



Економічна теорія

Віктор КОЗЮК

**ЕВОЛЮЦІЯ ІНСТИТУЦІЙНОЇ МОДЕЛІ
ФІСКАЛЬНИХ ПРАВИЛ У ЄВС**

Резюме

Фіскальні правила стають невід'ємним елементом інституційного дизайну сучасної макроекономічної політики. Тривалі дискусії про їхню структуру виявили низку проблем зі спроможністю фіскальної політики бути одразу гнучкою і жорсткою. Однак боргова криза в глобальній економіці підштовхнула передусім країни-члени Європейського валютного союзу до активного застосування правил, зорієнтованих на обмеження зростання державного боргу. Такі зміни є наслідком певної еволюції фіскальної політики та її інституційного режиму. Еволюція режиму фіскальної політики в ЄВС засвідчує наявність внутрішнього конфлікту між забезпеченням процесу конвергенції та гнучкості пристосування до асиметричних шоків. Критерії конвергенції, запровадження яких передують створенню валютного союзу, є формальною базою для обмежень на дискреційні фіскальні рішення, однак їх недостатньо для створення інституційних регуляторів фіскальної політики, консистентної з функціонуванням єдиного центрального банку. Перехід від Маастрихтських критеріїв до Пакту про стабільність і зростання засвідчив спробу поєднати фіскальну гнучкість і відповідальність у рамках відповідних правил. Однак така схема виявилась вразливою до можливостей опортуністичної поведінки та асиметричного застосування штрафних санкцій. Емпіричний аналіз підтвердив брак фіскальної конвергенції в інтеграційній зоні, який виявився в

© Віктор Козюк, 2013.

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

асиметричній автоматичній стабілізації фіскальної політики вздовж фаз ділового циклу в розрізі країн. Боргова криза в ЄВС стала поштовхом до запровадження більш жорсткої системи фіскальних правил, які, однак, не є поверненням до ідеології Маастрихтських критеріїв.

Ключові слова

Фіскальні правила, інституційні обмеження, критерії конвергенції, ЄВС, боргова вразливість, фіскальні реформи.

Класифікація за JEL: G18, G28.

Вступ

Обмеження на дискреційні бюджетно-боргові рішення розглядаються як невід'ємний елемент ефективного інституційного дизайну фіскальної політики. Слідування фіскальним правилам в економічній літературі розглядаються як один з варіантів підвищення боргової стабільності та платоспроможності країни. Формування валютних союзів викликало до життя специфічні рамкові умови запровадження інституційних обмежувачів на дискреційну фіскальну політику. Виникнення та функціонування Європейського валютного союзу продемонструвало те, наскільки експерименти зі спільною монетарною політикою та децентралізованими фіскальними режимами можуть породжувати певні конфлікти у світлі еволюції глобальної економіки. Економіка ЄВС є другою за своїм фізичним та геоекономічним потенціалом економікою світу. Від ефективності макроекономічного механізму в ній багато в чому залежить глобальна фінансова стабільність та перспективи економічного зростання в малих відкритих економіках Центрально-Східної Європи. З еволюцією валютних союзів та зростанням їх значення в забезпеченні глобальної макрофінансової стабільності можна пов'язувати обриси майбутнього економічного порядку.

Фіскальні правила у валютних союзах мають свою специфічну етимологію, що потребує окремого дослідження інституційних обмежень на фіскальну політику на прикладі ЄВС як найбільшого та найуспішнішого проекту зі створення та підтримання зони спільної монетарної політики. Боргова криза в ЄС-ЄВС, посилення дивергенції та погіршення ситуації у сфері макрофінансової стабільності відобразили, наскільки глобальна фінансова криза може

виявитись загрозливою для ефективного функціонування інтеграційного об'єднання. Наявність системи фіскальних правил не гарантувала уникнення погіршення ситуації у сфері фіскальної платоспроможності в зоні євро. При цьому найбільшою мірою боргова криза торкнулась тих країн, які тривалий час чи не найбільше перерозподіляли вигоди від членства в зоні монетарної інтеграції на свою користь.

Утім, боргові проблеми виникли в багатьох розвинутих країнах, а не лише в рамках ЄВС, хоча специфічний механізм макроекономічної політики в останньому робить його найбільш вразливим до фінансової турбулентності. Відсутність можливості зміни валютного курсу та жорсткий мандат на підтримання цінової політики Європейського центрального банку роблять проблему макроекономічної адаптації в ЄВС доволі складною і теоретичною, і політичною проблемою, завдяки чому боргова стійкість опиняється під прицілом особливо азартної глобальної спекуляції. Те, що ЄВС зіткнувся із проблемою суверенної платоспроможності окремих членів за наявності системи фіскальних правил, вимагає виходу за межі критики базового теоретичного апарату валютної інтеграції та концентрації на аналізі специфіки фіскальних правил у валютних союзах загалом і їх моделі та її еволюції на прикладі ЄВС зокрема, що робить дане дослідження актуальним.

Проблеми суверенної платоспроможності, монетарної інтеграції та інституційні механізми забезпечення фіскальної дисципліни

Так, основними напрямками аналізу фіскальної політики є: формування моделі глобального боргового нависання в розвинутих країнах та перехід фіскальних політик у режим функціонування за екстра-високих рівнів боргового тягаря [1; 2; 3; 4; 5]; виявлення браку ринкової дисципліни, яка мала би бути, по суті, екзогенним обмеженням реалізації ризикової боргової стратегії, спонуки до чого посилюються в період експансії глобальної ліквідності [6; 7]; пошук варіантів інституційних обмежень фіскальної експансії, особливо у світлі того, що фіскальні правила далеко не завжди гарантують адекватний макророзподіл менеджменту, а, отже, уникнення проблем у сфері інституційних викривлень реалізації боргової стратегії потребує більш складніших інституційних рішень [8; 9; 10; 11]; обґрунтування необхідності реалізації програм масштабної фіскальної консолідації, зокрема за допомогою модернізації інституційних механізмів контролю за фіскальною експансією, з метою забезпечення істотного зниження рівня боргового тягаря розвинутих країн у середньостроковому періоді [12; 13; 14; 15].

Водночас, монетарна інтеграція суттєво уточнює аналітичний ракурс досліджень фіскальної політики та вимагає спеціалізованого підходу. Розвиток теорії оптимальних валютних зон продемонстрував, що фіскальна політика в інтеграційних об'єднаннях повинна підпорядковуватись загальній логіці забезпечення ефективності спільної монетарної політики. Однак акомодативна роль фіскальної політики (роль із пристосування до шоку за допомогою дискреційних змін в обсягах доходів та видатків) щодо монетарної може виводитися з достатньо відмінних теоретичних і, що найголовніше, функціональних позицій.

Згідно з П. Кененом, у випадку, коли країни-учасниці інтеграційного об'єднання зазнають ураження асиметричними шоками, а валютний курс не застосовується для приведення економіки у відповідність до нових рівноважних умов, компенсацію втраченого попиту може бути забезпечено за рахунок спеціальних фіскальних трансфертів. Модель фіскальних трансфертів буде доволі ефективно функціонувати у випадку певної централізації податково-бюджетних рішень. Інституційний формат системи централізованих трансфертів зазвичай визначається глибиною інтеграції. Дещо пізніше Н. Мінтс та Г. Хаберлер продемонстрували, що ефективність монетарної політики у валютному союзі багато в чому буде визначатись готовністю країн-учасниць до утворення політичного союзу. Політичний союз розглядається з позиції схильності погоджуватись на спільні принципи економічної політики, готовності підпорядкувати втрати від асиметричних шоків вигодам від членства. Але найголовніше – що політичний союз є інституційною основою для координації та централізації фіскальних політик. Функціонування системи централізованих трансфертів, як це передбачав П. Кенен, повинно спиратись на принципи політичного союзу. Наголос на високому рівні інтеграції в даному випадку віддзеркалює значення фактора легітимності та примусу, які є складовими ефективною фіскальною системою будь-якої країни. Мірою еволюції теорії оптимальних валютних зон акцент змістився в бік домінування спільних принципів макроекономічної політики як основи для однотипного реагування на шоки. Спільність принципів політики дає змогу запобігати номінальній дивергенції валютного союзу без формулювання певних специфічних обмежувачів (детальний аналіз цих питань представлено в [16]).

Боргова криза в окремих країнах ЄВС підвищила інтерес до аналізу фіскальної політики в контексті того, наскільки однорідними повинні бути принципи її реалізації. Наявність процесу реальної конвергенції в рамках валютного союзу допускає, що фіскальні політики можуть бути відмінними і що, можливо, наявність значної фіскальної децентралізації є кращим вибором. Тобто, якщо з міркувань номінальної конвергенції фіскальна централізація у валютному союзі є кращим способом забезпечення його макроекономічної стійкості, то у випадку розриву у величині доходів на душу населення серед країн-учасниць національні бюджети краще впораються з макроекономічними

ми труднощами підтримання спільної валюти в децентралізованому режимі (дискусію про це представлено в [17]).

Однак значні напрацювання у сфері проблеми фіскальної конвергенції ЄВС, а також її інституційного забезпечення вказують на певні труднощі з вибором оптимальної моделі макроекономічного менеджменту, на яку погодяться всі учасники і яка відповідатиме принципам реалізації монетарної політики ЄЦБ. Необхідність реформування системи фіскальних правил ЄВС постійно перебуває на порядку денному економічної політики інтеграційного об'єднання, що стало особливо рельєфно видно у світлі масштабних реформ ЄВС у 2011–2012 рр. Відповідно, метою статті є показати наявність конфлікту між принципами конвергенції та принципами дизайну оптимальних фіскальних правил, внаслідок чого країни ЄВС опинилися в стані підвищеної боргової вразливості, а також довести, що еволюція інституційної моделі таких правил є відображенням способу подолання такого конфлікту відповідно до актуальних макроекономічних викликів.

