

В.В.Козюк, д-р екон. наук, професор

Тернопільський національний економічний університет

ТЕОРЕТИЧНИЙ ВИМІР МАКРОФІНАНСОВИХ РИЗИКІВ ДИВЕРГЕНЦІЇ ЄВРОЗОНИ

Виявлено основні макрофінансові ризики дивергенції Європейського валютного союзу (ЄВС). Стверджується, що фактор очікування вигод від участі у валютному союзі є важливим з точки зору асиметричного розвитку фінансового та кредитного циклів. Після кризи брак симетричного доступу до фінансування слід розглядати як продовження макрофінансових ризиків дивергенції. Модернізація макроекономічної політики в ЄВС повинна спиратись на інтеграцію маастрихтських критеріїв з принципами макрофінансового підходу.

Формування, еволюція та розширення зони євро вже тривалий час перебуває в епіцентрі жвавих теоретичних та прикладних дискусій з приводу проблеми функціонування Європейського валютного союзу. Понад десятилітній досвід ЄВС для економічної науки залишається джерелом тестування традиційних, часто суперечливих підходів, а також розроблення нових положень, які продовжують загальну лінію дискусій довкола проблем економічної інтеграції, її теоретичного забезпечення, інструментів імплементації та поглиблення. Незважаючи на вже достатньо усталені концептуальні позиції щодо критики монетарної інтеграції в Європі, які здебільшого спираються на теорію оптимальних валютних зон, гіпотезу спеціалізації Кругмана, брак політичних засад фіскального федералізму, скептичні застереження щодо стимулів для економічного зростання з боку спільної валюти тощо, докризові і посткризові тенденції виявили ряд прогалин у парадигмальному вимірі теорії економічної інтеграції.

Радикальні трансформації фінансового сектора та зміна конфігурації глобальних монетарних процесів вивели на передній план проблему фінансових дисбалансів та пов'язані з ними процеси переходу до чітко артикульованого розвитку на засадах макрофінансового циклу. Сама специфіка макрофінансового підходу до аналізу глобальних процесів останнього часу виокремилася в самостійний напрям дослідження (під егідою фінансової макроекономіки, або внаслідок набуття популярності так званого ньюенвайронменталістського підходу, що акцентує на питаннях зв'язку між монетарним режимом, фінансовим режимом та фінансовою стабільністю¹) і, природно, не розглядалась як важлива складова політекономії монетарної інтеграції. Однак передкризові і посткризові події чітко

¹ Borio C., English W., Filardo A. A Tale of Two Perspectives: Old and New Challenges for Monetary Policy // BIS Papers. – 2003. – № 19. – P. 1–59; Borio C., White W. Whither Monetary and Financial Stability? The Implications of Evolving Policy Regimes // BIS Working Paper. – 2004. – № 147. – P. 1–51.

засвідчили, що традиційний аналіз інтеграції без урахування макрофінансового підходу може не брати до уваги ряд факторів, що зумовлюють ендегенну дивергенцію, тим самим послаблюючи структурні детермінанти стабільності зони євро, ефективності монетарної політики Європейського центрального банку (ЄЦБ) та перспективи єдиної європейської валюти у сфері глобальної монетарної конкуренції. Враховуючи зазначене, виявлення факторів дивергенції зони євро на основі макрофінансового аналізу є актуальним з точки зору удосконалення теоретичних та практичних засад функціонування валютного союзу. Так само актуальною є необхідність перегляду достатності стандартних критеріїв євроконвергенції як виключного набору індикаторів оцінки макроекономічної ситуації в країні з точки зору адекватності можливостям функціонувати в режимі обігу спільної валюти, що є важливим для розроблення відповідної політики дійсних членів валютного союзу та кандидатів на вступ.

Ключові підходи до виміру процесів конвергенції як базової передумови успішного функціонування інтеграційної зони напрацьовувалися під впливом теорії оптимальних валютних зон та ряду супутніх більш прагматичних підходів, що засвідчували звіти Єврокомісії та Європейського монетарного інституту. Основний акцент робився на тому, що запровадження євро покликане сприяти зростанню добробуту через конкуренцію, транспарентність цін, підвищення продуктивності праці, розвиток торгівлі. Вилучення валютних ризиків зі структури відсоткових ставок повинно сприяти інвестиціям та економічному зростанню². В подальшому саме вигоди для торгівлі та інвестицій розглядаються як ключові елементи моделювання вигод від вступу в зону євро і на сьогодні є панівним вектором аналізу указаних процесів у країнах-нових членах ЄС, які ще не приєдналися до ЄВС³. Дискусії про номінальну та реальну конвергенцію також засвідчили, що вони спираються здебільшого на традиційне сприйняття критеріїв оптимальності валютної зони через призму нейтральності монетарної політики, реальну ревальвацію внаслідок дії ефекту Баласси-Самуельсона, необхідність посилення спільності в макроекономічних реакціях на ті чи інші шоки. Ключовий висновок, який впливає з цих дискусій, полягає у тому, що номінальна конвергенція з певного моменту перестає стимулювати реальну, відповідно брак останньої не повинен розглядатись як проблема для жорсткого слідування логіці критеріїв євроконвергенції, які побудовані за принципами дотримання макроекономічної дисципліни, що є основою для належного функціонування валютного союзу⁴. Для нових членів ЄС ці викладки сприймаються з певними уточненнями щодо того, наскільки конфліктними можуть виявитись критерії євро-

