

## ФИНАНСЫ. НАЛОГИ. КРЕДИТ

УДК 336.339

**В. В. КОЗЮК,**  
*профессор, доктор экономических наук,  
завкафедрой экономической теории  
Тернопольского национального экономического университета*

### **ОРИЕНТИРЫ ФИСКАЛЬНОЙ ИНТЕГРАЦИИ В ЕВС: ТЕОРИЯ ФИСКАЛЬНЫХ СОЮЗОВ И ГЛОБАЛЬНЫЙ ФИНАНСОВЫЙ КРИЗИС**

*Доказана более тесная связь уязвимости макроэкономического механизма ЕВС (Европейского валютного союза) с колебаниями глобальной ликвидности, чем с отсутствием системы централизованных трансфертов. Обосновано, что фискальная конвергенция выполняет самостоятельную стабилизирующую роль, а способность реагировать на асимметричные шоки определяется уровнем накопленного долга. Очерчены возможности обеспечения фискальной конвергенции, суверенной платежеспособности и способности реагировать на асимметричные шоки без риска долговой нестабильности.*

**Ключевые слова:** фискальный союз, ЕВС, асимметричные шоки, фискальная конвергенция, государственный долг, финансовые дисбалансы.

---

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

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

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

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

Долговой кризис отдельных стран ЕВС продемонстрировал, что задекларированные намерения по дальнейшей фискальной централизации должны соотноситься с концептуальными выводами о роли макробюджетных регуляторов в поддержке стабильности в интеграционном объединении, степень соответствия которого критериям оптимальной валютной зоны продолжает оставаться дискус-

**Козюк Виктор Валерьевич (Kozyuk Viktor Valer'evich)** — e-mail: victorkozyuk@rambler.ru.

сионной. Реформы макрофискального каркаса ЕВС уже отобразили усиление централизации в отдельных процедурных вопросах (например, определение для каждой страны ограничений на целевой структурный первичный баланс бюджета, если имеет место превышение государственным долгом 60% ВВП), что открывает возможности для дальнейших дискуссий о вариантах учреждения фискального союза в тех или иных формах. Несмотря на это, его создание продолжает оставаться достаточно рискованным политическим проектом, чему свидетельством жаркие академические дебаты.

Наиболее сложным моментом в реализации проекта дальнейшей макроэкономической интеграции зоны евро является теоретическое соотнесение потерь и выгод от усиления централизации в сфере фискальной политики с характером проблемы, с которой столкнулся ЕВС. Релевантные модели централизации могут существенно отличаться друг от друга и иметь совсем иные алгоритмы функционирования и, что не менее важно, способы обеспечения политической поддержки. Во многом проблема обоснования вариантов реформирования системы, регулирующей фискальную политику в интеграционном объединении, связана со стремлением предотвратить кризисы суверенного долга, которые могут подрывать основы надежного функционирования зоны общей валюты и ухудшать эффективность общей монетарной политики. Однако эта проблематика теоретически выходит за границы параметра регулирования суверенной платежеспособности и касается значительно более широкого круга вопросов, которые возвращают к основам интеграционных процессов — реакциям на шоки и степени конвергенции. При этом, как ни удивительно, теоретические исследования фискальных союзов значительно больше отдаляются от того, как обеспечить суверенную платежеспособность, по сравнению с тем, как предотвратить потери благосостояния в условиях асимметричных шоков. Отсюда, рассмотрение проблем фискальной интеграции в Европе в более широком контексте, чем под углом зрения узкого толкования фискального союза как комплементарной теории оптимальных валютных зон, остается актуальным.

Фискальный аспект теории оптимальных валютных зон с самого начала продемонстрировал отсутствие консенсуса по поводу того, что важнее для эффективного функционирования зоны монетарной интеграции — достижение фискальной конвергенции (уменьшение вариации бюджетных дефицитов и показателей государственного долга в странах-членах), которая бы также предполагала поддержку государственного долга на уровне, не вызывающем сомнений в платежеспособности страны и не приводящем к перераспределению совокупного спроса в пользу отдельных активистских стран, или возможности применения фискальной политики как стабилизационного инструмента, компенсирующего нехватку монетарных каналов приспособления к асимметричным шокам. Заложенный П. Кененом в теорию фискальных союзов, этот контроверсионный момент [1] частично был нивелирован благодаря рассмотрению вопроса о том, что централизация отдельных бюджетных функций может лучше обеспечивать реализацию макростабилизации в зоне общей монетарной политики (так называемый Отчет Комиссии МакДугала \*). При этом ключевым

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

моментом теории фискальной интеграции становится дизайн системы централизованных трансфертов, призванных обеспечить приспособливание к асимметричным шокам. В экстраполяции на ЕС целый ряд ранних исследований выделил наличие существенного потенциала для улучшения механизмов приспособливания к асимметричным шокам, реализованного в форме фискального союза, между членами которого циркулируют стабилизационные трансферты [2; 3; 4; 5].

Кризис суверенного долга возобновил изыскания в сфере фискальной централизации в интеграционном объединении. Большинство таких исследований существенно дополняют устоявшиеся формальные модели фискального союза, в которых на передний план выводятся варианты оптимальных фискальных реакций в разрезе уровней централизации. Это позволяет выделить определенные теоретические модели фискальной интеграции (табл. 1).

В экстраполяции на зону евро теории фискальных союзов можно увидеть ряд существенных дискуссионных моментов, которые делают возможным выделение полярных направлений анализа проблемы, которые обосновываются в научной литературе. С одной стороны, система централизованных трансфертов специфицирована под решение задач по нивелированию процессов дивергенции (усиление асинхронности и снижение коррелируемости темпов роста в разрезе стран-членов) вследствие действия асимметричных шоков и отсутствия монетарных рычагов приспособливания к ним. В условиях действия общего шока монетарная реакция является лучшим вариантом. Более того, фискальная централизация не учитывает проблему нахождения разных стран-участниц на разных стадиях реальной конвергенции, вследствие чего взносы в централизованную систему будут уже перераспределительными *ex ante*. Конкуренция между территориями, стремящимися к более быстрому росту для выравнивания доходов на душу населения в среднем по интеграционной зоне, будет ослабевать [9]. Глобальный финансовый кризис начался как симметричный шок и только в дальнейшем спровоцировал асимметричные реакции. Кризис ликвидности не обязательно должен решаться путем централизации бюджетных механизмов. Фискальный союз в чистом виде не является оптимальным ответом ЕС – ЕВС [8].