Теоретичні засади макроекономічної дисципліни у валютних союзах: фіскальні критерії конвергенції та фіскальні правила

Водночас, практичне втілення ідей монетарної інтеграції передбачає, що досягнення певного рівня подібності як макроекономічної та структурної основи ефективного реалізації спільної монетарної політики потребує спеціальних критеріїв відповідності членству в монетарному союзі та процедур моніторингу фактичної ситуації на предмет відповідності таким критеріям. Прийняття гетерогенності економік як прагматичного факту є ключовим моментом обґрунтування так званих критеріїв конвергенції, які мають фіскальну складову. Звичайно, фіскальні критерії конвергенції – це ще не фіскальні правила в розумінні підходу Г. Копітса та С. Шиманського [18]. Принаймні модель формулювання правил й наявність застережень щодо примусу до їх виконання та експліцитних штрафних санкцій за їх порушення можуть потребувати додаткової специфікації, а отже, виходити за рамки інституційних засад політики конвергенції. Можна побачити, що фактично всі валютні союзи застосовують критерії фіскальної конвергенції.

Східно-Карибський Валютний Союз передбачає, що країни-учасниці повинні знизити рівень державного боргу нижче за 60 % ВВП до 2020 р.

Європейський Союз передбачає підтримання бюджетного дефіциту на рівні до 3 % ВВП та державного боргу на рівні до 60 % ВВП (Маастрихтський договір).

Західно-Африканський Економічний та Валютний Союз, як і ЄВС, передбачає наявність критеріїв конвергенції. Фіскальні вимоги до процесу конвергенції передбачають підтримання збалансованого бюджету та державного боргу не вище, ніж 70 % ВВП.

Центрально-Африканський Економічний та Валютний Союз також у структурі критеріїв конвергенції містить обмежувачі дискреційної фіскальної політики. Згідно з ними, країни повинні підтримувати бюджетний баланс доходів і видатків за мінусом грантів міжнародної допомоги та капітальних видатків, що фінансуються за рахунок зовнішніх надходжень. Державний борг не повинен бути вищим, ніж 70 % ВВП.

Слід відзначити, що між фіскальними критеріями конвергенції та, власне, фіскальними правилами існує функціональна відмінність. Основне призначення критеріїв конвергенції полягає у визначенні кількісних параметрів політики щодо членства у валютному союзі, незалежно від того, чи це стадія його формування, а чи стадія перебування. Реалізація політики на основі критеріїв конвергенції покликана забезпечити максимально можливе зближення економік для того, щоб валютний союз був функціонально ефективний. Включення в структуру таких критеріїв фіскальних змінних чітко засвідчує, що, незалежно від того, яку модель фіскальної політики обирають учасники валютного союзу (жорстка орієнтація на суверенну платоспроможність шляхом підтримання збалансованого бюджету, автоматична стабілізація в сукупності з можливістю застосування варіації структурного бюджетного балансу з метою пристосування економіки до шоку, дискреційні повноваження для стабілізаційної гнучкості тощо), необхідні певні рамки фіскальної дисципліни.

Як видно з вищерозглянутих положень теорії оптимальних валютних зон, застереження щодо необхідності гомогенності фіскальної політики не є однозначними. Тобто, вже на теоретичному рівні допускається потенційна оптимальність гетерогенних фіскальних позицій, особливо якщо йдеться про асиметричні шоки. Фіскальні критерії конвергенції не може бути напряму виведено з теорії оптимальних валютних зон. Вони є проявом більш загального макроекономічного підходу, згідно з яким фіскальна експансія в умовах орієнтації монетарної політики на цінову стабільність є ризиковою з міркувань підтримання макроекономічної стабільності. Також фіскальні дисбаланси можуть розглядатись з позиції фіскального домінування, тобто підпорядкування монетарних цілей завданням підтримання суверенної платоспроможності. Фіскальне домінування в принципі несумісне з монетарною політикою цінової стабільності, а реалізація монетарної політики на інших принципах взагалі ставить питання про потреби в заснуванні валютного союзу, якщо йо-

го члени не отримуватимуть вигоди у вигляді стабільної та надійної грошової одиниці, що емітується центральним банком, який користується довірою. Тобто обмеження на фіскальну політику в процесі конвергенції слід розглядати з тих міркувань, що децентралізація бюджетно-податкової складової економічної політики може породити цілу низку ситуацій, які не є прийнятними для функціонування валютного союзу, що складається з різних країн. Тут слід виділити:

- ефект витіснення. В умовах, коли відсоткові ставки задає союзний центробанк, відмінності в масштабах позикової діяльності окремих членів валютного союзу можуть призводити до виникнення негативних зовнішніх ефектів. Підвищення відсоткових ставок, що породжує ефект витіснення, є одним з них;
- асиметрії у стимулюванні сукупного попиту. Без обмежень на фіскальну гнучкість пристосування до асиметричних шоків може швидко призвести до появи значної відмінності в циклічній активності. Країни зі значнішими можливостями збільшення контр-циклічних дефіцитів опиняться в кращій ситуації, ніж країни, обмежені в доступі до ринків. Якщо одні країни будуть проводити політику більш чутливу до шоків, а інші – ні, то, насправді проблема циклічної дивергенції лише посилюватиметься. Порушення такого критерію оптимальності валютної зони як спільність принципів політики та однотипності реакцій на шоки гарантуватиме перманентний характер десинхронізації ділових циклів;
- фіскальний протекціонізм. Якщо можливості стимулювання економік у рамках членства у валютному союзі відрізнятимуться, то це означатиме, що країна з більшими можливостями розширення фіскальних розривів зможе опосередковано субсидувати своїх виробників, тим самим покращуючи їхні конкурентні позиції на спільному ринку. Така політика посилюватиме торговельні суперечності та порушить економічну основу інтеграційного об'єднання;
- боргову вразливість окремих країн-членів. У разі, коли фіскальна політика здійснюється без обмежень і залишається чи не єдиним стабілізаційним інструментом, вірогідність дефіцитного зміщення різко підвищується. Довіра до боргової політики може зникнути дуже швидко, адже країна не має можливостей знецінити державний борг. Антикризові заходи також ставлять питання про джерело допомоги, а окрім цього посилюють дивергенцію;
- боргову вразливість валютного союзу. За рахунок щільної інтеграції фінансових ринків боргові проблеми окремих країн можуть швидко перерости в боргові кризи в цілому валютному союзі. Каналами переливання негативних зовнішніх ефектів боргової експансії окремих країн є торговельні зв'язки, транскордонне володіння ак-

тивами. Спекуляції проти однієї країни можуть швидко перерости в масштабний розпродаж боргових зобов'язань усіх членів валютного союзу, провокуючи тим самим кризу, долання якої може поставити питання про оптимальність перебування в ньому тощо.

Те, якою важливою фіскальна дисципліна є для ефективного функціонування валютних союзів, відображає структура законодавчої бази запровадження правил фіскальної політики. Формування валютних союзів закладає основу для запровадження фіскальних правил на основі міжнародних договорів. Табл. 1 демонструє, що переважну більшість таких правил санкціонують відповідні міжнародні домовленості.

Таблиця 1

**Законодавча основа фіскальних правил,
кількість запроваджених правил [19, 32]**

	Тип правила			
	Видатки	Надходження	Баланс бюджету	Державний борг
Політичні зобов'язання	9	6	4	3
Коаліційні домовленості	2	1	1	2
Встановлені законом	14	3	13	7
Міжнародні договори	–	–	41	47
Визначені Конституцією	–	–	4	3
Разом	25	10	63	62

Примітка. Дані не враховують реформу Європейського Пакту про стабільність і зростання від 2012 р. та зміни до Маастрихтського договору від 2012 р.

Водночас, міжнародні домовленості щодо застосування правил фіскальної політики відображають складну інституційну динаміку, яка покликана врівноважити функціональні відмінності між політикою конвергенції та національною політикою макроекономічної стабільності. Критерії конвергенції, залежно від траєкторії формування валютного союзу та інституційних вимог до членства в ньому, набувають ознак фіскальних правил, особливо на стадії

його створення. Вони є експліцитним зобов'язанням, додержання якого є необхідним для набуття повноправного членства.

Однак, якщо такі критерії не будуть наділені всіма ознаками фіскальних правил, то вони можуть породжувати опортуністичну динамічну інконсистентність (від англ. – *dynamic inconsistency*). Країна слідує вимогам конвергенції на фазі вступу, але, приєднавшись до союзу, змінює стратегію і починає проводити довільну політику, нехтуючи критеріями членства. Це призводить до проблеми симетричного розподілу втрат і вигод, адже країна набуває вигоди від членства, але не бажає нести тягар такого членства. Якщо така політика супроводжується значними негативними зовнішніми ефектами, то політико-інституційні основи ефективного функціонування зони монетарної уніфікації будуть підриватись. Звідси побудова фіскальних критеріїв конвергенції на основі моделі фіскальних правил чи у процесі формування валютного союзу, чи в подальших періодах, є позитивно та нормативно зумовленою необхідністю. Додатково тут також слід розглянути низку питань.

Критерії конвергенції, специфіковані як фіскальні правила, а також власне фіскальні правила валютного союзу не виключають виникнення певного інституційного тертя. Можна розглянути два варіанта.

Перший. Та чи інша країна не схильна обмежувати себе у сфері реалізації фіскальної політики. Відповідно, членство у валютному союзі вимагатиме зміни інституційних рамок умов реалізації фіскальної політики, а отже, торкається складного набору формальних і неформальних елементів механізму макрорегулювання.

Якщо на політико-інституційному рівні не існує нехтування проблемою дефіцитного зміщення і фіскальні інститути побудовані на принципах довіри, відкритості, дисципліни та надійної платоспроможності, то запровадження фіскальних правил членства у валютному союзі не викличе заперечень.