² *Emerson M., Gros A., Italianer A., Pisani-Ferry J., Reichenbach H.* One Market, One Money: An Evolution of the Potential Benefits and Costs of Forming an Economic and Monetary Union. – Oxford, New York: Oxford University Press, 1992 ; Economic and Monetary Union. – Luxemburg: Office of Official Publications of European Communities, 1996.

³ *A Strategy for EMU Enlargement / Ed. By M. Dabrowski.* – Warsaw: Center for Social and Economic Research, 2005. – 60 p.; *A Report on the Cost and Benefits of Poland's Adoption the Euro / Ed. By J. Borowski.* – Warsaw: National Bank of Poland, 2004.

⁴ *Mongelli F.* "New" Views on the Optimum Currency Area Theoty: What Is EMU Telling Us! // ECB Working Paper. –2002. – №138. – P. 5–51.

конвергенції в умовах високої мобільності капіталів та чинності ефекту Баласси-Самуельсона⁵.

Десятиліття з моменту запровадження євро позначилося на інтенсифікації досліджень у царині ефективності ЄВС як інтеграційної зони. В ряді фундаментальних досліджень з указанного питання акцентується на тому, що євро виконує функції грошей у повному обсязі, створено передумови для посилення глобальних позицій спільної європейської валюти, фінансова інтеграція є красномовним підтвердженням тези про те, що запровадження спільної валюти прискорює зближення економік і заохочує формування єдиного ринку⁶. Монетарна політика ЄЦБ користується довірою, відзначається виваженістю і в цілому є успішною з точки зору підтримання цінової стабільності, хоча серйозні загрози залишаються і стосуються здебільшого асиметричної поведінки цін у розрізі окремих товарних груп у різних країнах, браку структурної гнучкості та фіскальної дисципліни⁷. Проте глобальна фінансова криза та боргова криза в Європі наочно продемонстрували, що ЄВС стикається і з набагато глибшими проблемами, які зумовлені структурними асиметріями фінансових систем та відмінними стратегіями глобальної конкуренції, внаслідок чого фінансові дисбаланси можуть істотно вплинути на процеси дивергенції, а нечутливість до ризику безпосередньо впливає із характерного підходу до оцінки політики на основі маастрихтських критеріїв.

Окремі дослідники прямо вказують на те, що в межах зони євро дивергенція платіжних балансів засвідчує не стільки фінансову інтеграцію, скільки відмінності в динаміці реальних заробітних плат. Дивергенція спредів також поглиблює проблему синхронізації бізнес-циклів, оскільки порушує можливості спільно реагувати на циклічні зрушення, викликані кризовими процесами. Інституційна структура ЄС-ЄВС взагалі була не готова до криз суверенних позичальників⁸. Разом це віддзеркалює, що ЄВС має серйозну проблему "провалу координації" (*coordination failure*), що вже позначається на послабленні відповідності критеріям оптимальної валютної зони.

⁵ Lavrac V. Fulfillment of Maastricht Convergence Criteria and the Acceding Countries // Ezoneplus Working Paper. – 2004. – №21. – P. 1–16; Lavrac V., Zumer T. Exchange Rate Regimes of CEE Countries on the Way to the EMU: Nominal Convergence, Real Convergence and Optimum Currency Area Criteria // Ezoneplus Working Paper. – 2003. – № 15. – P. 1–26; Suppel R. Comparing Economic Dynamics in the EU and CEE Accession Countries // ECB Working Paper. – 2003. – № 267. – P. 4–29.

⁶ Posen A. The Euro at Five: Ready for a Global Role? // Institute for International Economics Conference Paper. – 2005. // www.iie.com.; Pisani-Ferry J., Posen A. The Euro at Ten: The Next Global Currency? // Institute for International Economics Conference Paper. – 2009. – www.iie.com.