С другой стороны, механизм макроэкономической политики в ЕВС опирается на переоценку рыночной дисциплины в обеспечении суверенной платежеспособности, а вероятность асимметричных шоков, связанных с корректированием финансовых дисбалансов, вообще не рассматривается. Распределение рисков в процессе приспособливания к шокам не позволяет говорить об отсутствии пространства для создания фискальных механизмов корректирования асимметричных шоков. Разработка наднациональных механизмов решения проблем суверенного долга, возникновение которых во многом связано с провалами в финансовом секторе, обеспечит лучшие рычаги функционирования зоны евро. Следовательно, углубление фискальной интеграции должно идти по пути усиления наднационального и национального институционального регулирования бюджетных дефицитов, затяжная поддержка которых угрожает целостности интеграционного объединения\*.

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

Таблица 1

Теоретические модели фискальных союзов \*

Модели	Теоретическая валидность	Функциональное назначение
Налоговый союз	В условиях низкой взаимозаменяемости товаров, которые торгуются в странах-участницах, изменения условий торговли приносят дестабилизирующие эффекты, поскольку страны выступают в роли монополистов	Координация в сфере налогообложения труда и потребления позволяет компенсировать интенции манипулировать изменениями условий торговли для достижения асимметричных выгод отдельными странами-участницами. Естественные предпосылки для распределения рисков (рыночная власть разных стран становится разной, что усиливает уязвимость к асимметричным шокам) могут сработать даже при финансовой автаркии. Но этого недостаточно, если отдельные страны осуществляют оппортунистическую торговую политику. При подобных предпочтениях в сфере налогообложения фискальный союз перекрывает искажения в области манипулирования условиями торговли
Трансфертный союз, или механизм фискального страхования против асимметричных флуктуаций ВВП	<p>1. Высокая взаимозаменяемость, умноженная на нехватку финансовой интеграции, разрушает систему распределения рисков по каналам диверсификации портфелей активов, а рыночная власть отдельной страны крайне слаба. Изменения условий торговли не настолько существенны по сравнению с другими барьерами приспособления к шокам.</p> <p>2. Финансовые фрикции, приводящие к тому, что “макрострахование”, даже при владении диверсифицированным портфелем активов, не гарантирует поддержку благосостояния в случае сильных асимметричных шоков.</p> <p>3. Незначительная открытость усиливает положительное влияние трансфертов.</p> <p>4. Асимметричные шоки не компенсируются общей монетарной политикой, а негибкость рынков только усиливает дивергенцию.</p> <p>5. Децентрализованная фискальная реакция на асимметричные шоки ухудшает макрофинансовую стабильность и т. д.</p>	Система централизованных трансфертов выполняет роль компенсатора стабилизационной фискальной политики. Формирование фонда трансфертов странами, находящимися в зоне положительного ВВП-разрыва, и направление денежных средств фонда в страны с противоположной циклической позицией имеют общие контрциклические последствия для всех участников, что усиливает номинальную конвергенцию и способствует выработке общей монетарной политики. Фискальная политика перебирает на себя стабилизирующую роль с учетом того, что приспособление к шокам по каналам рынков труда и рынков капитала не срабатывает в полной мере даже в границах одной страны. Межрегиональные трансферты предотвращают потери благосостояния из-за нехватки гибкости в приспособлении к шокам. В случае сильных и длительных шоков наличие системы трансфертов становится едва ли не единственным способом сохранить валютный союз, хотя такой тип шоков не гарантирует, что система централизованных стабилизационных трансфертов не превратится в механизм перераспределения благосостояния дотационного характера

Продолжение таблицы

Фискальный союз, обеспечивающий урегулирование институциональных проблем общей монетарной политики	<p>1. Распределение сеньоража может потребовать принятия специальных фискальных правил.</p> <p>2. Существуют специфические условия "неделимости" фискальной и монетарной политики, что требует дополнительной спецификации условий распределения потерь и выгод.</p> <p>3. Кредитование последней инстанции национальных суверенных и частных заемщиков имеет прямые макрофискальные последствия, способные породить асимметричные потери и выгоды</p>	<p>Данная модель фискального союза призвана специфицировать институциональный формат монетарной политики, имеющей конкретные последствия для бюджетов стран-участниц и их долговых стратегий. В условиях, когда союзный центральный банк разделен правом осуществлять экстренное предложение ликвидности, грань между фискальным и банковским союзами становится весьма условной. Наличие норм, регулирующих вопросы фискальных экстерналий общей монетарной политики, повышает политическую стабильность союза, поскольку модель распределения потерь и выгод от деятельности союзного центробанка определяется <i>ex ante</i></p>
Общий бюджет	<p>В соответствии с теорией фискального федерализма на высший уровень следует переложить те расходы, которые в наибольшей степени порождают эффекты макроэкономической стабилизации. В тесно интегрированном объединении стабилизационные возможности отдельных национальных бюджетов ограничены</p>	<p>Формирование общего бюджета за счет соответствующих закрепленных источников делает его независимым от проблемы пребывания разных стран в разных циклических позициях, вследствие чего могут возникать вопросы по критерию осуществления межстрановых трансфертов. Расходы общего бюджета позволят предотвратить проциклическое сокращение расходов в отдельных странах и тем самым сгладить асимметричные шоки. Также общий бюджет позволит более рационально позиционировать расходы по уровням бюджетной системы интеграционного объединения</p>
Общий механизм страхования на случай безработицы	<p>Расходы по страхованию на случай безработицы являются автоматическим стабилизатором. Осуществление таких расходов из национальных бюджетов может усиливать циклическую асинхронность и стимулировать фискальную дивергенцию</p>	<p>Централизация страхования на случай безработицы будет нейтрализовать ту часть необходимой автоматической стабилизации, которая обеспечивается национальными бюджетами, что повлечет за собой ухудшение фискальной конвергенции. Такая модель приближена к логике функционирования трансфертного союза, но имеет то преимущество, что она жестко оговорена в целевом плане и делает канал централизованных трансфертов четко специфицированным в качестве автоматических стабилизаторов. Также независимость выплат по безработице от национальных бюджетных ограничений уменьшает политическую цену стабилизационных решений</p>