У випадку, коли країна має низку проблем у сфері дефіцитного зміщення, фіскальні інститути не побудовано відповідно до принципів фіскальної дисципліни, перехід на більш жорстку модель контролю за фіскальною політикою може спричинити спротив окремих груп. Завдяки тому, що членство у валютному союзі передбачає вигоди, членство в ньому буде мотивувати до певних змін в інституційній моделі макрополітики. Однак такі вигоди будуть балансуватися не стільки з втратами (в розумінні переходу на теоретично гіршу за оптимальну політику) країни внаслідок більш жорсткої фіскальної політики, скільки з витратами окремих політико-інституційних груп, добробут яких може опинитись під обмежувальним впливом з боку переходу на фіскальні правила, що їх вимагає членство в зоні монетарної уніфікації. Чим більш очевидними вигоди будуть, тим більшою мірою формуватиметься тиск у бік виходу за рамки групових інтересів при аналізі втрат і вигод. Тим більшою мірою порівнюватимуться втрати і вигоди від членства для країни загалом, а відтак більш жорстка і дисциплінована політика не може не розгляда-

тись як суспільно небажана. Навіть попри наявність певного опору більш жорстким макроекономічним рамковим умовам членства у валютному союзі, можливість пакетного підходу до зіставлення втрат і вигод скоріше гарантуватиме виникнення сприятливої політичної конфігурації для згоди на перехід сфери бюджету в режим фіскальних правил. Звідси наднаціональний формат фіскальних правил, виражений відповідними міжнародними зобов'язаннями країни, може бути більш ефективним варіантом запровадження фіскальних правил, порівняно з пошуком внутрішньонаціонального консенсусу щодо їх запровадження. Досвід Європейського валютного союзу чітко вказує на те, що без відповідних вимог щодо обмежень на фіскальну дискрецію з боку процедур членства, низка країн-хронічних боржників навряд чи досягли б внутрішньополітичної згоди щодо запровадження фіскальних правил (що на прикладі статусу центробанків доводиться в [20, 185–188]). Аналогічно наявність більш жорстких фіскальних правил на національному рівні, що не суперечать правилам фіскальної політики валютного союзу, буде лише вітатись. Будь-які варіанти забезпечення фіскальної дисципліни, виражені ідіосинкратичним національним підходом, посилюватимуть макроекономічну стійкість валютного союзу і породжуватимуть неформальне середовище, що отримало назву тиску перів (*peers pressure*).

Другий варіант. Країна вже має фіскальні правила, структура яких не співпадає з моделлю правил членства у валютному союзі. Оскільки структура правил задає формат цільових установок фіскальної політики, то відмінності в підходах до ролі бюджету в макроекономічних корекціях справді можуть давати підґрунтя для політичної інтерпретації засадничих теоретичних контр-позицій. Якщо концептуальні розбіжності є доволі сильними, то вірогідність зміни правил буде залежати виключно від структури втрат і вигод від членства. Приклад формування ЄС-ЄВС чітко засвідчив наявність певного конфлікту між Великою Британією та, власне, ЄВС. Фіскальна модель Великої Британії передбачає обмеження на державний борг у 40 % ВВП в сукупності із золотим правилом (еквівалентність між величиною дефіциту та обсягами державних інвестицій). З точки зору моделі фіскальної політики, це означає допустимість майже необмеженої гнучкості в реакції на шоки (адже рестрикцій на бюджетний дефіцит не існує), але в разі покращення ситуації повернення до боргового ліміту вимагатиме значних первинних профіцитів. Модель ЄВС, виражена правилами конвергенції, а згодом Пактом про стабільність і зростання, передбачає обмежену гнучкість, але боргова межа також є значно вищою. Образно висловлюючись, у першому наближенні британське правило – значна амплітуда (необмежений дефіцит), мала частота (низька планка допустимого боргу до ВВП), а європейське – помірний й амплітуда, і частота, відповідно. Як показують окремі дослідники, обидва варіанти правил можуть мати свої переваги і недоліки. (Британці наголошують, що їхня модель фіскальних правил є кращою, хоча це не очевидно [21]). Тобто вибір на користь кожного з них спирається на політичну інтерпретацію теоретичних висновків. Завдяки цьому слизький баланс втрат і вигод від членства у валю-

тному союзу допускає маніпулювання з політичним тлумаченням порівняльних характеристик конкуруючих моделей правил. У разі необхідності наведення аргументів щодо фіскальної політики, завжди існуватиме можливість апелювати, що саме такі-то правила кращі, і кращі вони тому, що більшою мірою відповідають певному функціональному призначенню.

Поточні асиметрії у фіскальній політиці є іншим прикладом того, чому фіскальні критерії конвергенції має бути побудовано за принципами правил. Якщо в теперішньому періоді спостерігатиметься достатньо істотний розрив у рівнях державного боргу чи в характері реакцій первинного бюджетного балансу на шоки, то без певного примусу до консолідації довкола конвергентційних вимог фіскальна політика опинятиметься в позиції сильної залежності від попередньої траєкторії розвитку системи публічних фінансів. Асиметрична непослідовність у реалізації фіскальної політики та негативні зовнішні ефекти породжуватимуться тим, що відмінні стартові позиції боргового навантаження визначатимуть майбутню стабілізаційну ефективність фіскальної політики. Саме через те, що між величиною державного боргу і відсотковими платежами існує прямий зв'язок, стабілізуюча сила фіскального імпульсу і, відповідно, контр-циклічна ефективність бюджету буде визначатись тим, які можливості для боргового маневру має країна. Іншими словами, без достатнього рівня гомогенності в рівнях державного боргу асиметричні шоки відкриватимуть шлях до дефіцитного зміщення. Країни з вищим тягарем державного боргу можуть тяжіти до нього через те, що значний тягар відсоткових виплат обмежуватиме величину первинного дефіциту, а тому стимулювальний ефект досягатиметься за рахунок розширення дефіциту і збільшення боргу. Країни з малим початковим рівнем державного боргу можуть не стежити за його поверненням до попереднього рівня після періоду зростання стабілізаційних видатків. Вони не перебуватимуть в інституційному фарватері тиску перів. Тому перехід від стадії формування до стадії подальшого функціонування потребує посилення уваги до того, щоб політика конвергенції переросла в інституційне забезпечення фіскальної дисципліни. Правила політики є найпростішим способом побудувати відповідне середовище примусу до підтримання в належному стані фіскальних детермінант ефективного функціонування валютного союзу.

Запобігання віддаленого в часі погіршення фіскальних позицій у разі перманентних шоків чи в разі неможливості зниження рівня державного боргу нижче за встановлений максимум після тривалого часу перебування на цій відмітці, як у попередніх випадках, засвідчує вразливість зони спільної монетарної політики до відкладених у часі фіскальних проблем окремих учасників. Зміна характеру шоків, а також нагромадження вразливості до глобальних чи ідіосинкратичних шоків по каналах, які не передбачає стандартна теорія оптимальних валютних зон і, відповідно, не враховує економічна модель політики конвергенції, можуть породжувати неготовність до тих викликів, які ще невідомі в теперішньому часі. Наявність певних фіскальних буферів та вимог щодо утримання від затяжного перебування на межі оптимального рі-

вня боргового тягаря допускати, що в разі потреби експансивна фіскальна політика користуватиметься довірою. Її стабілізаційна ефективність буде значно вищою, порівняно з випадком, коли брак довіри до фіскальної експансії вимагатиме швидкого переходу до реалізації політики фіскальної консолідації. Аналогічно, будь-яка оптимальна величина, асоційована з виміром боргового навантаження, підпадає під «критику Лукаса». Фіскальні правила валютного союзу мають бути не просто продовженням політики конвергенції, а й механізмом адаптації країн-членів до функціонування в середовищі глобальних флуктуацій. Готовність переходу на нові, більш жорсткі, правила фіскальної політики для підтримання ефективності валютного союзу має бути включено в теоретичну модель та політичну ідеологію економічної інтеграції. Пошук механізмів підвищення ефективності Пакту про стабільність та зростання в рамках саммітів ЄС-ЄВС у 2010–2012 рр. продемонстрував, що така готовність дуже часто є політично вмотивованою. Країни, які мають на національному рівні ще більш жорсткі правила, займають позицію тиску перів щодо країн, яким бракує фіскальної дисципліни. Тоді як країни, змушені погоджуватись на більш жорсткі правила, розглядатимуть це як прояв зміщення балансу втрат і вигод або ж виклик національному суверенітету. За будь-яких обставин – це повертає нас до вищерозглянутої проблеми пакетного підходу до аналізу втрат і вигод від членства в зоні спільної валюти.

Еволюція інституційної моделі фіскальної дисципліни в ЄВС у світлі боргової кризи окремих країн зони євро

Приклад ЄВС засвідчує, що трансформація фіскальних критеріїв конвергенції у фіскальні правила не лише відбувається повільно, а й допускає певні відхилення від початкової ідеї запровадження жорстких обмежень щодо дефіцитів та боргів. Так, як відомо, фіскальний аспект критеріїв конвергенції було передбачено 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 найповніше мірою відображала ідею про те, що дискреційна фіскальна політика повинна бути суттєво обмежена. Досягнення боргової стабільності та посилення спільності принципів побудови механізму фіскальної політики створюватиме надійні основи для функціонування валютного союзу [22]. У світлі рівня розривів у масштабах державної заборгованості та величинах бюджетних дефіцитів можна однозначно стверджувати, що маастрихтські фіскальні критерії виглядали

нереалістичними, 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 по розвинутих країнах 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. Дані табл. 2 наочно це демонструють.

Таблиця 2

Фіскальна конвергенція в ЄВС до запровадження євро, 1991–1998 рр.

	Бюджетний дефіцит, % ВВП			Державний борг, % ВВП		
	1991	1995	1998	1991	1995	1998
Австрія	2,6	2,6	2,3	58,7	69,0	64,7
Бельгія	6,5	4,1	1,7	129,4	133,7	118,1
Данія	2,1	1,6	1,1	64,6	71,9	59,5
Німеччина	3,3	3,5	2,5	41,5	58,1	61,2
Греція	11,5	9,1	2,2	92,3	111,8	107,7
Іспанія	4,9	6,6	2,2	45,8	65,7	67,4
Франція	2,2	4,8	2,9	35,8	52,8	58,1
Ірландія	2,3	2,0	-1,1	95,0	81,6	59,5
Італія	10,2	7,1	2,5	101,4	124,9	118,1
Люксембург	-1,9	-1,5	-1,0	4,2	6,0	7,1
Нідерланди	2,9	4,0	1,6	78,8	79,7	70,0
Португалія	6,7	5,1	2,2	71,1	71,7	60,0
Фінляндія	1,5	5,2	-0,3	23,0	59,2	53,6
Швеція	1,1	8,1	-0,5	53,0	78,7	74,1
Велика Британія	2,6	5,8	0,6	35,7	54,1	52,3
ЄС-15	4,3	5,0	2,4	56,1	71,3	68,0
Критерій	3	3	3	60	60	60

Джерело: Побудовано на основі даних ECB Convergence Report за відповідні роки (www.ecb.int).