⁷ The Euro at Ten: Lessons and Challenges. Fifth ECB Central Banking Conference. 13–14 November, 2008 / Ed. By B. Mackowiak, F. Mongelli, C. Nobiet, F. Sine. – Frankfurt-on-Main: ECB, 2008; The Euro AT 10: Europeanization, Power, and Convergence / Ed. By K. Dyson. – Oxford University Press, 2008; The Euro at Ten: Performance and Challenges for the Next Decade. – Goldman Sachs European Economic Group. 2008.

⁸ Tilford S. The Euro at Ten: Is its Future Secure? // Center for European Reform (London). – www.cer.org.uk; Grauwe De P. The Euro at Ten: Achievements and Challenges // Empirica. Springer Science+Business Media: 2008; Mongelli F. The Transformational Impact Of EMU and the Global Financial Crisis // Center for European Policy Studies Policy Brief. – 2010. – № 228; Smaghi Bini L. The Financial and Fiscal Crisis: A Euro Area Perspective // ECB Speeches. – 2010. – www.ecb.int.

Однак указані дослідження концентруються на питаннях оптимальної мікс-політики, проблемах її реалізації в рамках чинної інституційної моделі макроекономічної політики ЄС-ЄВС (Маастрихтський договір, Пакт про стабільність і зростання) та питаннях потенційних ризиків для ЄЦБ з боку невідповідності між поведінкою національних індексів інфляції гармонізованому індексу, що обраховується як індикатор політики стабільності цін в ЄВС. При цьому не акцентується на проблемі асиметричних кредитних циклів, хоча їхній факт емпірично підтверджений⁹, нерівномірній динаміці вартості активів та тому, що реальна конвергенція може супроводжуватись серйозними проблемами у сфері переоцінки вартості активів. Це породжує проблему варіативності у сфері фінансової стабільності, тим самим справляючи негативний вплив на менш проциклічні з фінансової точки зору профіцитні економіки (наприклад, Німеччину). Макрофінансові підходи тільки останнім часом починають активно обговорюватись та впроваджуватись у практику макроекономічного менеджменту в ЄВС, тим самим засвідчуючи, що проблеми потенційної конфліктності між монетарною та фінансовою стабільністю¹⁰ в нових глобальних умовах (пошук доходності, ризикова поведінка), зв'язку між експансією ліквідності та вартістю активів, фінансових дисбалансів та структурних зв'язків між їхніми зовнішніми та внутрішніми проявами¹¹ не були враховані як у рамках базової макромоделі номінальної конвергенції, критеріальні ознаки якої представлені маастрихтськими індикаторами (інструментальний підхід їх застосування та методики обрахунку представлені у звітах ЄЦБ про економічну конвергенцію), так і в рамках більш широкого концептуального виміру економічної теорії монетарної інтеграції, що вимагає продовження дискусій стосовно теорії оптимальних валютних зон. Заповненню даних прогалин і присвячена ця стаття.

Так, якщо подивитись на структуру маастрихтських критеріїв (1,5% + середнє значення інфляції трьох країн з її найнижчим рівнем, 2,5% + се-

⁹ Наприклад, емпіричні розвідки передкризового кредитного буму чітко сигналізують про істотні відмінності у поведінці кредитних агрегатів в Німеччині та решті країн ЄС-ЄВС. Попри те, що це дослідження не фокусується на проблемах функціонування ЄВС, його висновки можуть бути у кільватері аналізу слабких місць євроконвергенції. Див.: Hume M., Sentence A. The Global Credit Boom: Challenges for Macroeconomics and Policy // External MPC Unit Discussion Paper. – 2009. – № 27. – P. 1–60.

¹⁰ Спеціальна конференція, що мала місце у Банку міжнародних розрахунків (Базель), засвідчила, наскільки полярними можуть бути думки фахівців з приводу проблеми взаємозв'язків між монетарною та фінансовою стабільністю. Див.: Monetary Stability, Financial Stability and the Business Cycle: Five Views // BIS Papers. – 2003. – №18. – P. 1–30. Як видно з матеріалів, головний економіст ЄЦБ Отмар Іззінг зайняв доволі консервативну позицію у цьому питанні. Це досить конфліктує із тим, що сам ЄЦБ започаткував активний моніторинг фінансової стабільності в зоні євро ще у 2002 р., як свідчать відповідні звіти.