Окончание таблицы

Долговой союз	<p>1. Недостаточная емкость национальных долговых рынков сужает возможности эффективных заимствований и делает их уязвимыми к спекулятивным атакам.</p> <p>2. Высокая склонность рынков капиталов к сегментации является асимметрично дискриминационной для отдельных суверенных заемщиков.</p> <p>3. Нейтрализация асимметричных влияний на первичный бюджетный баланс различий в размерах процентного бремени.</p> <p>4. Тесная связь между суверенными и частными спредами требует функционирования общего механизма кредитования последней инстанции, которое, делая возможным доступ к ликвидности, не подрывало бы основ независимости общей монетарной политики</p>	<p>Система самоответственности за суверенную платежеспособность в валютном союзе может не срабатывать как из-за нехватки рыночной дисциплины, эффектов глобальной ликвидности, так и из-за недоверия к принципу невозможности кредитования последней инстанции. Централизация механизмов кредитования последней инстанции за пределами фискального доминирования над союзным центробанком требует создания механизмов, гарантирующих масштабные заимствования в случае возникновения стабилизационных потребностей, а также избежание дискриминационного асимметричного доступа к источникам ликвидности, который усиливает дивергенцию. Объединение банковских и суверенных кризисов платежеспособности вообще угрожает стабильности валютного союза, поэтому долговой союз призван обеспечить централизацию механизмов предложения экстренной ликвидности</p>
---------------	--	---

\* Сгруппировано автором по [6; 7; 8].

В то же время дискуссии в стиле “за или против” дальнейшей унификации в ЕВС демонстрируют чрезмерную сосредоточенность на противопоставлении выгод от фискальной интеграции (создание более эффективных механизмов реагирования на асимметричные шоки, стимулов для усиления корреляции темпов роста, обеспечение общей монетарной политики более надежной фискальной базой и т. д.) потенциальным перераспределительным рискам, привносимым в централизованную систему отличиями в разрезе стран. Уменьшение внимания к проблеме фискальной конвергенции в маастрихтском духе существенно обедняет панораму анализа. Иными словами, снижение статуса номинальных выразителей конвергенции (3-процентный бюджетный дефицит, 60-процентный государственный долг к ВВП) по сравнению со структурными показателями дефицита бюджета в Пакте о стабильности и росте в макроаналитике ЕВС не учитывает дополнительные риски, связанные с интерпретацией ситуации в сфере дефицита и долга экономическими агентами и правительствами в национальных странах и Брюсселе. В большинстве исследований внимание не акцентируется на том, что фискальная конвергенция сама по себе может выполнять стабилизирующую роль, но при уровнях государственного долга, допускающих определенную фискальную гибкость в реагировании на шоки. Исходя из этого, **цель статьи** — показать, что бюджетно-долговые принципы обеспечения стабильности валютного союза не должны ограничиваться анализом потерь и выгод от альтернативных степеней фискальной централизации, а должны учитывать возможности достижения фискальной конвергенции путем снижения государственного долга и макроэкономической дисциплины.

Несмотря на существенные реформы в зоне евро в течение 2010–2011 гг., ЕВС сложно назвать полноценным фискальным союзом. В частности, это связано с тем,

что Маастрихтский договор вводит критерии номинальной конвергенции, а Пакт о стабильности и росте – фискальные правила, ассимилирующие эти критерии, но в определенном смысле являющиеся более широкими с точки зрения возможностей фискальной политики и институциональных механизмов их соблюдения. Соответствие ЕВС теоретическим признакам фискального союза показано в таблице 2. Однако макро модель функционирования зоны евро остается достаточно уникальной.

Таблица 2

## Соответствие ЕВС признакам фискального союза \*

Модели фискального союза и элементы централизации фискальной политики	Краткое описание	Маастрихтский договор (критерии фискальной конвергенции)	Пакт о стабильности и росте	Реформированный Пакт о стабильности и росте + "Фискальный компакт" + изменения в Маастрихтском договоре
Налоговый союз	Централизация налоговых ставок	Нет	Нет	Нет
Трансфертный союз	Наличие централизованной системы межстрановых трансфертов	Нет	Нет	Нет
Фискальный союз, регулирующий аспекты единой монетарной политики	Распределение сеньоража, взносы на формирование союзного центробанка и пр.	Да (независимость центробанка, наднациональное кредитование последней инстанции запрещено)	Нет	Нет
Механизмы макрострахования от рисков асимметричных шоков	Создание общего пула	Нет	Нет	Нет
Общий бюджет	Наличие централизованного бюджета для выполнения делегированных полномочий	Да (существовал еще до 1992 г.)	Нет	Нет
Долговой союз	Создание общего пула для преодоления кризисов суверенной платежеспособности	Нет	Нет	Да
Централизация фискальной дисциплины	Введение союзных правил	Правила конвергенции	Да	Да

\* Составлено автором.

Так, модель макроэкономической политики ЕВС опирается на принцип монетарной политики ценовой стабильности, свободного плавления курса евро и фискальной дисциплины, которая обеспечивается через императив самоответственности за долговую ситуацию (так называемый по bail-out principle). При таких обстоятельствах теоретически единственным источником бюджетных ограничений правительств стран-участниц являются рыночные процентные ставки. Переоценка способности рынков адекватно отображать суверенные риски в величине спрэдов достаточно быстро стала очевидна, в частности, в свете того, что элиминирова-

ние валютного риска частично заместило суверенный риск. При этом макроэкономическое правило “no bail-out” могло не пользоваться доверием, что порождало проблему морального риска \*. Отсутствие доверия к правилу долговой самоответственности является естественным следствием осознания рынками и правительствами ситуации, когда распад валютного союза излишне дорог и не будет иметь однозначных последствий для повышения благосостояния. Моральный риск принимался и инвесторами, делавшими возможными заимствования обремененных долгами правительств, и правительствами, разрешавшими политику, которая явно усиливала структурную дивергенцию ЕВС. Вопреки тому, что сложно установить, в какой степени отсутствие доверия к принципу долговой самоответственности повлияло на сжатие спрэдов, снижение последних оказалось крайне чувствительно к поведению глобальной ликвидности. В частности, повышение возможностей накопления государственного долга в валютном союзе было более реалистичным, чем теоретическое допущение того, что валютный союз тормозит фискальный активизм – активное применение дискреционных дефицитов для восстановления целевых темпов роста или занятости – вследствие отсутствия суверенного контроля над центральным банком [11]. Основная причина – снижение ставок и потеря фискальной дисциплины. Благодаря отсутствию корректирования номинального курса в фазе экспансии ликвидности ставки оказывались заниженными, что открыло возможности для чрезмерных заимствований, а в фазе сжатия ликвидности – завышенными из-за скачка спрэдов и спекуляции, связанной со структурной негибкостью экономик, в которых механизм внутренней девальвации не мог сработать эластично в ответ на мощный шок спроса. Отсюда следует важная доминанта посткризисных дискуссий о том, вызван кризис исключительно общей монетарной политикой или углублением разрыва в экономических политиках отдельных стран [12; 13].