Формування ЄВС та перехід на єдину європейську валюту допустив, що майже половина його членів не відповідатиме фіскальним критеріям конвергенції. Також необхідність слідування політиці відповідності таким крите-

ріям передбачала, що окремі країни мають розпочати агресивні програми фіскальної консолідації або ж суттєво зменшити 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 [23]. Зниження відсоткових ставок сприймалось як невід'ємна ознака політики ЄЦБ, що користуватиметься довірою і жорстко дотримуватиметься політиці цінової стабільності. Неявно це означало, що інтеграція фінансових ринків у сукупності із жорсткою монетарною політикою створюватимуть сприятливі передумови для послаблення відсоткового тягаря, що полегшуватиме підтримання знижувальної траєкторії державного боргу.

Проте 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. Відсоткові виплати в умовах достатньо значної державної заборгованості майже повністю поглинали стабілізаційний ефект допустимих 3 % бюджетного дефіциту до ВВП. Маастрихтські критерії в такій формі повністю ігнорували стабілізаційні критерії ефективності фіскальної політики та не передбачали застережень щодо варіації структурного бюджетного балансу у відповідь на економічні коливання. Теоретичний аналіз маастрихтських критеріїв ще на ранній стадії їх запровадження відображав протиставлення жорсткості, необхідної для конвергенції, гнучкості, що затребувалась стабілізаційною ефективністю. Тобто спочатку мало місце явне толерування більш жорсткому підходу [23]. До цього ж додалась активна апологетика нової моделі мікс-політики у валютному союзі. Фіскальна політика повинна перебрати на себе частину відповідальності за пристосування економіки до нових рівноважних умов, коли монетарна політика централізована і здійснюється відповідно до пріоритету цінової стабільності, а валютно-курсний канал макроекономічної адаптації поглинуто внаслідок монетарної уніфікації. З іншого боку, підтримання фіскальної конвергенції в умовах, коли було б зроблено кроки зі стабілізаційного пом'якшення негнучких маастрихтських нормативів, потребувало би більш жорстких інституційних рамок контролю за фіскальною політикою в розрізі країн. 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. Фіскальні правила ЄВС повинні допускати певну циклічну гнучкість, але при цьому передбачати систему моніторингу та штрафні санкції за порушення середньострокових фіскальних цілей, погоджених на рівні Європейської Комісії. Основні складові ПСЗ представлено в табл. 3.

Відповідно до реформ 2005 р., у Пакт про стабільність і зростання було внесено корективи, покликані врахувати початкову гетерогенність країн-членів валютного союзу в аспекті вже нагромадженого боргу. Якщо країна підтримує державний борг на рівні або нижче за 60 % ВВП, її середньострокова фіскальна мета допускала підтримання 1 % ВВП структурний бюджетний дефіцит. Якщо країна переобтяжена державним боргом, то її структурний баланс повинен зводитись з нульовим сальдо або з незначним надлишком.

Як видно з дизайну фіскальних правил, відповідно до Пакту про Стабільність і Зростання, флексibilізація маастрихтських принципів у сукупності з формалізацією механізму примусу не є однозначним вибором моделі фіскальної політики в ЄВС. Макротеоретичний та інституційний аналіз ПСЗ відобразив наявність потенційних проблем у сфері фіскальної дисципліни в ЄВС, що в 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. Більш гнучка реакція бюджету на шок має компенсувати відсутність монетарної реакції. Поєднання децентралізованої гнучкої фіскальної та централізованої жорсткої монетарної політики почало розглядатись як базова модель мікс-політики в ЄВС, яка має істотні переваги. Тим більше, якщо на фіскальну експансію накладені маастрихтські обмеження, то певна дозована гнучкість не загрожуватиме процесам економічної конвергенції, а, навпаки, посилюватиме реальну та номінальну конвергенцію через згладжування ділових циклів у розрізі країн-членів [24]. 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 [25]. Більш ранній погляд на проблему фіскальної дисципліни засвідчував більше категоричності щодо ролі збалансованих бюджетів у забезпеченні економічного зростання та макроекономічної стабільності в процесах євроінтеграції [22]. Певні зміни в уявленнях про оптимальну фіскальну політику чітко вкоренились наприкінці 1990-х, внаслідок чого автоматичні стабілізатори та циклічний структурний баланс почали вважати кращою альтернативою жорсткому курсу на фіскальну дисципліну [26]. Прикметно, що наголосу на включенні фіскальної гомогенності в предметну царину аналізу відповідності ЄВС критеріям оптималь-

ності валютної зони не робили [16; 27], внаслідок чого автоматичну стабілізацію фіскальної політики неявно почали розглядати як функціональне доповнення вирівнювання ділових циклів, що є більш важливим для номінальної та реальної конвергенції.

Таблиця 3

Основні складові Пакту про стабільність і зростання до реформи 2005 р. та 2012 р. [24; 37; 40]

Маастрихтські критерії є базою дизайну фіскальних правил ЄВС, покликаних забезпечувати боргову стабільність та фіскальну конвергенцію. 3 % бюджетний дефіцит та 60 % державний борг залишаються ключовими лімітами поведінки фіскальних агрегатів

З метою надання фіскальній політиці певної гнучкості країна може застосувати середньострокові цілі щодо структурного балансу бюджету. Відповідно до стану економіки ЄС-ЄВС загалом, а також враховуючи особливі обставини, величина структурного бюджетного дефіциту може коливатись. У середньостроковій перспективі структурний баланс бюджету не повинен перевищувати 1% ВВП.

У випадку, коли країна не досягає середньострокової цілі щодо структурного бюджетного балансу, потрібно вжити заходів із фіскальної консолідації в обсягах 0,5 % ВВП.

Система штрафних санкцій за невиконання вимог фіскальної дисципліни. Якщо країна суттєво відхиляється від середньострокової мети щодо структурного бюджетного балансу і не вживає заходів щодо корекції, то, відповідно до рішення Ради Єврокомісії, щодо неї розпочинається процедура запровадження штрафних санкцій за політику надмірних дефіцитів. Модель штрафних санкцій є дворівневою. У випадку, коли активовано процедуру санкцій за надмірні дефіцити, згідно з рішенням Ради Єврокомісії, штрафна санкція передбачає внесок депозиту, на який нараховують відсотки, в обсязі 0,2 % ВВП. Дана санкція застосовується, якщо країна суттєво відхиляється від середньострокової фіскальної мети і неспроможна втілити рекомендації Єврокомісії щодо фіскальної консолідації. У випадку, коли країна перебуває в стані застосування до неї санкції у вигляді внеску депозиту, що приносить відсоток, але при цьому не вдається до заходів досягнення середньострокової мети, то штраф накладається у вигляді депозитного внеску, що не приносить відсотків, у тому самому обсязі.

По-друге, вихід за межі маастрихтської жорсткості затребувався з огляду на варіацію величини боргового тягаря в ЄС-ЄВС та зумовленості поточної політики минулим характером боргової експансії. Так, емпіричні дослідження чітко вказують, що поточна фіскальна політика доволі суворо лімітована минулим станом публічних фінансів і тягар відсоткових виплат є суттєвим фактором обмеження бюджетного маневру з допомогою первинного дефіциту [28; 29; 30]. 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 сильно 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 [31]. 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 [28]. Відмінності в інституційних рамкових умовах фіскальної політики, включно з бюджетними процедурами, формують передумови для фіскальної дивергенції [32]. Ухвалення Пакту підтвердило вже сформовану тенденцію, що фіскальна конвергенція в ЄВС відбувається здебільшого щодо принципу автоматичної стабілізації та циклічного балансування бюджету. Однорідність реакції на спад за допомогою розширення бюджетного дефіциту є більш чітко вираженою, ніж симетричність у реакціях профіциту на економічне зростання [33]. 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, якщо конвергенція у сфері дефіцитів та державного боргу є самостійною цінністю та функціональною складовою ефективною спільною монетарної політики. Фактично це означає, що Пакт заклав формальні основи під таку макромодель фіскальної політики, яка допускає асиметричну автоматичну стабілізацію в розрізі ділового циклу, а наявність спірних питань, багатогранних тлумачень і місця для бюрократичної полеміки відкрила шлях для асиметричного застосування примусу до фіскальної консолідації в розрізі країн. Внаслідок цього Пакт про стабільність і зростання піддавався критиці практично одразу після свого впровадження [34; 35; 36; 37].

По-четверте, з позиції визначення критеріїв «ідеального» фіскального правила, згідно з Дж. Копітсом та С. Шиманським [18] (К-Ш критерії), ПСЗ

вміщує достатньо простору для вдосконалення. Аналіз відповідності Пакту про стабільність і зростання К-Ш критеріям засвідчує наявність істотних проблем. У першому наближенні Пакт не відповідає таким критеріям [38]. Традиційна дилема дизайну фіскальних правил, що передбачає вибір поміж таких альтернатив, як «довіра проти гнучкості» та «гнучкість проти простоти», повною мірою відображена в процесі переходу від маастрихтських критеріїв до фіскальних правил ЄВС. Гнучкість ПСЗ започаткувала проблему з довірою до боргової стійкості окремих країн. Також гнучкість як цільова орієнтація Пакту породила складну схему макроекономічних та інституційних форматів реалізації фіскальної політики, що відобразило явний відхід від простоти, очевидності та зрозумілості початкового маастрихтського підходу, а отже, транспарентності й довіри до фіскальних правил ЄВС.

По-п'яте, інституційний дизайн Пакту, особливо в частині норм щодо примусу до слідування правилам, продемонстрував наявність серйозного теоретичного та політико-інституційного провалу. Активація процедури щодо моніторингу надмірного бюджетного дефіциту, тлумачення особливих умов, які допускають вихід за межі середньострокової фіскальної цілі, правила голосування у процесі застосування санкцій допускають опортуністичну поведінку й, у принципі, не гарантують фіскальної дисципліни. Інституційний аналіз фіскальних правил чітко вказує на те, що без такої складової, як примус до слідування ним і експліцитні санкції, такі правила навряд чи є ними за визначенням [9; 10; 24; 39]. Але чинність правил відповідно до міжнародних договорів породжує кілька проблем, відомих як потреба в «контрактах щодо само-примусу» (*self-enforcing contract*) та «м'які закони» (*soft law*) [24].