¹¹ Borio C., White W. Whither Monetary and Financial Stability? The Implications of Evolving Policy Regimes // BIS Working Paper. – 2004. – № 147. – P. 1–51; Borio C. Monetary and Prudential Policies at a Crossroads? New challenges in the New Century // BIS Working Papers. – 2006. – № 193. – P. 2–28; Borio C. The Financial Turmoil of 2007: A Preliminary Assessment and Some Policy Considerations // BIS Working Paper. – 2008. – № 251. – P. 1–28; White W. Is Price Stability Enough? // BIS Working Papers. – 2006. – № 205. – P. 1–20; White W. Procyclicality in the Financial System: Do We Need a New Macrofinancial Stabilization Framework // BIS Working Papers. – 2006. – № 193. – P. 2–20.

редне значення довгострокових відсоткових ставок трьох країн з їхнім найнижчим рівнем, 3% бюджетний дефіцит / ВВП, 60% державний борг / ВВП, перебування в межах системи ERM II, що означає +/- 15% коливань валютного курсу від погодженого паритету), чинну з 1993 року, то можна побачити, що їхнє основне призначення полягає у забезпеченні номінальної конвергенції через консолідацію макроекономічної політики довкола принципу симетричної реакції на шоки, обмеженні можливостей перерозподілу сукупного попиту на користь окремої країни, макроекономічній дисципліні, транспарентності та порівнювальності макрополітики. Звичайно, в такій інтерпретації чітко простежується, що основним джерелом макроекономічної дивергенції вважалась макроекономічна політика. Це цілком відповідало тривалому досвіду європейської інтеграції і безпосередньо впливало з теорії оптимальних валютних зон, яка передбачає, що одним із критеріїв оптимальності є симетрія в реакціях макрополітики на шоки. Іншим важливим аспектом структури цих критеріїв є те, що динаміка сукупного попиту вважається такою, яка перебуває в межах досяжності впливу з боку інструментів макрополітики. Саме із спільними принципами побудови останньої пов'язується цільовий вплив на стимулювання номінальної конвергенції, яка повинна створити передумови для того, що реальна конвергенція забезпечуватиметься на основі ринкової алокації ресурсів. Тривалий час структура маастрихтських критеріїв не піддавалась критиці. Тільки із розширенням ЄС та появою нових кандидатів на вступ у зону євро виявилось, що досягнення маастрихтських критеріїв у їхній структурній цілісності часто є суперечливим і складним завданням, оскільки вони розроблялись під зближення країн до запровадження євро, а не під процес приєднання до зони євро¹². Проте, глобальна фінансова криза продемонструвала, що країни ЦСЄ, навіть у цілому виконуючи критерії конвергенції, все одно можуть бути глибоко вразливі до глобальних шоків¹³.

Цілком очевидно, що структура маастрихтських критеріїв не враховує ключову проблему фінансової стабільності та макрофінансові зв'язки між поведінкою ліквідності, фінансовими дисбалансами та тим, як це може впливати на динаміку споживання та інвестицій. Інша важлива проблема полягає у тому, що в зоні обігу спільної валюти платіжний баланс стає не стільки макроекономічним показником, скільки статистичним. Так, ще на початках обігу євро цілком логічно припускалось, що валютний союз буде позначатись на підвищенні варіації платіжних позицій внаслідок фінансової інтеграції¹⁴. Однак у світлі сьогоднішніх усталених підходів рівень фінансової

¹² Докладніше див.: *Natalucci F., Ravenna F.* The Road to Adopting the Euro: Monetary Policy and Exchange Rate Regimes in the EU Candidate Countries // Board of Governors of the Federal Reserve System International Finance Discussion Papers. – 2002. – № 741. – P. 1–45; *Kenen P., Meade E.* EU Accession and the Euro: Close Together or Far Apart? // Institute for International Economics Policy Briefs. – 2003. – № PB03-9. – P. 1–19; ERM II and the Exchange-rate Convergence Criterion. Information Material for Czech Government. – Czech National Bank. – 2003. – July 15. – P. 1–14.

¹³ *Goldstein M.* What the Next Emerging-Market Financial Crisis Look Like? // IIE Working Paper. – 2005. – № 05–7. – P. 1–115; *Cihak M., Fonteyne W.* Five Years After: European Union Membership and Macro-Financial Stability in the New Member States // IMF Working Paper. – 2009. – WP/09/68/. – P. 1–67.

¹⁴ *Blanchard O., Giavazzi F.* Current Account Deficits in the Euro Area: The End of Feldstein Horioka Puzzle // Brooking Papers on Economic Activity. – 2002. – Vol. 33. – Issue 2002-2.

інтеграції краще відображається з допомогою показника валових зовнішніх вимог та зобов'язань¹⁵. А різке зростання значення варіації поточних рахунків в зоні євро збігається в часі із початком глобального кредитного буму¹⁶. Але платіжний баланс продовжує відображати структурні впливи, хоча фактор, що може пояснювати ефекти інтеграції, з часом посилюється¹⁷.