Переход от критериев фискальной конвергенции к фискальным правилам Пакта о стабильности и росте стал ответом на видение роли фискальной политики в процессах приспособления к асимметричным шокам. Дизайн таких правил допускал большую гибкость в реакции бюджета на циклические колебания, в частности, из-за того, что целевой индикатор первичного бюджетного баланса выражался в структурном, а не номинальном измерении. В свою очередь, это открывало возможности к многозначным трактовкам ограничений на рост бюджетного дефицита в периоды затяжного замедления экономического роста (например, Германия и Франция несколько раз злоупотребляли этой трактовкой накануне кризиса, после чего к ним присоединилась Португалия, а затем Греция), благодаря чему институциональные ограничения на рост государственного долга также оказались фрустрированными [14; 15]. В целом можно сделать вывод, что более гибкий подход Пакта отобразил апологетику передачи на уровень национальной фискальной политики ответственности за сглаживание деловых циклов, что должно было бы поддержать валютную зону и через автоматические стабилизаторы национальных бюджетов, и через дискреционные действия в направлении корректирования спроса. Иными словами, на национальном уровне осталась ответственность за приспособление

\* Отсутствие данного типа доверия является отображением того, что переоценка роли рыночной дисциплины оставила ЕВС без механизмов противодействия суверенным кризисам и банковским паникам. То есть, проектирование дизайна макрополитики в ЕВС предусматривало, что потребность таких механизмов отпадет сама собой благодаря рыночной дисциплине. Но когда рыночная дисциплина не сработала, дизайн макрополитики, учитывавший ее как безапелляционный факт, оказался нефункциональным. Однако создание таких механизмов открывает путь к фискальной централизации в той или иной степени.



к шокам, а на союзном — контроль за соблюдением фискальной дисциплины. Однако предложенная в Пакте схема фискальных правил породила проблему фискальной конвергенции, механизмом обеспечения которой выступали с самого начала номинально выраженные маастрихтские критерии (3-процентный бюджетный дефицит, 60-процентный долг к ВВП). Структурная гибкость Пакта проектировалась, прежде всего, под "мягкие" ограничения возможностей сглаживать деловые циклы путем некоторого повышения текущей фискальной дивергенции, то есть вариация бюджетных дефицитов и долгов к ВВП среди стран-членов должна была бы вырасти. Слабым местом Пакта выступило то, что текущая фискальная дивергенция стала отправным пунктом перманентного усиления дивергенции в сфере публичных финансов, как только преодоление последствий глобального финансового кризиса стало требовать масштабных акций в сфере расходов. В противовес логике построения Пакта имеются свидетельства того, что фискальная политика играет весьма положительную роль в достижении синхронизации деловых циклов. Поддержка фискальной однородности (низкая дисперсия дефицитов и долгов в союзе) может лучше отвечать содержанию экономической интеграции, то есть созданию более целостной экономической системы, чем фискальный активизм, инспирированный апологетикой борьбы с асимметричными шоками [16].

Отсутствие в дизайне правила, которым предписывалось бы снижение уровня долговой нагрузки, в совокупности с низкими процентными ставками стало причиной того, что большинство стран зоны евро утратило мотивацию к обеспечению показателю долга к ВВП движения вниз от отметки в 60%. В условиях низких процентных ставок фискальная конвергенция приобретает искаженный вид. Не столь радикальное давление процентных выплат на первичный баланс бюджета ослабляло мотивацию к снижению государственного долга. Отсутствие репрессивной реакции спредов на это приводило к тому, что возможности уклоняться от снижения долга повышали гомогенность долговых позиций статистически. Страны в верхних диапазонах долговой нагрузки медленно снижали долг, страны с уровнем долга к ВВП в диапазоне 60–75% не спешили его снижать, а страны, поддерживавшие его на уровне 60%, не снижали и в дальнейшем. Иными словами, за период 2001–2008 г. вариация уровней государственного долга находилась в обратной зависимости от его среднего уровня (рис. 1). Как результат, фискальная уязвимость ЕВС усилилась из-за того, что уровень государственного долга на момент кризиса оказался относительно завышенным по сравнению с тем, что предусматривалось маастрихтскими критериями и Пактом.

Вторая существенная проблема — фискальная дивергенция на фоне асимметричных финансовых дисбалансов. Одни страны, охваченные реальной конвергенцией, проводили достаточно разумную политику циклического снижения долга к ВВП (Испания, Ирландия), а другие — придерживались политики роста государственного долга (Португалия, Греция) во времена, когда переживали положительный шок притока капиталов и бум на рынке активов. На фоне структурного меркантилизма так называемых стран Севера ЕВС столкнулся с проблемой поляризации по принципу "дефицита/профицита платежного баланса" [17; 18], в корректировании которого не нуждались в рамках валютного союза. Фискальная политика не несла ответственности за внешнее равновесие, а потому в чистом виде могла специфицироваться под потребности реагирования на асимметричные шоки. Такой сценарий не привел к усилению конвергенции деловых циклов, поскольку лишь подпитывал переключение расходов. Платежные дисбалансы в ЕВС по асимметриям в развертывании совокупного спроса в разрезе стран скрывали

асимметричную потерю глобальной конкурентоспособности. Фискальная экспансия в таких условиях не столько выравнивала деловые циклы путем сглаживания потребления, сколько углубляла дивергенцию платежных позиций. При этом фискальные дефициты в странах, утративших конкурентоспособность, подпитывали платежные профициты в странах-визави, даже на фоне того, что последние также могли сталкиваться с проблемой значительного структурного дефицита бюджета.



