114$ ($R^2 = 0,58$); відповідно, між корекцією платіжного балансу і посткризовим зростанням: $Y = -0,3192x - 0,8748$ ($R^2 = 0,397$); між корекцією ринку нерухомості та відновленням зростання: $Y = 0,2359x - 2,5351$ ($R^2 = 0,28$); між змінами в реальних наявних доходах і зростанням після кризи: $Y = -0,0898x + 1,096$ ($R^2 = 0,008$).

На відміну від багатофакторної регресії, однофакторні регресії показують теоретично передбачувану картину. Всі змінні мають напрям зв'язку відповідно до висунутої гіпотези, а його щільність щодо розчищення кредитного ринку є найвищою. У випадку змінної доходів виключення Греції повертає до теоретично передбачуваного зв'язку про роль корекції доходів у відновленні зростання. Останнє означає, що внутрішня девальвація є допустимим інструментом відновлення рівноваги у валютному союзі. Втім, він дієвий винятково за умов, коли країна не має значного тягаря державного боргу. Інакше внутрішня девальвація перетворюється з інструменту відновлення конкурентоспроможності на детермінанту стиснення внутрішнього попиту в масштабах, несумісних з економічним зростанням.

Такі міркування дають змогу пом'якшити аргумент про те, що внутрішня девальвація в умовах значного боргу сектору домогосподарств є рестриктивною. Питання слід поставити інакше. У випадку, коли це найбільш переконливий метод відновлення конкурентоспроможності і формування позитивних очікувань на фінансових ринках, сприятливі для зростання наслідки її застосування будуть мати місце тоді, коли розчищення кредитного ринку уможливить процес делівереджингу в такий спосіб, щоб тягар кредитної заборгованості сектору домогосподарств було послаблено без радикальних втрат у фінансовому секторі. Зрозуміло, що для проведення такої операції потрібні масштабні фіскальні ін'єкції чи то для рекапіталізації банків, чи то для створення банку, який викупує погані борги. За будь-яких обставин саме від фіскального простору залежить те, наскільки внутрішня девальвація буде генерувати некейнсіанські ефекти зростання, а розчищення фінансових ринків не буде викликати сумнівів у суверенній платоспроможності. Інакше

кажучи, якщо: а) зниження внутрішніх доходів буде сприйматись як тимчасове явище, пов'язане не з програмами економії, а з відновленням конкурентоспроможності, б) збільшення державного боргу – зі стабілізацією у фінансовому секторі, а не з затяжним ухиленням від структурних реформ та фінансуванням значного і неефективного публічного сектору, фактор початкового боргового тягара сектору домогосподарств може бути суттєво послаблений, завдяки чому внутрішня девальвація не настільки сильно вдарить по ув'язці між внутрішнім попитом та відновленням зростання. Приклад Ірландії та Іспанії, а також певною мірою балтійських країн є позитивно показовим, а Греції – негативно характерним.

Паралельно з цим слід визнати, що поєднання усіх указаних моментів водночас є складним політико-економічним завданням, реалізація якого навіть за найбільш оптимістичним сценарієм не гарантує уникнення соціальних конфліктів. Проблематичність цього пов'язується із системною складністю побудови механізму дуже тонкої координації між багатьма складовими економічної політики. Вибір правильного набору інструментів мікс-політики і дозованості кожного з них є вітальним не стільки з міркувань самого факту відновлення зростання, скільки з позиції міжчасового підтримання соціального добробуту. З цього можна зробити висновок про ключову роль якості суспільних інститутів, фундаментальної раціональності суспільства як єдиного цілого та довіри до політиків, які повинні обрати правильну стратегію й її дотримуватись, без чого толерантне до зростання і суспільного добробуту відновлення рівноваги у валютному союзі буде химерним. Більш реалістичним варіантом буде відновлення зростання завдяки корекції дисбалансів у сукупності зі значними перерозподільчими конфліктами та зниженням соціального добробуту, принаймні в короткостроковому періоді. Те, щоб таке зниження не перетворилось на ефект гістерезису, буде залежати, однак, від вже згаданого набору факторів якості інститутів, суспільної раціональності та довіри до політиків.

Висновки

ЄВС стикнувся з глобальною фінансовою кризою у стані асиметричної обтяженості країн-членів нагромадженими внутрішніми і зовнішніми дисбалансами. Подальша боргова криза ще більше загострила проблему відновлення рівноваги та запобігання дивергенції. В теоретичному плані виділяються такі підходи до пояснення причин асиметричних дисбалансів і відповідної дивергенції: невідповідність країн-членів критеріям оптимальності валютної зони та відсутність кредитування останньої інстанції; «погана конвергенція», що характеризується кредитною експансією й інфляцією цін активів у країнах з нижчими доходами в умовах єдиних процентних ставок; розхо-