А) Якщо правило запроваджено на міжнародному рівні, а на національному воно відсутнє, і при цьому країна не схильна його дотримуватись, то наявність додаткових умов, які би відображали так званий «контракт щодо само-примусу», краще запобігатиме опортуністичній поведінці, ніж виключно міжнародні договірні зобов'язання. Останні не гарантують чіткої лінії на застосування примусу, оскільки не існує неупередженого органу, який би на легітимній основі забезпечував примус. Орган, який запроваджує санкції в ЄВС відповідно до Маастрихтського договору та Пакту про стабільність і зростання, не можна вважати повністю незалежним і неупередженим. Процедури голосування також не гарантують об'єктивного результату. Утім, гострота даної проблеми може видатись вдаваною, якщо взяти до уваги, що більшість досліджень констатують відсутність вигод від опортуністичної поведінки в довгостроковому періоді. Дефіцитне зміщення, призводячи до погіршення боргової стійкості, може погіршити макроситуацію у відповідній країні. Звідси кооперативна поведінка країн-учасниць є кращою альтернативою, навіть якщо опортуністичну поведінку зумовлює політичний бізнес-цикл. Насправді система фіскальних правил до 2012 р. продемонструвала вразливість в аспекті того, що країни будуть схильні до самостримування опортуністичної поведінки. Іншим виміром проблеми є колективне дефіцитне зміщення у відпо-

відь на асиметричне застосування примусу до виконання санкцій з боку органу, неупередженість якого є під сумнівом. Якщо макрофінансове оточення цьому сприяє, то колективне дефіцитне зміщення в окремих випадках може перерости в демонстративний моральний ризик з боку урядів, фіскальна політика яких явно суперечить борговій стійкості.

Б) На відміну «контрактів щодо самопримусу», концепт «м'яких законів» допускає розв'язання проблеми в межах міжнародних договорів. Якщо запровадження контрактів, або, іншими словами, фіскальних правил, на національному рівні є проблематичним з політико-інституційних міркувань, то це не означає, що система стримування опортуністичної поведінки буде неефективною, якщо вона регулюється союзними правилами. У силу специфіки браку легітимності системи примусу в рамках міжнародних договорів, останні набувають форми «м'яких законів». Дія «м'яких законів» відбувається через зменшення трансакційних витрат, пов'язаних із моніторингом опортуністичної поведінки в групах, вигоди від існування яких спираються на добровільну кооперативну стратегію індивідуальних членів. Наявність міжнародних зобов'язань відкриває широкі можливості для неформальної корекції поведінки тих, хто займає опортуністичну позицію. Наявність формальних засобів примусу, навіть якщо їх активація часто здійснюється з порушенням принципів формальної неупередженості, тільки підсилює «м'які закони». Звідси, останні все одно є кращим варіантом розв'язання проблеми, ніж відсутність жодного інституційно специфікованого режиму координації учасників та запобігання опортунізму.

Аналіз ПСЗ з інституційних позицій не дає однозначної відповіді. З одного боку, еволюція інституційної моделі фіскальних правил продемонструвала, що ухвалення Пакту є рухом у бік складності за рахунок послаблення системи примусу. ПСЗ у версії 1997 р. та 2005 р. виявився, швидше, «м'яким законом» [24, 33–34]. Тільки реформи фіскальної політики ЄС-ЄВС 2012 р. продемонстрували повернення до ідеї необхідності запровадження «контрактів щодо само-примусу» [40]. Тобто, якщо сам факт наявності ПСЗ є цінністю, то його інституційна характеристика як «м'якого закону» не повинна викликати негативних оцінок, адже система формального і неформального примусу активувалась не раз (наприклад, щодо Греції та Португалії). З іншого боку, бюрократичні суперечки щодо трактування окремих положень про «виняткові умови» між Брюсселем на окремих країнами, неспроможність забезпечити неупередженість та об'єктивність у застосуванні «процедури надмірних дефіцитів» (вища вірогідність застосування санкцій щодо малих країн та обмеження тиском перів щодо великих країн) продемонструвала, що інституційна модель фіскальних правил ЄВС може піддаватись фрустрації [41; 42]. Схематично динаміку та дилему інституційного вибору щодо моделі фіскальних правил можна представити на рис. 1. У світлі боргової кризи в ЄВС та реформ 2012 р. можна побачити певну зацикленість динаміки інституційного пошуку моделі фіскальної політики, яка відображає, що відхід від маастрихтських принципів на угоду фіскальній гнучкості не гарантував боргової стійкості.

Рисунок 1

Інституційний вибір моделі фіскальних правил у ЄВС

Емпірична панорама
фіскальної дивергенції ЄВС

та реформи фіскального устрою зони євро

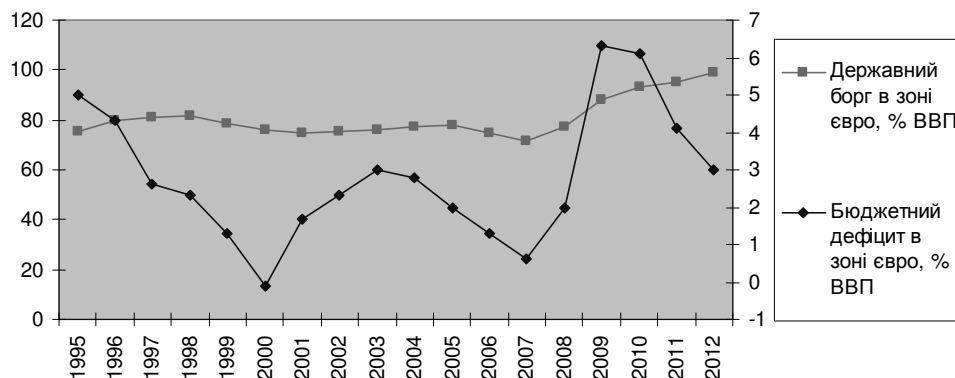
Емпіричний аналіз розвитку фіскальної ситуації в ЄВС вказує на те, що виявлені теоретичні прогалини в інституційній моделі Пакту про стабільність і зростання слід доповнити. Альтернатива «конвергенція проти гнучкості» викривлюється у світлі того, як специфіка докризового макрофінансового середовища зумовлювала тенденцію до дивергенції, яка ще більше посилилась після кризи. Так, еволюція фіскальної позиції ЄВС, представлена на рис. 2, дає підстави вважати, що, незважаючи на запровадження фіскальних правил, ні Маастрихтські вимоги, ні Пакт про стабільність і зростання не виступили каталізаторами зниження рівня боргового тягаря в середньому по ЄВС до рівня у 60 % ВВП.

Як видно з рис. 2, варіація рівня державного боргу набагато менша, ніж бюджетного дефіциту, що підтверджує тезу про стабілізаційний характер фіскальної політики та її орієнтацію на підтримання попиту в умовах макроекономічних шоків. Причому, до кризи спостерігається не однакова тенденція до зв'язку між дефіцитами та боргом. До 2000 р. зниження дефіциту тягне за собою незначне зниження боргового навантаження. Після – більш повільне падіння обсягів негативного сальдо бюджету супроводжується співмірним із

першим періодом зниженням величини боргу до ВВП. По суті, це є свідченням зниження величини відсоткових виплат. Досягти цього ж ефекту після глобальної фінансової кризи вже не вдається. Різке зниження бюджетних дефіцитів уже не може одразу загальмувати зростання державного боргу. Відсутність спадаючого тренду величини державного боргу до ВВП відповідно до маастрихтських лімітів вказує на те, що загалом по ЄВС жорсткі вимоги щодо фіскальної дисципліни підірвалися асиметричними стабілізаційними міркуваннями. Тривале перебування на траєкторії державного боргу, величина якого є вищою за норматив, також свідчить про небажання більшості країн досягати його зниження нижче за 60 % рівень тільки тому, що ця поправка допускає відсутність санкцій та сприймається як номінальний якір боргової стабільності.

Рисунок 2

Фіскальна позиція зони євро, 1995–2012 рр.

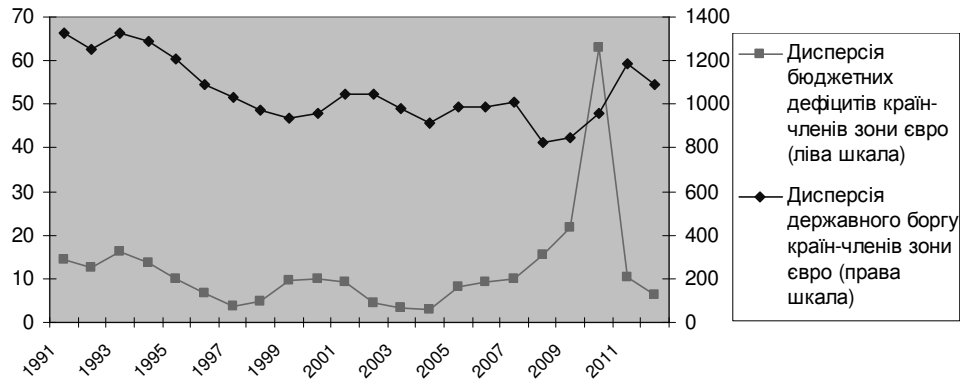


Джерело: Побудовано на основі даних ОЕСР (www.oecd.org) та ЄЦБ (www.ecb.int).

У ракурсі аналізу проблеми фіскальної конвергенції ситуація є ще більш суперечливою, про що свідчать дані, представлені на рис. 3–5.

Рисунок 3

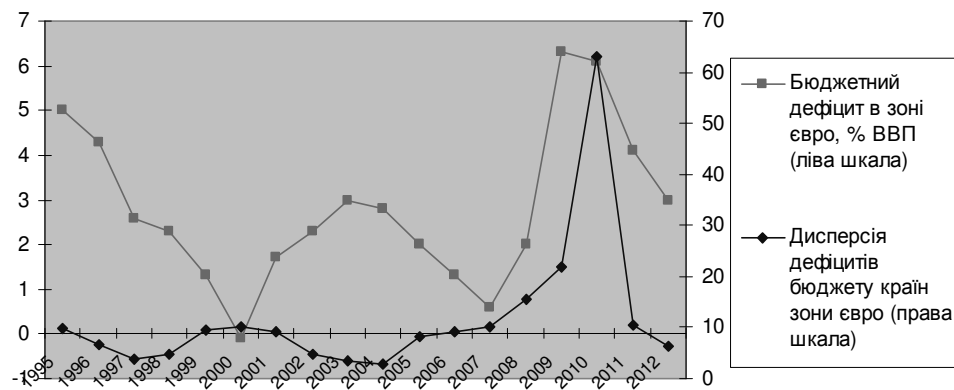
Фіскальна конвергенція в зоні євро, 1991–2012 рр.