**Рис. 1. Долговое бремя и долговая конвергенция в зоне евро в 1994–2012 гг.**

Рассчитано и построено автором на основе данных: ECB Convergence Report [Электронный ресурс]. – Режим доступа : <http://www.ecb.europa.eu>; IMF Fiscal Monitor [Электронный ресурс]. – Режим доступа : <http://www.imf.org> за соответствующие годы.

В свете устойчивой позиции по асимметричному действию автоматических стабилизаторов в разрезе делового цикла дивергенция ЕВС имеет важный фискальный компонент. Повышение активистской роли фискальной политики в 2000-х годах по сравнению с 1990-ми годами не просто компенсирует отсутствие национальных монетарных политик, но и свидетельствует об отходе от принципов конвергенции и уязвимости к шокам глобальной ликвидности. Отличия в реакции спроса на глобальный шок до кризиса в разрезе стран основывались на том, что они находились в другом конкурентном окружении. Скорость реальной конвергенции обуславливала перегрев финансового сектора и платежный дефицит в одних странах и накопление значительных внешних позиций и платежный профицит – в других. Такие отличия задействовали механизм дивергенции, который повлек за собой в странах, находящихся в фазе положительного шока глобальной ликвидности, усиление неоднородности в плане поведения автоматических стабилизаторов и степени принятия риска избежания снижения государственного долга за отметку в 60%. Во время финансового кризиса снижение асинхронности в поведении автоматических стабилизаторов полностью компенсировалось тем, что страны резко разделились на способных накапливать государственный долг без существенных спекулятивных надбавок за суверенный риск (Германия, Нидерланды, Австрия, Финляндия) и на оказавшихся под давлением дискриминирующего поведения спрэдов (Италия, Испания, Португалия, Греция, частично Франция и Бельгия).

С учетом того, что фискальная дивергенция стала продолжением уязвимости ЕВС к шокам глобальной ликвидности, рассмотрения требует вопрос о фискаль-

ной интеграции под несколько иным углом зрения. Во-первых, недооценка номинальной фискальной конкуренции (как это предусматривают маастрихтские критерии: необходимость соблюдения 3-процентного бюджетного дефицита и 60-процентного государственного долга к ВВП) привела к распространению финансовой "инфекции" между странами ЕВС. Следует констатировать наличие новой модели спекуляции — против структурной негибкости (то есть, когда спекулянты осознают, что обеспечение приемлемого бюджетного баланса сопровождается значительными политико-экономическими потерями вследствие того, что экономике не хватает гибкости для восстановления конкурентоспособности по внутренним каналам приспособления к новым равновесным условиям (цены, зарплаты, реаллокация ресурсов)). Во-вторых, усиление расхождения в номинальных и структурных дефицитах бюджета и уровне государственного долга в период функционирования общей валюты (а не наоборот, как это предполагает логика реализации фискальной политики в валютном союзе без централизованного кредитования последней инстанции), хотя и отобразило эндогенную реакцию на некоторые циклические расхождения, но в первую очередь засвидетельствовало моральный риск долговой политики отдельных стран и неспособность Пакта о стабильности и росте гарантировать сочетание фискальной дисциплины и гибкости в реакции на шоки. В-третьих, завышенные уровни государственного долга в среднем по ЕВС накануне кризиса привели к тому, что дальнейшая необходимость его повышения для реализации стабилизационных мер повлекла за собой дивергенцию (в отношении как потери коррелируемости ВВП, так и фискальных показателей) в масштабах, угрожающих самому существованию ЕВС.

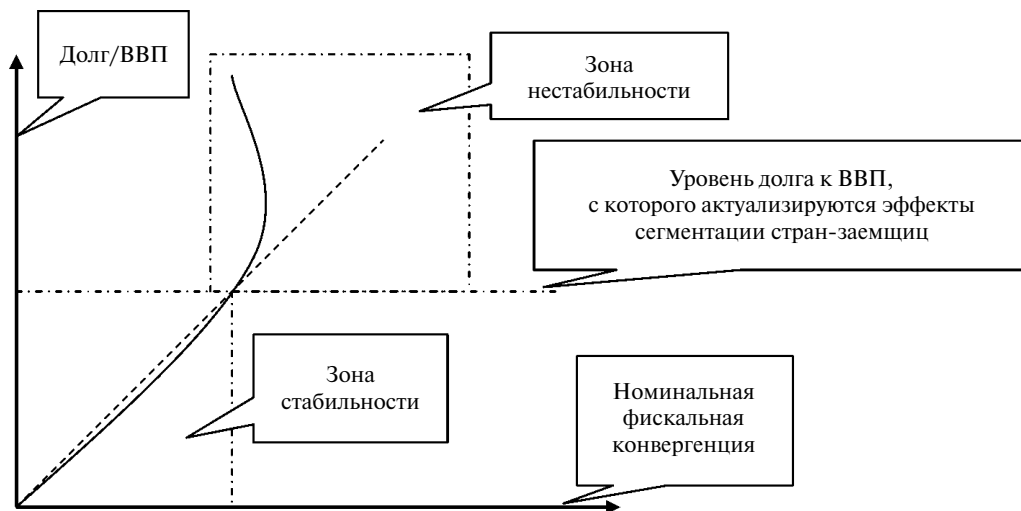
В то же время фискальная конвергенция в номинальном выражении не гарантирует валютному союзу макрофинансовую стабильность, поскольку не является нейтральной к уровню государственного долга, вокруг которого формируется сближение показателей. При более низких уровнях долга фискальная конвергенция повышает стабильность валютного союза по следующим каналам:

- устранение спекулятивного компонента;
- нейтрализация перераспределительных последствий оппортунистической долговой политики отдельных стран;
- наличие фискального пространства, допускающего стабилизационное повышение государственного долга в рамках реакции на симметричные шоки;
- доверие со стороны рынков к политике, которая свидетельствует о возврате на более низкий уровень долга после негативного шока.