Неврахування стану платіжного балансу в структурі критеріїв конвергенції є закономірним з міркувань того, що потоки капіталу повністю переймають роль валютного курсу в пристосуванні до нових рівноважних умов, а динаміка сукупного попиту в умовах політики цінової стабільності та фіскальної дисципліни не може перебувати перманентно на фундаментально нерівноважній траєкторії. З іншого боку, зворотний зв'язок від стану платіжного балансу до інструментів макрополітики продемонстрував би, що запровадження спільної валюти втрачає свою очевидну перевагу, оскільки потрібно було б реагувати на те, як поводить себе валютний курс у кореспонденції із станом платіжного балансу і очікуваннями ринків щодо девальвації чи ревальвації. Саме завдяки тому, що монетарна інтеграція робить нечутливими макроекономічні процеси до стану платіжного балансу, вигоди від єдиної валюти істотно зростають.

Проте це трансформує природу макрофінансової вразливості і генерує нові ризики, оскільки, з одного боку, платіжний баланс більше не є стримуючим фактором щодо експансії внутрішнього споживання, а зростання вартості внутрішніх активів більше не корегується ризиком девальвації внаслідок відпливу капіталів. Це означає, що стан платіжного балансу перетворюється на елемент верифікації перебування країни в стані розкручування спіралі фінансових дисбалансів і в такій якості його значення зберігається. З іншого боку, в умовах панування схильності до ризику та експансії ліквідності навіть у країнах із хронічним дефіцитом платіжного балансу масштаби останнього не попереджали приплив капіталів та роздмухування фінансової бульбашки, тим самим поглиблюючи майбутню глибину фінансової дестабілізації, що чітко видно на прикладі країн ЦСЄ та України. У світлі цього структура вразливості в країнах-членах зони євро та кандидатах на приєднання відрізнятиметься тим, що в перших проблемах із фінансовою стабільністю можуть проявлятися через оцінку ринками платоспроможності країни чи фінансових інститутів, тоді як в других до цих проблем додаються ще платіжний баланс та валютний курс.

З емпіричної точки зору саме така тенденція і простежується в процесі еволюції ЄВС: варіація значень платіжних позицій в країнах-членах зони євро постійно зростала до кризи¹⁸ (таблиця), що розглядається і як

¹⁵ Lane Ph., Milesi-Ferretti G.-M. A Global Perspective on External Positions // IMF Working Paper. – 2005. – WP/05/161. – P. 1–43; Lane Ph., Milesi-Ferretti G.M. The External Wealth of Nations Mark II: Revised and Extended Estimates of Foreign Assets and Liabilities, 1970–2004 // IMF Working Paper. – 2006. – WP/06/69. – P. 1–61.

¹⁶ Lane Ph. International Financial Integration and the External Positions of Euro Area Countries // OECD Economics Department Working Paper. – 2010. – № 830. – P. 1–16.

¹⁷ Дискусію про це див.: Lane Ph. International Financial Integration and the External Positions of Euro Area Countries; Barnes S., Lawson J., Radziwill A. Current Account Imbalances in the Euro Area: A Comparative Perspective // OECD Economics Department Working Paper. – 2010. – № 826. – P. 1–18.

¹⁸ Lane Ph. International Financial Integration and the External Positions of Euro Area Countries // OECD Economics Department Working Paper. – 2010. – № 830. – P. 1–16.

свідчення поглиблення фінансової інтеграції, адже платіжні диспозиції покриваються рухом капіталу, і як прояв вигід від єдиної валюти, адже більш стримана макрополітика, більш варіативні ставки, які враховували б ризики девальвації чи ревальвації, вже непотрібні, що позитивно позначається на підвищенні суспільного добробуту. Однак ситуація є набагато складнішою. Окремі дослідники констатують, що причиною посилення варіації платіжних балансів є протилежні тренди в динаміці вартості робочої сили в Німеччині (Австрії та Нідерландах меншою мірою) та в решті країн ЄВС, особливо середземноморських. Завдяки цьому профіцит Німеччини є свідченням посилення конкурентних позицій німецького експорту, який становить зростаючу частку у споживанні дефіцитних країн і гальмує їхнє власне економічне зростання, консервуючи дефіцит платіжного балансу¹⁹. З точки зору конкурентоспроможності це є дійсно проблемою, однак з точки зору реальної конвергенції – ні. Навпаки, це є свідченням того, що обсяги ВВП на душу населення вирівнюються, оскільки заробітні плати в багатших країнах зростають повільніше, ніж у бідніших. Інші дослідники наголошують, що підвищення варіації платіжних позицій залежно від країни пояснюється як демографічною структурою, фіскальною політикою, так і кредитним бумом та припливом капіталів на ринок активів²⁰.