Джерело: Побудовано на основі даних ОЕСР (www.oecd.org) та ЄЦБ (www.ecb.int).

Рисунок 4

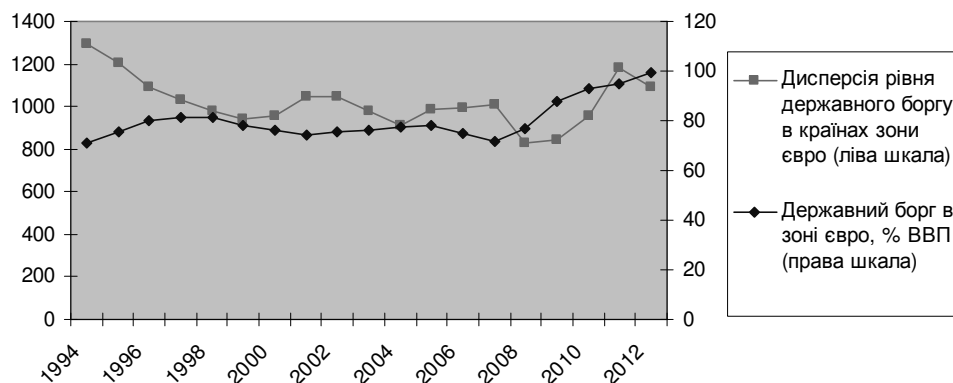
Бюджетний дефіцит зони євро та дисперсія дефіцитів бюджету країн – членів зони євро, 1995–2012 рр.



Джерело: Побудовано на основі даних ОЕСР (www.oecd.org) та ЄЦБ (www.ecb.int).

Рисунок 5

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



Джерело: Побудовано на основі даних ОЕСР (www.oecd.org) та ЄЦБ (www.ecb.int).

По-перше, маастрихтські критерії, підтверджені в Пакті, мали би вказувати достатньо чітку тенденцію до зменшення дисперсії показників фінансових дисбалансів в інтеграційній зоні. Навіть допускаючи певні коливання величини дефіцитів відповідно до ідіосинкратичних шоків, борговий ліміт мав би виступати фактором відносно стаціонарного тренду дисперсії бюджетних дефіцитів і державних боргів. Однак рис. 3 демонструє дещо іншу тенденцію. Можна спостерігати наявність певних мікро-циклів в процесах фінансової конвергенції. До 2005 р. загальний тренд у бік зниження розривів у величині бюджетних дефіцитів та державних боргів у розрізі країн був доволі очевидний. Але при цьому чітко показник дисперсії з обох індикаторів найбільш швидко падав з 1991 р. до 1997 р., тобто до переходу на євро. Це означає, що програми конвергенції до ухвалення Пакту виявлялись набагато ефективнішим механізмом забезпечення фінансової однорідності в ЄВС. Це підтверджують дані рис. 4, які засвідчують, що падіння величини бюджетного дефіциту в ЄВС за вказаний період кореспондує з падінням показника дисперсії. Відсутність аналогічного зв'язку щодо державного боргу (рис. 5) вказує на зумовленість приросту боргу минулою фінансовою політикою, що виражається в інерції варіації тягаря відсоткових виплат у розрізі країн. Ухвалення Пакту в 1997 р. є точкою нового циклу фінансової конвергенції, що засвідчує підвищення варіативності значень державного боргу та бюджетного дефіциту, але в менших діапазонах, ніж у домаастрихтський період. Тобто Пакт, як і передбачає його макрофункціональний дизайн, допустив гнучкість, але і певною мірою обмежив можливості до боргової експансії.

По-друге, дисперсії бюджетного дефіциту та державного боргу до кризи перебувають у доволі чіткому оберненому зв'язку з показниками фіскального дисбалансу та боргового тягаря. Іншими словами, фіскальний активізм доволі симетрично поширюється в розрізі країн-членів зони євро. Необхідність підвищення бюджетного дефіциту є подібною в розрізі країн, внаслідок чого його дисперсія до кризи падала. Це ж стосується державного боргу. У першому наближенні це означає, що кореляція шоків є достатньо високою. Країни-члени ЄВС досягли відчутного рівня конвергенції та швидше утворюють оптимальну валютну зону. Проте в другому наближенні це означає, що симетричне погіршення бюджетного балансу не компенсується симетричною схильністю до утворення профіцитів. Інакше показник дисперсії не перебував би в оберненій залежності з відповідними параметрами. Симетрія в розрізі циклу, однаково притаманна всім країнам, означала б відносно стабільний показник дисперсії. Така ситуація вказує на те, що досягнення конвергенції в номінальній та реальній площині не позначилось суттєво на фіскальній конвергенції. Країни ЄВС і надалі залишались у ситуації очевидного браку гомогенності у сфері фіскальної політики. ПСЗ не елімінував відмінності у фіскальних реакціях на шоки. Традиційну проблему асиметричної в розрізі циклу автоматичної стабілізації не було вирішено в рамках європейської моделі фіскальних правил. У сукупності з консервуванням тенденції до перебування державного боргу на межі та понад нею це призвело до посилення дивергенції внаслідок кризи та появи асиметрії у сфері суверенної платоспроможності в розрізі країн-членів.

По-третє, як підтверджують й інші дослідження, дивергенція ЄВС позначилася не під час чи після кризи, а до неї [17], що дає змогу вважати фактор циклічної поведінки глобальної ліквідності більш вагомим у поясненні причини розходження макроекономічних траєкторій в інтеграційній зоні. Однак найбільшою мірою криза вплинула саме на посилення розривів у фіскальних позиціях країн-членів ЄВС. З моменту настання кризи стрибок угору дисперсій бюджетного дефіциту та державного боргу починає корелювати з різким погіршенням фіскального балансу та борговим навантаженням. І тільки з 2011 р., коли ознаки боргової кризи розвинутих країн стали очевидними, позначилася тенденція до консолідації довкола необхідності збалансування бюджетів на середньострокову перспективу, що з лагом передається державному боргу. Проте найбільш небезпечною є ситуація, коли відсутність стимулів до економічного зростання в середньостроковій перспективі призводить до консервації так званих помірних дефіцитів, які цементують траєкторію державного боргу, що явно не вписується в рамки маастрихтських вимог конвергенції та Пакту. Це видно з того, що з 2011 р. падіння рівня дефіциту та уповільнення темпів зростання державного боргу зменшує дисперсії цих показників. Більшість країн опиняються в приблизно однаковій ситуації із завищеним рівнем державного боргу, потребою скорочення бюджетних дефіцитів та відсутністю чітких свідчень, що фіскальна політика буде спроможна розв'язати дилему відновлення платоспроможності та довіри ринків до бор-

гової політики, з одного боку, та підтримання попиту і зайнятості в умовах тривалої рецесії та дії автоматичних стабілізаторів, з іншого боку.

Запровадження нових механізмів забезпечення фінансової стабільності в зоні євро в сукупності з появою ознак того, що монетарна політика ЄЦБ буде більш гнучкою щодо підтримання ліквідності на ринках, виявилось недостатнім для стабілізації ситуації. Важливою складовою механізму спекуляцій проти суверенних боргових інструментів країн-членів є брак упевненості, що без інфляційного знецінення реальної вартості боргу окремі країни подолають проблеми у сфері публічних фінансів, особливо в умовах відсутності цінових важелів відновлення конкурентоспроможності в країнах «Півдня». Фіскальна консолідація та більш жорстка інституційна модель фіскальних правил у сукупності з релевантними структурними реформами є оптимальним варіантом стабілізації ситуації. У таких умовах реформування Пакту в сукупності з низкою нових ініціатив у сфері нагляду за макроекономічними процесами в інтеграційній зоні з позиції конвергенції покликані засвідчити подальше зближення економік країн-учасниць на основі принципів макроекономічної дисципліни.

У 2012 р. після періоду нестабільності на ринках суверенних боргових зобов'язань Греції, Іспанії, Італії, Ірландії, Португалії та загального погіршення ситуації у сфері публічних фінансів практично більшості країн ЄВС і погіршення очікувань щодо майбутнього євро, розпочалась реформа валютного союзу. Вона складається з п'яти регуляторних змін, директиви та нового Договору. Основою реформи є редакція Пакту про стабільність і зростання, що відома як «фіскальний компакт» (гра слів, від англ. compact – угода, ущільнювач) [40]. Основне призначення реформи:

- підвищити ефективність механізмів забезпечення фіскальної дисципліни в ЄВС з огляду на те, що чинні до 2012 р. фіскальні правила не втримали ситуацію у сфері публічних фінансів під контролем;
- посилити централізацію контролю за публічними фінансами країн-членів як на основі розширення повноважень Європейської Комісії, так і на основі вдосконалення механізмів координації макроекономічної та структурної політики в інтеграційній зоні;
- відновити процес конвергенції, зокрема посилити її роль у системі фіскальних правил, що гарантувало б уникнення асиметрій та диспропорцій у сфері боргового навантаження в розрізі країн-учасниць;
- гарантувати суверенну платоспроможність та відновити довіру ринків до інституційної моделі фіскальної політики, що дало би змогу подолати боргову кризу та розпочати складні процедури фіскальної консолідації в умовах стабілізації очікувань та послаблення тягаря рефінансування нагромаджених боргових зобов'язань;

- знизити напруження у сфері інституційної взаємодії між учасниками валютного союзу та його керівними органами, а також раціоналізувати процедури запровадження санкцій за невиконання взятих зобов'язань.

У першому наближенні видно, що СПЗ та «фіскальний компакт» спираються на одну і ту саму макроекономічну модель, що передбачає трактування маастрихтських критеріїв як базових обмежувачів фіскальної політики, допустимість стабілізаційної гнучкості в межах ділового циклу. Однак в аспекті забезпечення фіскальної дисципліни, примусу до виконання правил та механізму повернення до базового боргового ліміту Пакт у редакції 2005 р. та «фіскальний компакт» відрізняються (див. табл. 4).