При более высоких уровнях долга фискальная конвергенция является дестабилизирующей:

- потеря фискальной дисциплины может носить конкурентный характер;
- коллективный оппортунизм подрывает доверие рынков;
- при наличии структурной неоднородности экономик с определенного уровня государственного долга начинается сегментация стран исходя из соображений будущей платежеспособности, что приводит к дивергенции и дальнейшей дестабилизации.

Дискриминирующая сегментация стран со стороны рынков капитала является одним из наиболее опасных факторов нестабильности валютного союза, поскольку потеря такого критерия оптимальности валютной зоны, как симметричная доступность финансирования, усиливает дивергенцию. Взаимосвязь между номинальной фискальной конвергенцией и уровнем государственного долга в плане последствий для стабильности валютного союза графически изображена на рисунке 2.



**Рис. 2. Номинальная фискальная конвергенция, уровень долга к ВВП и стабильность валютного союза**

На рисунке 2 биссектриса отображает ситуацию, когда независимо от уровня государственного долга страны-участницы будут поддерживать в среднем приблизительно одинаковый его уровень. Такая ситуация является лишь теоретической, поскольку допускает одностороннюю функцию реакции на шоки при том, что последние симметричны. В случае сильных асимметричных шоков функция, увязывающая уровень долга со степенью конвергенции, будет выгибаться вверх. Но в случае жесткой склонности к снижению государственного долга после шока можно предположить, что фискальная конвергенция восстановится. Иными словами, оптимальная долговая политика будет осуществляться на основе того, что бюджетный дисбаланс в стабилизационных целях будет пользоваться доверием, поскольку в следующем периоде страна вернется на предыдущий уровень долга путем поддержки первичного профицита. Сам уровень долга таков, что образование профицита после приспособления к шоку не будет сопровождаться значительными политико-экономическими потерями. В случае, когда все страны будут использовать такую модель фискальной реакции на шок, угрозы суверенной платежеспособности на индивидуальном уровне не будет. Доминирование принципа фискальной конвергенции также будет предполагать, что синхронизация деловых циклов стран-участниц не испытает шоков долговой политики отдельных стран. Стабильность валютного союза будет обеспечиваться благодаря отсутствию дестабилизирующих последствий роста государственного долга, спекуляций и финансовой “инфекции”. Иными словами, оптимальная долговая политика на коллективном уровне будет эндогенно формировать фискальную конвергенцию даже при асимметричных шоках, а последняя будет создавать предпосылки для нейтрализации отрицательных эффектов перетока и обеспечения симметричности доступа к финансированию, что важно для поддержки оптимальности валютной зоны.

Переход на более высокие уровни государственного долга будет менять ситуацию. В определенной точке, демонстрирующей достижения по критической долговой нагрузке, начинают срабатывать эффекты сегментации. Функция, увязывающая долг к ВВП с номинальной фискальной конвергенцией, будет отклоняться от биссектрисы вверх и влево. Основная причина дискриминационной сегментации рынков — реакция спредов, за которой стоят ожидания участников рынка

того, что возможности поддержки платежеспособности станут все более вариативными в разрезе стран. Такие ожидания перерастают в спекуляцию, связанную со структурной негибкостью некоторых из них. Для валютного союза это — не теоретическое допущение, ведь восстановление конкурентоспособности не будет достигаться посредством изменения номинального курса, а потребует политико-институциональных потерь в процессе внутренней девальвации. Дальнейшее движение уровня государственного долга вверх будет предполагать, что страны сегментируются по принципу "тихих гаваней" и "рисковых заемщиков", вследствие чего разница в спредах изменит скорость аккумуляции долга и приведет к номинальной дивергенции. Потеря симметричного доступа к финансированию ослабит возможности реагировать на шоки так, чтобы стабилизационная политика пользовалась доверием. Валютный союз окажется в зоне нестабильности.

Сравнение рисунков 1 и 2 позволяет увидеть, что остановка фискальной конвергенции после образования ЕВС заложила основы для дальнейшей нестабильности не столько из-за нехватки централизованных фискальных механизмов, сколько из-за неспособности нейтрализовать асимметричное влияние колебаний глобальной ликвидности с помощью скоординированной экономической политики.

На основе опыта ЕВС можно сделать некоторые обобщения. При каждом последующем повышении уровня государственного долга возможности реагировать на асимметричные шоки без дестабилизирующих ожиданий в плане целостности валютного союза сужаются, а снижение государственного долга после шока становится все более сложной политико-экономической задачей. В силу этого при более высоких уровнях государственного долга поддержка фискальной конвергенции вызывает больше конфликтов в отношении стабилизационной реакции на асимметричные шоки, а поиски альтернативных вариантов обеспечения устойчивости валютного союза, например, путем фискальной интеграции, становятся зависимыми от того, насколько значительными политико-экономическими потерями будет сопровождаться процесс снижения государственного долга для расчистки фискального пространства, которое разрешает такую реакцию на асимметричные шоки, чтобы данная политика пользовалась доверием. Таким образом, выбор в пользу той или иной модели фискальной организации валютного союза не будет осуществляться исключительно путем противопоставления выгод от "мягкой" институционально закрепленной фискальной конвергенции выгодам от дальнейшей интеграции. С политико-экономической точки зрения, движение в сторону фискального союза будет обеспечиваться путем сопоставления потерь от: создания централизованной системы; снижения государственного долга до уровня, который делал бы возможной пользующуюся доверием стабилизационную реакцию на асимметричный шок; фискальной дивергенции (табл. 3).

Проанализировав таблицу 3, из экстраполяции на реформы ЕВС в 2011–2012 гг. можно сделать вывод о в целом адекватном выборе в пользу формирования фискальных механизмов поддержки суверенной платежеспособности, которые хоть и содержат определенные признаки конфликтов перераспределения, но призваны четко сигнализировать о том, что страна, столкнувшаяся сразу с банковским и суверенным кризисами, не будет генерировать предпосылки для дестабилизирующих спекуляций. Однако реформы Пакта о стабильности и росте следует признать недостаточно ориентированными на обеспечение принци-

пов фискальной конвергенции. С учетом ориентации Пакта на возможности стабилизационной реакции на асимметричные шоки, институциональный императив снижения государственного долга после приспособления к новым равновесным условиям выглядит недостаточно жестким. Несмотря на то, что новая редакция Пакта допускает обязательность снижения долга, ориентир в 60% ВВП играет несущественную роль в принуждении к оптимальной межвременной договорной политике. Возможности реагировать на асимметричные шоки в рамках соблюдения фискальной конвергенции ощутимо повысятся благодаря тому, что страны не будут воспринимать долговой критерий конвергенции как порог, достижение которого делает дальнейшие “потери” от снижения долга излишними. Подобное избежание снижения государственного долга будет обуславливать повышенную уязвимость валютного союза к тому, что увеличение заимствований в целях стабилизации будет пользоваться доверием.