Саме указану суперечливу тенденцію можна взяти за відправну точку аналізу проблеми. Так, зростання вартості праці в дефіцитних країнах уможлиблюється саме тому, що обмеження платіжного балансу зняті завдяки обігу спільної валюти. Вартість праці не потрібно коректувати відповідно до ризику курсової дестабілізації, інспірованої погіршенням зовнішньої конкурентоспроможності, що впливає на поглиблення дефіциту поточного рахунка. Проте указана позитивна риса валютного союзу також означає й іншу проблему – переоцінку перспектив, що в сукупності з усуненням валютного ризику з структури відсоткових ставок призводить до виникнення глибоких асиметрій у кредитних та фінансових циклах у межах інтеграційної зони. Дані таблиці чітко засвідчують, що порівняно із 2001 роком, до початку кризи (2006–2007 років), дисперсія значень довгострокових відсоткових ставок знижувалась, а дисперсія значень реальних темпів зростання вартості нерухомості, темпів зростання реальних наявних доходів домогосподарств та поточних рахунків платіжного балансу зростала. Після кризи ситуація змінилась: дисперсія значень довгострокових відсоткових ставок різко зросла, а решти показників знизилась. З іншого боку, зниження варіативності довгострокових відсоткових ставок та підвищення варіативності поточних рахунків до кризи є свідченням поглиблення інтеграції та чинності ефектів експансії ліквідності, що запускали в рух масштабні потоки капіталу, а зростання варіативності наявних доходів та динаміки цін на нерухомість – виникнення передумов для макрофінансової дивергенції. Після кризи поява протилежної тенденції також засвідчує

¹⁹ *Tilford S.* The Euro at Ten: Is its Future Secure? // Center for European Reform (London). – www.cer.org.uk; *Grauwe De P.* The Euro at Ten: Achievements and Challenges // Empirica. Springer Science+Business Media: 2008.

²⁰ *Barnes S., Lawson J., Radziwill A.* Current Account Imbalances in the Euro Area: A Comparative Perspective // OECD Economics Department Working Paper. – 2010. – № 826. – P. 1–18.

макрофінансову дивергенцію, оскільки підвищення рівня дисперсії довгострокових ставок ґрунтується на тому, що спреди починають відображати відмінності в ринкових очікуваннях ситуації у сфері платоспроможності.

Таблиця

Індикатори макрофінансової дивергенції в зоні євро

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

* Дані за 2002, 2006 та 2009 роки.

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

Так, для пояснення цього явища слід прийняти до уваги базову модель раціональної поведінки економічного агента, який спирається на усталені та популяризовані теоретичні імпринти про те, що зниження відсоткових ставок унаслідок усунення валютного ризику, підтримання цінової стабільності та здорової макрополітики призводитиме до економічного зростання та підвищення добробуту в перспективі. Спираючись на зазначену позицію, цілком раціональною та такою, що відповідає очікуванню рівноважним трендам, буде ситуація, коли економічні агенти намагатимуться збільшити попит на активи (не товари). Фінансовий сектор, користуючись тим самим набором теоретичних імпринтів, з одного боку, акцептує попит економічних агентів, а з іншого – розглядає це як можливість отримання додаткових вигід від зростання вартості активів. Зниження відсоткових ставок та очікування підвищення добробуту у майбутньому призводять не до прискорення економічного зростання самого по собі, а до випереджального підвищення вартості активів²¹. Це означає, що монетарна інтеграція створює передумови для економічного розвитку та підвищення добробуту, але найголовніше, що вона створює середовище очікувань зростання, які підтримуються первинними алокаційними ефектами у вигляді притоку інвестицій, зниження трансакційних витрат та розвитку торгівлі. Останні в сукупності впливають на можливості підвищення природного рівня випуску, однак вони починають дуже відставати від того, як очікування разом із падінням ставок заохочують зростання вартості активів. Завдяки довірі до політики та стабільності цін навіть незначні очікування підвищення рівня природного випуску призводять до прискорення зростання вартості активів. Оскільки макроекономічна політика, обмежена критеріями конвергенції, не спроможна вагомо вплинути на сукупні витрати, це створює передумови для зростання значення фінансового сектора у сфері стимулювання попиту. Нові можливості у сфері попиту, обумовлені

²¹ Ця теоретична позиція цілком узгоджується з виявленою емпіричною закономірністю, що для зони євро динаміка вартості нерухомості фундаментальними факторами (відсоткові ставки, поведінка реальних наявних доходів, обсяги будівництва) суттєво прискорилась саме за останні 10–15 років, коли зростання реальних доходів у цілому по ЄВС помітно підвищилось. Див.: Gattini L., Hiebert P. Forecasting and Assessing Euro Area House Prices Through the Lens of Key Fundamentals // ECB Working Paper. – 2010. – № 1249. – P. 1–40.