Як видно з узагальнень, представлених у табл. 4, «фіскальний компакт» містить формальні та процедурні застереження щодо зниження державного боргу в разі, якщо він перевищує 60 % ВВП. Також, на відміну від Пакту, він не допускає первинний дефіцит, якщо державний борг перевищує 60 % ВВП. Імперативна вимога щодо зменшення державного боргу за таких обставин обмежує надмірну гнучкість Пакту, а також вимагає відновлення лінії на конвергенцію та гомогенність у ЄВС. При цьому сама гнучкість допускається, але чим меншим є державний борг, тим вищу гнучкість може собі дозволити країна при проведенні фіскальної політики.

У більш предметному варіанті реформи Пакту про стабільність і зростання суттєво уточнюють найбільш слабкі процедурні та формальні нюанси інституційної моделі фіскальної політики, спонукаючи до вищої відповідальності та дисципліни. Реформи Пакту торкнулись практично всіх ключових його складових: застосування процедури щодо країн з надмірними дефіцитами; превентивних заходів; механізму примусу до виконання фіскальних правил (див. табл. 5).

Відповідно до нової моделі фіскальних правил ЄС, більшість країн має розпочати процес корекції фіскальної політики, а окремі з них ще тривалий час будуть змушені підтримувати первинний профіцит для досягнення середньострокових фіскальних цілей [40, 10].

Принциповою складовою інституційних реформ фіскальної політики в ЄВС є запровадження вимоги щодо обов'язкової наявності правил фіскальної політики в національному законодавстві країн-членів, бажано конституційного характеру. Найбільш бажаними є фіскальні правила, які передбачають встановлення лімітів бюджетного дефіциту та державного боргу на рівні, що є нижчим за маастрихтські. Також фіскальні реформи в ЄС передбачають, що фіскальна політика на національному рівні повинна здійснюватись відповідно до принципу дисципліни. Досягнення фіскальної дисципліни в країнах-учасниках передбачається шляхом складних макроекономічних та структурних реформ, найбільш вираженою складовою яких є реформи інституційного каркасу фіскальних політик, що передбачають: запровадження пра-

вил; заснування незалежних фіскальних агенцій; визначення процедур, що обмежують дискреційність бюджетної політики та підвищують відповідність системи планування, складання, затвердження та виконання бюджетів принципам фіскальної дисципліни; централізацію фіскальних повноважень; перехід на середньострокове бюджетне планування [8; 43; 44].

Таблиця 4

Порівняння моделей фіскальних правил ЄС до і після реформи 2012 р.
[40, 8]

Механізм примусу	Фіскальне правило до 2012 р.	Фіскальне правило після 2012 р.
Коректуючі заходи Пакту про стабільність і зростання	3 % до ВВП – бюджетний дефіцит загального уряду	Так само
	60 % до ВВП – валовий борг загального уряду	Так само
		Зменшення державного боргу в середньому на 1/20 величини, що перевищує 60 %, впродовж 3 років
Превентивні заходи Пакту про Стабільність і Зростання	Середньострокові фіскальні цілі структурного балансу бюджету загального уряду	Так само
	Покращення структурного бюджетного балансу на 0,5 % ВВП, якщо середньострокову фіскальну мету не досягнуто	Так само
		Бенчмаркінг зростання видатків відповідно до тренду ВВП
«Фіскальний компакт»	–	Структурний баланс бюджету загального уряду як середньострокову фіскальну мету
	–	Покращення структурного балансу бюджету на 0,5 % ВВП, якщо середньострокову фіскальну мету не досягнуто

Таблиця 5

Основні процедурні реформи Пакту про стабільність та зростання відповідно до реформи 2012 р. [40, 8]

Імплементация процедури щодо надмірних дефіцитів
Застосування кількісних бенчмарків зниження державного боргу до ВВП у випадку, коли він перевищує 60 %, шляхом зменшення в середньому на одну двадцяту суми, що перевищує 60 %, впродовж наступних трьох років.
Зміна дефініції «виняткові обставини», які допускали відхилення від дотримання встановленої середньострокової фіскальної цілі, на дефініцію «суворий економічний спад у зоні євро та ЄС», що дозволяє більш наочно слідкувати за підставами збільшення первинних дефіцитів
Посилення наголосу на системі макроекономічного прогнозування при визначенні параметрів бюджетного дефіциту та середньострокових фіскальних цілей, що враховує імпліцитні зобов'язання, вивільнення коштів від пенсійної реформи, надмірні дисбаланси та потенційне зростання.
Заходи з корекції фіскальної політики, в разі ідентифікації, повинні бути вжиті в межах трьох місяців, порівняно з попереднім допуском вживання заходів у межах півроку.
Імплементация процедури превентивних заходів
Запровадження специфічних країнних середньострокових фіскальних цілей зберігається в сукупності із заходами з фіскальної консолідації в обсягах 0,5 % ВВП, якщо такі цілі не досягаються, але бюджетні параметри повинні враховувати несподівані надходження та структурні реформи
Встановлення бенчмарків щодо суттєвого відхилення від середньострокових фіскальних цілей на рівня 0,5 % ВВП у перший рік та 0,25 % у другий з урахуванням несподіваних надходжень, коштів, що вивільняються від пенсійних реформ, коштів на подолання стихійних лих.
Встановлення більш високих бенчмарків при обрахунку середньострокових фіскальних цілей для країн, державний борг яких перевищує 60 % ВВП, або які визнаються такими, де державний борг становить очевидний ризик перебування на траєкторії стійкості.
Обмеження часу активації процедури незгоди шістьма місяцями, що передбачає обов'язковість звіту Єврокомісії щодо своїх рекомендацій Європейській Раді. Якщо остання не бере до уваги такі рекомендації, то вони є об'єктом затвердження обернено простою більшістю голосів.
Застосування бенчмарків щодо видатків бюджету. Виконання середньострокових фіскальних цілей передбачає визначення такої траєкторії видатків, зростання яких передбачено на рівні, нижчому за середньострокову траєкторію зростання потенційного ВВП доки середньострокові фіскальні цілі не будуть досягнуті. Однак такі видатки не повинні включати відсоткові платежі, видатки, пов'язані з проблемою безробіття, та кошти, що централізуються в бюджет ЄС.

**Підвищення ефективності системи примусу
щодо бюджетної дисципліни в країнах-учасницях зони євро**

Застосування санкцій у вигляді 0,2 % ВВП депозиту, що приносить відсоток, у разі, коли країна не спромагається вжити заходів відповідно до рекомендації Ради ЄС щодо корекції суттєвого відхилення від середньострокових фінансових цілей Рішення Ради ЄС застосовувати дану санкцію ухвалюється на основі правила оберненої кваліфікованої більшості. Внесення пропозицій щодо внесення змін у рішення допускається на основі кваліфікованої більшості.

Застосування санкцій у вигляді 0,2 % ВВП депозити, що не приносить відсоток, у разі, коли попередня санкція вже застосовується, але Рада ЄС ідентифікує надмірні дефіцити, а незгода з рішенням щодо фінансової корекції є вкрай серйозною.

Стягнення в сумі 0,2 % ВВП у разі, коли Рада ЄС вирішила, що країна не вживає жодних заходів для корекції надмірних дефіцитів. Депозит, що не приносить відсоток, конвертується в стягнення.

Надання Європейській Комісії права розслідування випадків серйозних ознак можливого маніпулювання статистичними даними та застосування санкції у вигляді стягнення в сумі 0,2 % ВВП.

Включення в пакет фінансових реформ імперативних вимог щодо запровадження жорстких національних фінансових правил відображає складну інституційну динаміку в Європейському Союзі.

По-перше, подібний досвід уже мав місце щодо центральних банків. Маастрихтські вимоги чітко зазначали, що національні центральні банки країн-членів ЄВС повинні бути незалежними, а їхній мандат мав передбачати досягнення цінової стабільності. У подальшому ЄЦБ доволі жорстко стежить за додержанням даної вимоги, а оцінювання країн-кандидатів на вступ до ЄВС здійснюється відповідно до жорсткої процедури відповідності. Такі вимоги сприймалися як невід'ємні елементи досягнення інституційної гомогенності, що мала би сприяти конвергенції. У монетарній політиці фактор інституційних детермінант конвергенції розглядався як превалювальний. Поширення даного досвіду на фінансову політику певною мірою відображає спроби повторити успіх центральних банків у царині боротьби з інфляцією в проєкції на фінансову політику та боргову стійкість. Незважаючи на певне відставання фінансової теорії щодо інституційних механізмів забезпечення фінансової дисципліни від монетарної (в аспекті забезпечення цінової стабільності з допомогою інституціональних рішень), складність боргових проблем і неоднозначність можливостей провести масштабну фінансову консолідацію в багатьох країнах вимагає раціоналізації підходів до забезпечення ефективного макробюджетного менеджменту. Звідси, зміна парадигм у фінансовій

теорії відкриває шлях до створення інтелектуального підґрунтя для реформ інституційного каркасу фіскальної політики.

По-друге, необхідність фіскальних правил на національному рівні диктується суперечливим досвідом імплементації Пакту про стабільність і зростання. Фрустрація маастрихтських принципів на догоду гнучкості та стабільнізацийній ефективності в сукупності з бажанням компенсувати це дисципліною у сфері державного боргу породила складну систему інституційних взаємодій між країнами-членами і керівними органами ЄС, які допускали серйозні асиметрії в тлумаченні підстав для виходу за встановлені фіскальні ліміти та застосування санкцій. Проблеми легітимності, що виникають із комплексом інституційних важелів імплементації фіскальних правил у валютному союзі, повинні бути компенсованими національними рамковими умовами фіскальної політики. Тобто, якщо система союзних правил допускає прогалини із забезпечення фіскальної дисципліни і їх додержання, то така система повинна бути доповнена вимогою щодо запровадження національних правил. Інституційна модель фіскальних правил стає дворівневою, внаслідок чого відповідальність за їх виконання стає предметом моніторингу як на рівні ЄВС, так і на рівні окремих країн. Така прагматична реакція розробників фіскальних реформ ЄС засвідчує не стільки імпліцитне визнання провалу міжнародних підходів до побудови наднаціональних фіскальних правил, скільки пошук більш рельєфної моделі забезпечення дисципліни і відповідальності.