Таблица 3

**Характеристика потерь при выборе варианта фискальной интеграции \***

Предметные сферы анализа	Создание централизованной системы	Снижение уровня государственного долга	Фискальная дивергенция
Общая характеристика потерь	Прямые взносы на создание централизованной системы, ограничение национальной дискреции, перераспределительный характер такой системы в случае затяжных асимметричных шоков, моральный риск экономической политики стран-бенефициаров	Политико-экономические ограничения (невозможность формирования оптимальных коалиций), рецессия в случае значительных мультипликаторов расходов, недостаток доверия к программам экономии, что приводит к повышению рисков суверенной платежеспособности, росту налогового бремени, ухудшению качества институтов и снижению инвестиций в человеческий капитал в долгосрочном периоде	Дискриминационная сегментация рынков капитала, спекуляции и финансовая “инфекция”, давление на центральный банк и репутационные риски, потеря симметричности в доступе к финансированию и дестабилизация валютной зоны, недоверие к общей валюте, сжатие ликвидности и необходимость вмешательства союзного центробанка в рамках, которые будут порождать риск расхождений в уровнях инфляции
Роль реальной конвергенции	В случае значительного расхождения между странами по уровню ВВП на душу населения появляются сильные перераспределительные эффекты регрессивного характера (“дисциплинированные бедные субсидируют недисциплинированных богатых”)	Программы экономии могут усилить реальную дивергенцию, вследствие чего механизм общей монетарной политики будет наталкиваться на дополнительные риски, связанные с расхождениями в поведении реальных обменных курсов	Могут дополнять друг друга посредством завышения ожиданий в плане равновесного роста зарплат, благодаря чему отдельные страны могут оказаться перед риском резкого изменения ожиданий, связанных с будущей платежеспособностью

Окончание таблицы

Роль финансовых дисбалансов	Влияя на разрыв между номинальными и структурными показателями бюджета, дисбалансы могут существенно исказить реальное бремя членства в централизованной системе	Уязвимость финансового сектора повышает давление на бюджет, вследствие чего возможности сокращения долга оказываются суженными	Тесная связь между суверенной платежеспособностью и ликвидностью финансового сектора делает фискальную конвергенцию крайне уязвимой к асимметричным финансовым дисбалансам. Помощь финансовому сектору усиливает спекуляции, которые еще больше расшатывают валютный союз
Восстановление глобальной конкурентоспособности	Может задерживаться, поскольку централизованная компенсация потерь от асимметричных шоков снижает мотивацию к структурным реформам	Отсутствие валютного курса не позволяет возобновить рост на основе ценовых преимуществ экспорта, что делает снижение долга крайне болезненным и конфликтным для поддержки внутреннего спроса	Восстановление конкурентоспособности на основе внутренней девальвации может усилить дивергенцию, если программы экономики не пользуются доверием

\* Разработано автором.

Нехватка рыночной дисциплины и слабость институциональной защиты фискальной сдержанности в ЕВС требуют дальнейшей интеграции путем усиления централизации правил в зависимости от уровня накопленного долга и потенциальной угрозы, которую он несет для стабильности на рынках капиталов. Структурно процесс централизации можно представить в виде трехуровневой модели правил фискальной политики, которые будут отражать делегирование союзным органам прерогатив в поддержке фискальной дисциплины и централизованном снижении рисков долговой политики отдельных стран.

*Первый уровень правил* (ординарная долговая ситуация, или страна поддерживает долг ниже 60% и стремится к его снижению) должен состоять из базовых правил конвергенции и процедур, гарантирующих выполнение страной задачи по снижению долга в случае достижения им порогового значения, а также предписаний по вмонтированию фискальных правил в национальное законодательство (как это имеет место после фискальной реформы 2011 г.).

*Второй уровень правил* (долг превышает 60% ВВП) должен предусматривать кроме штрафных санкций также процедуры, гарантирующие изменения в экономической политике и структурные реформы, направленные на снижение государственного долга.

*Третий уровень правил* (страна попала в кризис платежеспособности и требует централизованной помощи) должен опираться на принцип "ограничения фискального суверенитета" для реализации масштабной программы стабилизации и структурных реформ. Следовательно, чем более угрожающей для союза в целом будет ситуация в одной стране, чем выше будут уровень долга и спровоцированные им

риски, тем более жесткими будут правила в соответствии с принципом: “Чем выше долг и риск стабильности, тем меньше суверенитета”. Основное назначение такой схемы состоит в том, чтобы страны стремились к поддержке долга на уровне, когда каждые последующие заимствования, будучи стабилизационной реакцией на асимметричный шок, пользовались доверием, а “репутационный риск потери суверенитета” заранее ограничивал принуждение к оппортунистическому поведению. Иными словами, фискальный союз должен давать достаточно пространства для реагирования на асимметричные шоки в рамках доминирования принципа конвергенции при низких уровнях долга; ограничивать фискальную политику при уровнях долга, приближенных к пороговым, чтобы предотвратить ухудшение платежеспособности; ограничивать макроэкономический суверенитет (способность самостоятельно выбирать цели и инструменты экономической политики) в обмен на централизованную помощь в случае потери платежеспособности.

Рассмотренные процессы не имеют прямого отношения к фискальному выбору Украины даже вопреки реализации Соглашения об ассоциации. Однако, учитывая опыт стран ЦВЕ, следует обратить внимание на то, что внедрение стандартов ЕС в сфере управления, инфраструктуры, развития институтов и т. д. часто оказывает существенное влияние на ухудшение бюджетного баланса. С учетом того, что эти страны, как и Украина, охвачены процессом роста доходов на душу населения, ухудшение бюджетного баланса становится особенно рискованным в свете дефицита платежного баланса. Поддержка государственного долга на значительно более низком уровне, чем это допускают маастрихтские критерии, обусловлена именно тем, что страны – новые члены ЕС и Украина намного уязвимее к шокам и изменениям в потоках капиталов, которые за ними идут. Таким образом, для Украины имплементация Соглашения об ассоциации должна стать в среднесрочной перспективе импульсом для фискальной сдержанности, а не для расширения дефицита, как это было в Венгрии, Чехии, Польше и др., фискальные политики которых подверглись существенному давлению после глобального кризиса.