експансією фінансового сектора, також означають, що найбільш еластично на зміни в сукупних витратах реагує не пропозиція, а вартість активів.

Глобальна фінансова криза виявила ще декілька окремих проблемних місць валютного союзу. В умовах підвищення інтеграційних чи глобальних факторів впливу на відсоткові ставки та схильність до ризику доступ до фінансування починає суттєво віддалятися від локальних умов, особливо, якщо має місце ефект переоцінки перспективного зростання вигод від інтеграції. Коли експансія ліквідності впливає на бум приватного споживання та іпотеку, а джерела запозичень стають глобальними, ризики неплатоспроможності продовжують зберігати чітку локальну обумовленість. Цим вони суттєво відрізняються від ситуації, коли наслідком експансії ліквідності було б зростання продуктивних інвестицій глобальних компаній. Така інтерпретація є продовженням дискусії про те, що у відкритій економіці природний рівень випуску дедалі більше стає залежним від реальних глобально-центричних умов. Внаслідок цього асиметрична експансія кредиту та вартості активів спричинює зростання варіації темпів споживання, обсягів платіжного дефіциту та швидкості примноження факторів фінансової нестабільності, залишаючи за собою початковий поштовх для збільшення реального випуску, який підживлює позитивні очікування майбутнього.

Указані теоретичні позиції мають означати, що економічне угруповання, в якому відбувається процес поглиблення фінансової інтеграції, стикається з проблемою перерозподілу сукупного попиту між регіонами на основі принципу очікувань. Опосередковано це означає, що відмінності в швидкості реформування фінансової системи, призводячи до варіації її структурно та інституційно обумовленої проциклічності, не можуть бути ключовими факторами дивергенції, як того слід було б очікувати. Фінансова інтеграція знижує ефект домашнього зміщення і підвищує значення транскордонних портфельів, завдяки чому відмінності в характері фінансових систем демонструватимуть різницю в інституційному вимірі володіння активами, а не прямий вплив на дивергенцію, обумовлену тим, як розрив в перегрівах фінансового сектора позначатиметься на розходженнях траєкторій споживання, інвестицій та випуску. Якщо в основі такого перегріву є приплив капіталу та запозичення, що підпорядковуються глобальним та спільним європейським тенденціям, то індивідуальні відмінності в характері фінансових систем не будуть визначальними. Це також означає, що випадок інтеграційної зони може вносити суттєві уточнення в нещодавно популяризовану гіпотезу про те, що найбільш модернізовані фінансові системи заохочують відтворення зовнішньої нерівноваги тому, що стикаються з припливом капіталів та попитом на високоякісні активи й фінансовий сервіс²². Так, США та Велика Британія мають високий індекс модернізації фінансової системи і тривалий час перебувають у стані зовнішньої нерівноваги, а, наприклад, Німеччина і Нідерланди мають полярні відповідні індекси, однак тривалий час є профіцитними економіками²³. Завдяки цьо-

²² Caballero R. On the Macroeconomics of Assets Shortages // NBER Working Paper. – 2006. – № 11996. – P. 1–24.

²³ Обрахунок індексу модернізації фінансової системи та дискусія про те, як типологічні риси системи позначаються на ступені її проциклічності представлені у How

му для інтеграційної зони більш важливим є загальний тренд у сфері підвищення проциклічності фінансової системи, ніж її варіація, обумовлена національною інституційною ригідністю.