Запровадження окремими країнами навіть більш жорстких правил, порівняно з маастрихтськими критеріями та ПСЗ, свідчить, що існує інтенція до підвищення ролі самовідповідальності за макроекономічну, фінансову та боргову стабільність, навіть якщо вона породжує певні асиметрії в разі, якщо інші країни схильні до більш опортуністичної поведінки. Такі інтенції дають змогу перебувати серед «перів», а не підпадати під «тиск перів», завдяки чому відносні вигоди фіскального опортунізму обертаються втратою довіри з боку ринків та виникненням проблем із підтриманням суверенної платоспроможності. Боргова криза розвинутих країн та виникнення ризику посилення сумнівів у майбутньому євро спонукають і надалі до активних дій із фіскальної корекції.

Висновки

Підтримання ефективного функціонування валютного союзу неможливе без забезпечення фіскальної дисципліни. Припущення про те, що гнучка децентралізована фіскальна політика компенсує брак макроекономічної гнучкості, є переоціненими, з огляду на брак інституційних засобів стримування опортуністичної поведінки у сфері бюджету. Відхід від простих і жорстких Маастрихтських критеріїв у напрямку запровадження більш гнучкого і фор-

мально суворого Пакту про стабільність і зростання продемонстрував відхід від початкової ідеології конвергенції в напрямку контрольованої фіскальної децентралізації. Однак інституційна слабкість Пакту призвела до того, що фіскальна гомогенність у ЄВС почала систематично порушуватись завдяки асиметричній автоматичній стабілізації фіскальної політики в розрізі фаз ділового циклу. Фіскальні реформи 2012 р. продемонстрували відновлення більш жорсткого підходу до фіскальної дисципліни в ЄВС завдяки модернізації дизайну фіскальних правил. Однак базова ідеологія оновленого Пакту залишається незмінною. Компенсація макроекономічної гнучкості фіскальних правил у ЄВС компенсується підвищенням інституційної жорсткості у вигляді національних «фіскальних самообмежень». Еволюція та ускладнення інституційної моделі фіскальної дисципліни в ЄВС засвідчує збереження потенційного конфлікту між конвергенцією та фіскальною гнучкістю.

Література

1. Eichengreen B., Feldman R., Leibman J., Wyplosz Ch. Public Debts: Nuts, Bolts and Worries. – Geneva Reports on the World Economy 13. – 2011. – 198 p.
2. Cecchetti S., Mohantray M., Zampolli F. The Real Effects of Debt // Symposium for Achieving Maximum Long-Run Growth Sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming, 25-27 August 2011. – P. 1–33.
3. The Good, The Bad, And the Ugly: 100 Years of Dealing with Public Debt Overhangs. Chapter 3. // IMF World Economic Outlook. – Wash. (D.C.): IMF, 2012. – Oct. – P. 1–34.
4. Reinhart C., Reinhart V., Rogoff K. Public Debt Overhangs: Advanced Economy Episodes Since 1800 // Journal of Economic Perspectives. – 2012. – Vol. 26. - №3. – P. 69–86.
5. Reinhart C., Reinhart V., Rogoff K. Growth in a Time of Debt // American Economic Review: Papers and Proceedings. – 2010. – Vol. 100. – № 2. – P. 573–578.
6. Caceres C., Guzzo V., Segoviano M. Sovereign Spreads: Global Risk Aversion, Contagion or Fundamentals // IMF Working Paper. – 2010. – WP/10/120. – P. 1–30.
7. Alper E., Forni L. Public Debt in Advanced Economies and its Spillover Effects on Long-term Yields // IMF Working Paper. – 2011. – WP/11/210. – P. 1–24.
8. Fiscal Rules, Independent Institutions and Medium-Term Budgetary Frameworks // EC Survey. – 2011. – P. 1-13.
9. Wyplosz Ch. Fiscal Policy: Institutions Versus Rules // National Institute Economic Review. – 2005. – Jan. – № 191. – P. 70–84.

10. Hagen von J. Political Economy of Fiscal Institutions // Governance and the Efficiency of Economic System (GESY) Discussion Paper. – 2005. – № 149. – P. 1–14.
11. Current Domestic Fiscal Frameworks Across the EU // Public Finance in EMU. EC. – 2010. – P. 73-80.
12. Sutherland D., Hoeller P., Merola R. Fiscal Consolidation. Part 1. How Much is Needed and How to Reduce Debt to a Prudent Level? // OECD Economics Department Working Paper. – 2012. – № 932. – P. 1–76.
13. Price R. The Political Economy of Fiscal Consolidation // OECD Economics Department Working Papers. – 2010. – № 776. – P. 1–43.
14. Will It Hurt? Macroeconomic Effects of Fiscal Consolidation Chapter 3. // IMF World Economic Outlook. – Wash. (D.C.): IMF, 2010. – Oct. – P. 93–124.
15. Rother Ph., Schuknecht L., Starl J. The Benefits of Fiscal Consolidation in Uncharted Waters // ECB Working Paper. – 2010. – № 121. – P. 1–37.
16. Mongelli F. «New» Views on the Optimum Currency Area Theory: What Is EMU Telling Us! // ECB Working Paper. – 2002. – № 138. – P. 5–51.
17. Bini Smaghi L. Addressing Imbalances in the Euro Area // Central Banker's Speeches. BIS. – 2011. – Feb. 14. // www.bis.org.
18. Kopits G., Symansky S. Fiscal Rules // IMF Occasional Paper. – 1998. – OP/98/162. – 56 p.
19. Fiscal Rules – Anchoring Expectations for Sustainable Public Finance // IMF. – 2009. – SM/09/274. – P. 1–68.
20. Козюк В. В. Монетарні проблеми функціонування глобальної фінансової архітектури. – Тернопіль: Астон, 2005. – 512 с.
21. Murray A., Wilkes G. Fiscal Rules Ok? // Centre Forum. – 2009. – Jan. – P. 1–12.
22. Economic and Monetary Union. – Luxemburg: Office of Official Publications of European Communities, 1996. – 24 p.
23. Buitter W., Corsetti G., Roubini N. Maastricht's Fiscal Rules // Economic Policy. – 1993. – Vol. 8. – № 1. – 60–75.
24. Schuknecht L. EU Fiscal Rules: Issues and Lessons from Political Economy // ECB Working Paper. – 2004. – № 421. – P. 1–34.
25. Marin J. Sustainability of Public Finance and Automatic Stabilization Under A Rule of Budgetary Discipline // ECB Working Paper. – 2002. – № 193. – P. 1–36.
26. Lima P. de, Serres A. de, Kennedy M. Macroeconomic Policy and Economic Performance // OECD Economic Department Working Papers. – 2003. – № 353. – P. 58–63.

27. Dorrucchi E., Firpo S. European Integration: What Lessons for Other Regions? The Case of Latin America // ECB Working Paper. – 2002. – № 185. – P. 5-50.
28. Tujula M., Wolswijk G. What Determines Fiscal Balances? An Empirical Investigation in Determinants of Changes in OECD Budget Balances // ECB Working Paper. – 2004. – № 424. – P. 3–40.
29. Ardagna S., Caselli F., Lane T. Fiscal Discipline and the Cost of Public Debt Service: Some Estimations for OECD Countries // ECB Working Paper. – 2004. – № 411. – P. 3–36.
30. Caselli F., Giovannini A., Lane T. Fiscal Discipline and the Cost of Public Debt Service: Some Estimates for OECD Countries IMF Working Paper. – 1998. – №55. // www.imf.org.
31. de Bandt O., Mongelli F. Convergence of Fiscal Policies in the Euro Area // ECB Working Paper. – 2000. – № 20. – P. 5–28.
32. Strauch R., Hallerbrg M., von Hagen J. Budgetary Forecasts in Europe – the Track Record of Stability and Convergence Programmes // ECB Working Paper. – 2004. – № 307. – P. 3–45.
33. Козюк В.В. Фіскальна політика в Європейському валютному союзі: проблеми автоматичної стабілізації та конвергенції // Фінанси України. – 2006. – № 6. – С. 57–67.
34. Buti M. Will the New Stability and Growth Pact Succeed? An Economic and Political Perspective // European Commission Economic Papers. – 2006. – № 241. – P. 16–17.
35. Rui A., Afonso O. The «New» Stability and Growth Pact: More Flexible, Less Stupid? // Intereconomics. 2007. – Vol. 42. – № 4. – P. 224.
36. Verde A. The Old and the New Stability and Growth Pact along with the Main Proposals for Its Reforms: An Assessment // Transition Studies Review 13. – 2006. – № 3. – P. 484.
37. Fischer J., Jonung L., Larch M. 101 Proposals to reform the Stability and Growth Pact. Why so Many? A Survey // European Commission Economic Papers. – 2006. – № 267. – P. 4–21.
38. Marneffe W., Aarle van B., Wielen van der W., Vereeck L. The Impact of Fiscal Rules on Public Finance: Theory and Empirical Evidence for the Euro Area. – P. 13-15.
39. Drazen A. Fiscal Rules From Political Economy Perspective // Paper prepared for the IMF-World Bank Conference on Rule-Based Fiscal Policy in Emerging Market Economies, Oaxaca, Mexico, Feb. 14-16, 2002. – P. 1–28.
40. Barnes S., Davidsson D., Rawdonowicz L. Europe's New Fiscal Rules // EOCED Economics Department Working Paper. – 2012. – № 972. – P. 1–28.

-
41. Heipertz M., Verdun A. The Dog that Would Never Bite? What We Can Learn from the Origins of the Stability and Growth Pact // *Journal of European Public Policy*. – 2004. – Vol. 11. – № 5. – P. 768.
 42. de Haan J., Berger H., Jansen D.-J. The End of the Stability and Growth Pact? // *CESifo Working paper*. – 2003. – № 1093. – P. 13–15.
 43. Current Domestic Fiscal Frameworks Across the EU // *Public Finance in EMU*. EC. – 2010. – P. 73–80.
 44. National Fiscal Frameworks // *Evolving Budgetary Surveillance*. EC. – 2010. – P. 98–115.

Стаття надійшла до редакції 31 січня 2013 р.