дження трендів реальних ефективних обмінних курсів, витрат на оплату праці та політики доходів у розрізі країн; приплив капіталів за принципом «Північ-Південь» і наявність не врахованого у валютному союзі ризику кризи типу «раптова зупинка»; відсутність адекватного макроекономічного менеджменту, адресованого проблемі дисбалансів та фінансової вразливості; завищені очікування вигод від членства у валютному союзі, що супроводжувались раціональним вибором на користь вищого рівня лівереджу, тощо. Попри це, теоретичні підходи до корекції дисбалансів здебільшого зосереджені на проблемі відновлення рівноваги поточного рахунка і забезпеченні цього шляхом внутрішньої девальвації (корекція реальних ефективних курсів та стиснення попиту на імпорт), фіскальної консолідації, структурних реформ, спрямованих на створення нецінових драйверів зростання на базі експорту. Зосередженість винятково на платіжному балансі упускає з фокусу проблему структурного зв'язку між внутрішніми і зовнішніми дисбалансами. Корекція внутрішніх дисбалансів є не менш важливою, ніж зовнішніх. Отже, відновлення зростання після кризового піку повинно кореспондувати з усіма базовими проявами дисбалансів, до яких відповідно до теорії проблеми можна віднести кредитний ринок, поточний рахунок, ринок нерухомості та реальні наявні доходи сектору домогосподарств.

Гіпотеза про те, що посткризове зростання повинно корелювати з індикаторами, які характеризують величину корекції дисбалансів, загалом підтверджена емпірично на основі регресійного аналізу. Аналіз проведений на вибірці з 19 країн і 10 країн, що найбільше зазнали макрофінансової дестабілізації. Найбільш чітко відновлення зростання кореспондує з глибиною корекції платіжного балансу, а у випадку меншої вибірки – з розчищенням кредитного ринку. Корекція на ринку нерухомості здебільшого передбачувано кореспондує з відновленням зростання, але менш статистично значуще. Корекція наявних реальних доходів не справляє очевидного позитивного впливу на відновлення зростання. Зниження таких доходів негативно впливає на показник зростання ВВП через два канали: стиснення попиту на пряму; стиснення попиту внаслідок відносного підвищення величини боргового тягаря сектору домогосподарств. При цьому фіскальний простір має ключове значення для того, щоб деструктивний вплив зниження доходів (для корекції дисбалансів) на зростання було мінімізовано. Поєднання політики розчищення кредитного ринку з внутрішньою девальвацією задля відновлення конкурентоспроможності може породжувати некейнсіанські ефекти за умов достатності фіскального простору, в рамках якого підвищення державного боргу буде користуватись довірою. Застосування такої мікс-політики є складним політико-економічним завданням, що впирається в якість суспільних інститутів. Тим не менше, теоретично передбачуваний зв'язок між корекцією дисбалансів та відновленням зростання можна вважати однозначним орієнтиром економічної політики.

Отримані результати мають значення для довгострокового періоду функціонування валютного союзу. По-перше, асиметричне акумулювання

значного боргу приватним сектором суттєво підвищує вразливість валютного союзу до ризику дивергенції. Значний лівередж на початку і болісний процес делівереджингу супроводжуються значно повільнішим відновленням економіки та різноспрямованими траєкторіями такого відновлення. По-друге, низькі процентні ставки не стільки заохочують інвестиції в реальному секторі, скільки розкручують спіраль дисбалансів. По-третє, брак фіскальної дисципліни суттєво ускладнює процес макроекономічної адаптації та допускає, що корекція дисбалансів потребує таких соціальних втрат, які можуть бути несумісними з відновленням зростання. По-четверте, наявність запобіжників експансії фінансових циклів, моніторинг ув'язки траєкторії вартості робочої сили, реальних ефективних валютних курсів зі станом конкурентоспроможності й більш жорсткі фіскальні правила повинні нейтралізувати передумови для криз, типологічно однорідних з тією, що мала місце в ЄВС у 2009–2015 рр.

Список використаної літератури

1. Borio C. A Tale of Two Perspectives: Old and New Challenges for Monetary Policy / C. Borio, W. English, A. Filardo // BIS Papers. – 2003. – № 19. – P. 1–59.
2. Borio C. Whither Monetary and Financial Stability? The Implications of Evolving Policy Regims / C. Borio, W. White // BIS Working Paper. – 2004. – № 147. – P. 1–51.
3. Borio C. Monetary and Prudential Policies at a Crossroads? New challenges in the New Century / C. Borio // BIS Working Papers. – 2006. – № 193. – P. 2–28.
4. White W. Is Price Stability Enough? / W. White // BIS Working Papers. – 2006. – № 205. – P. 1–20.
5. Krugman P. Currency Regimes, Capital Flows, and Crises / P. Krugman // Paper (Mundell-Fleming Lecture) Presented at the 14th Jacques Polak Annual Research Conference Hosted by the IMF, Wash. (D. C.), Nov. 7–8, 2013. – P. 1–35.
6. Bini Smaghi L. Addressing Imbalances in the Euro Area [Electronic resource] / L. Bini Smaghi // Central Banker's Speeches. BIS. – 2011. – Feb. 14. – Mode of access : www.bis.org.
7. Grauwe De P. The Euro at Ten: Achievements and Challenges / P. De Grauwe // Empirica. Springer Science+Business Media: 2008. – 16 p.
8. Barbosa J. R. Divergent Competitiveness in the Eurozone and the Optimum Currency Area Theory / J. R. Barbosa, R. H. Alves // Faculdade de Economia Universidade do Porto Working Papers. – 2011. – № 436. – P. 1–32.