#### **Выводы**

В научной литературе фискальный союз рассматривается с комплементарной точки зрения относительно оптимальности валютной зоны. Его выгодами признаются предотвращение потерь благосостояния и элиминирование циклической дивергенции в случае асимметричных шоков. Анализ ЕВС на предмет преимуществ дальнейшей фискальной централизации не дает однозначных ответов. Рассмотрение этого вопроса с позиции особенности влияния глобального финансового кризиса на зону евро позволило утверждать, что причиной дестабилизации ЕВС является не столько проблема отсутствия централизованного механизма межстрановых трансфертов, сколько уязвимость механизма макроэкономической политики к колебаниям глобальной ликвидности и образованию асимметричных финансовых дисбалансов, отягощенных потерей конкурентоспособности странами, находящимися в процессе реальной конвергенции. Завышенные уровни государственного долга и фискальная дивергенция отображают провалы системы сдерживания асимметричного фискального активизма. Поддержка однородных уровней долга к ВВП в валютном союзе играет самостоятельную стабилизирующую роль. Фискальная конвергенция зависит от уровня накопленного долга и уязвима к сегментации рынков и дискриминационному поведению спрэдов. Сочетание поддержки фискальной конвергенции и реакции на асимметричные шоки возможно только при низких уровнях государственного долга, когда страны соблюдают принцип возврата на прежний уровень долга после приспособления к шоку. Ограниченные возмож-



ности снижения долга осложняют выбор фискальной интеграции. Страны сталкиваются с тремя основными видами потерь: от снижения долга; от усиления централизации системы; от фискальной дивергенции. Траектория фискальной интеграции в ЕВС должна опираться на принцип соотношения жесткости правил и ограничений фискального поведения в зависимости от уровня государственного долга и, соответственно, платежеспособности страны. Реализация принципа "Чем ниже долг — тем больше возможностей для реакции на асимметричные шоки, чем выше долг — тем меньше макроэкономического суверенитета" позволит объединить стимулы к снижению долговой нагрузки с фискальной конвергенцией и гибкостью в приспособлении к асимметричным шокам. Углубление фискальной интеграции будет происходить на уровне институциональной централизации, а не создания централизованной системы, уязвимой к генерации перераспределительных конфликтов и морального риска экономической политики отдельных стран.

#### Список использованной литературы

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

17. Hallett A.H., Oliva J.C.M. The Importance of Trade and Capital Imbalances in the European Debt Crisis . – Peterson Institute for International Economics // Working Paper. – 2013. – № 13-01. – P. 1–23.

18. Ma G., McCauley R. Global and Euro Imbalances: China and Germany // BIS Working Papers. – 2013. – № 424. – P. 1–26.

#### References

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

2. Sachs J., Sala-i-Martin X. Fiscal federalism and optimum currency areas: evidence for Europe from the United States, in: *Establishing a Central Bank: Issues in Europe and Lessons from the US*. Cambridge, Cambridge Univ. Press, 1992, pp. 12–46.

3. Person T., Tabellini G. Federal fiscal constitutions: risk sharing and moral hazard. *Econometrica*, 1996, No. 64 (3), pp. 623–646.

4. Person T., Tabellini G. Federal fiscal constitutions: risk sharing and redistribution. *J. of Political Economy*, 1996, No. 104 (5), pp. 979–1009.

5. Obstfeld M., Peri G. Regional non-adjustment and fiscal policy. *Economic Policy*, 1998, No. 26, pp. 205–259.

6. Dmitriev M., Hoddenbagh J. The optimal design of a fiscal union. *Munich Personal PePEc Archive Paper*, 2012, No. 46166, pp. 1–45.

7. Werning I., Farhi E. Fiscal unions. *NBER Working Paper*, 2012, No. 18280, pp. 1–50.

8. Vetter S. Do all roads lead to fiscal union? Options for deeper fiscal integration in the Eurozone. *Deutsche Bank Research. EU Monitor*, April 2013, pp. 1–16.

9. Bini Smaghi L. Addressing imbalances in the Euro area. *Central Banker's Speeches. BIS*, February 14, 2011, available at: [www.bis.org](http://www.bis.org).

10. Furceri D., Zdzienicka A. The Euro area crisis: need for a supranational fiscal risk sharing mechanism? *IMF Working Paper*, 2013, No. 13/198, pp. 1–34.

11. Onorante L. Fiscal convergence before entering EMU, in: *The Economic Potential of a Larger Europe*, Cheltenham, Edward Elgar, 2004, pp. 18–26.

12. Mongelli F.P. The mutating Euro area crisis. Is the balance between “sceptics” and “advocates” shifting? *ECB Occasional Paper*, 2013, No. 144, pp. 1–41.

13. Blundell-Wignall A. Solving the financial and sovereign debt crisis in Europe. *OECD J.: Financial Markets Trends*, 2011, Vol. 2011, Issue 2, pp. 201–224.

14. Buti M. Will the new stability and growth pact succeed? An economic and political perspective. *European Commission Economic Papers*, 2006, No. 241, pp. 16–17.

15. Rui A., Afonso O. The “new” stability and growth pact: more flexible, less stupid? *Intereconomics*, 2007, Vol. 42, No. 4, p. 224.

16. Crespo-Cuaresma J., Pfaffermayr M., Amador O.F., Keppel C. Macroeconomic aspects of European integration: fiscal policy, trade integration and the European business cycle. *FIW-Research Reports 2010/11*, 2011, No. 4, pp. 1–33.

17. Hallett A.H., Oliva J.C.M. The importance of trade and capital imbalances in the European debt crisis. Peterson Institute for International Economics. *Working Paper*, 2013, No. 13-01, pp. 1–23.

18. Ma G., McCauley R. Global and Euro imbalances: China and Germany. *BIS Working Papers*, 2013, No. 424, pp. 1–26.

Статья поступила в редакцию 10 июня 2014 г.