9. Mongelli F. The Mutating Euro Area Crisis. Is the Balance Between «Sceptics» and «Advocates» Shifting? / F. Mongelli // ECB Occasional Paper. – 2013. – № 144. – P. 1–41.
10. Pisani-Ferry J. The Known Unknowns and Unknown Unknowns of EMU / J. Pisani-Ferry // Bruegel Policy Contribution Issue. – 2012. – № 18. – P. 1–10.
11. Davlas Z. A Comprehensive Approach to the Euro-Area Debt Crisis / Z. Davlas, J. Pisani-Ferry, A. Sapir // Bruegel Policy Brief. – 2011. – Feb. – № 2. – P. 1–8.
12. Eichengreen B. Implications of the Euro's Crisis for International Monetary Reforms / B. Eichengreen // Paper Prepared for Session A New International Monetary Order? At the Allied Social Science Associated Meetings, Chicago, Jan. 6, 2012. – P. 1–7.
13. Merler S. The Simple Macroeconomics of North and South in EMU / S. Merler, J. Pisani-Ferry // Bruegel Working Paper. – 2012. – № 12. – P. 1–14.
14. Merler S. Squaring the Cycle: Financial Cycles, Capital Flows and Macroprudential Policy in the Euro Area / S. Merler // Bruegel Working Paper. – 2015. – № 14. – P. 1–44.
15. Merler S. Sudden Stops in the Euro Area / S. Merler, J. Pisani-Ferry // Bruegel Policy Contribution. – 2012. – Iss. 6. – P. 1–16.
16. Blanchard O. Current Account Deficits in the Euro Area: The End of Feldstein Horioka Puzzle / O. Blanchard, F. Giavazzi // Brooking Papers on Economic Activity. – 2002. – Vol. 33. – Iss. 2.
17. Barnes S. Current Account Imbalances in the Euro Area: A Comparative Perspective / S. Barnes, J. Lawson, A. Radziwill // OECD Economics Department Working Paper. – 2010. – № 826. – P. 1–18.
18. Lane Ph. International Financial Integration and the External Positions of Euro Area Countries / Ph. Lane // OECD Economics Department Working Paper. – 2010. – № 830. – P. 1–16.
19. Grauwe De P. Design Failures in the Eurozone: Can they be Fixed? / P. De Grauwe // London School of Economics 'Europe in Question' Discussion Paper Series. – 2013. – № 57. – P. 1–40.
20. Козюк В. В. Теорія оптимальних валютних зон у контексті глобальних макрофінансових зрушень / В. В. Козюк // Економічна теорія. – 2010. – № 1. – С. 49–64.
21. Козюк В. В. Теоретичний вимір макрофінансових ризиків дивергенції євро зони / В. В. Козюк // Економічна теорія. – 2011. – № 3. – С. 59–72.

22. Tressel Th. Adjustment in Euro Area Deficit Countries: Progress, Challenges, and Policies / Th. Tressel, Sh. Wang, J. Kang Shik, J. Shambaugh // IMF Staff Discussion Note. – 2014. – SDN/04/July. – P. 1–34.
23. Country Adjustment in the Euro Area: Where Do We Stand? // ECB Monthly Bulletin. – 2013. – May. – P. 85–102.
24. Atoyan R. Rebalancing: Evidence from Current Account in Europe / R. Atoyan, J. Manning, J. Rahman // IMF Working Paper. – 2013. – WP/13/74. – P. 1–29.
25. Gros D. Country Adjustment to a «Sudden Stop»: Does the Euro Make a Difference? / D. Gros, C. Alcidi // European Commission European Economy Economic Papers. – 2014. – № 492. – P. 1–47.
26. Козюк В. В. Боргова криза та фіскальна фрагментація зони євро / В. В. Козюк // Журнал європейської економіки. – 2015. – Т. 14, № 1. – С. 3–25.
27. Kang Shik J. The Evolution of Current Account Deficits in the Euro Area Periphery and the Baltics: Many Paths to the Same Endpoint / J. Shik Kang, J. Shambaugh // IMF Working Paper. – 2013. – WP/13/169. – P. 1–23.

Стаття надійшла до редакції 7 грудня 2016 р.