Характер еластичності пропозиції активів має особливе значення, оскільки за цим стоять додаткові можливості з реального підвищення ВВП, що підживлює очікування. Нова роль очікувань у процесах конвергенції самовідтворюється завдяки ряду структурних зрушень у сфері фінансової системи. Посилення проциклічності та чутливості кредитної експансії до вартості активів чітко обумовлюється монетарними умовами. Модифікація структури циклічних процесів у зоні інтеграції, як, власне, і у світі, дедалі більше визначається тим, наскільки затяжним буде період підтримання низьких відсоткових ставок та безінфляційного зростання грошової пропозиції. Наприклад, незважаючи на дворівневу модель монетарної стабільності в ЄВС (2% інфляція, 4,5% річне зростання грошового агрегату М3), ЄЦБ допустив тривале зростання широких грошових агрегатів понад оголошений ним самим норматив. Середні темпи зростання грошового агрегату М3 за 1999–2007 роки становлять 7,2%²⁴. Глобальне зниження відсоткових ставок, обумовлене надмірним суверенним попитом на активи, створило сприятливі передумови для швидкого нарощування рівня ліквідності в глобальній економіці, зокрема в ЄВС, та позначилось на прискоренні інфляції вартості активів²⁵. Фактор очікувань економічного зростання та фіксованого курсу (що еквівалентно його відсутності у валютному союзі) є ключовими передумовами того, що приплив капіталу призводить до переоцінки вартості активів²⁶. Завдяки експансії ліквідності та фінансовим інноваціям (поширення інструментів трансферу кредитних ризиків, боргових інструментів, покритих активами, тощо) значення пошуку доходності та конкуренції на основі прийняття ризику істотно зросло, що швидко позначилось на падінні спредів та нових можливостях у сфері запозичень. Оскільки платіжний баланс вже не є обмежувачем притоку капіталу (мається на увазі, що приплив капіталів погіршує платіжну позицію через бум споживання²⁷), а структура маастрихтських критеріїв не передбачає реакцію на те, як експансія попиту погіршує платіжний баланс, то практично увесь притік капіталів починає заохочувати споживання та підвищувати вартість активів.

Do Financial Systems Affect Economic Cycles? // *World Economic Outlook*. – 2006. – Sept. – P. 1–34.

²⁴ *Grauwe De P.* The Euro at Ten: Achievements and Challenges // *Empirica*. Springer Science+Business Media: 2008; *Borio C., Lowe Ph.* Securing Sustainable Price Stability: Should Credit Come Back From the Wilderness? // *BIS Working Paper*. – 2004. – № 157. – P. 1–51.

²⁵ *Bracke Th., Fidora M.* Global Liquidity Glut or Global Saving Glut? A Structural VAR Approach // *ECB Working Paper*. – 2008. – № 911. – P. 5–25; *Schnabl G., Freitag S.* Reverse Causality in Global Current Accounts // *Working Paper*. – 2010. – № 1208. – P. 1–34; *Darius R., Radde S.* Can Global Liquidity Forecast Asset Prices? // *IMF Working Paper*. – 2010. – WP/10/196. – P. 1–24.

²⁶ *Global Liquidity Expansion: Effects on "Receiving" Economies and Policy Options* // *Global Financial Stability Report*. IMF. – IMF, 2010. – Apr. – P. 1–33.

²⁷ *Zakharova D.* One-Size-Fits-One: Tailor-Made Fiscal Responses to Capital Flows // *IMF Working Paper*. – 2008. – WP/08/269. – P. 1–27; *Global Liquidity Expansion: Effects on "Receiving" Economies and Policy Options* // *Global Financial Stability Report*. IMF. – IMF, 2010. – Apr. – P. 1–33.

Макрофінансові ризики дивергенції за змістом та формою можуть відрізнятися залежно від фази кредитного чи фінансового циклу. В екстраполяції на актуальні події такі фази можна чітко асоціювати із докризовою і посткризовою, що цілком відповідає емпіричній картині ЄВС.

Докризова фаза. Відмінності в темпах зростання вартості праці, реальних доходів домогосподарств призводять до того, що конвергенція відсоткових ставок насправді означає посилення варіації відносної вартості капіталу. Приймаючи до уваги важливість гіпотези природного рівня завантаження виробничих потужностей, це означає посилення відмінностей у темпах зростання вартості активів та експансії кредитів. Фактор очікувань спрацьовує на користь того, що саме в країнах, стосовно яких очікується одержання найбільших вигод від валютного союзу (як правило, це країни з нижчим рівнем ВВП на душу населення, а саме Ірландія, Іспанія, Португалія, Греція, певною мірою Італія та нові члени ЄС), спостерігається найшвидше зростання реальних доходів і відносне падіння вартості капіталу. Як наслідок – перегрів фінансового сектора та споживання, за чим слідує погіршення платіжного балансу і бульбашка на ринку активів. Країни, в яких темпи реальних витрат на робочу силу уповільнюються (Німеччина, Нідерланди, Австрія), вартість капіталу виявляється відносно завищеною, що гальмує кредитну експансію і вартість активів²⁸. Замість цього, кредитний бум у країнах-контрагентах збільшує попит на їхню продукцію. Вони опиняються в стані значного профіциту поточного рахунка. Завдяки очікуванням і фінансовому сектору, асиметрична кредитна експансія та фінансові бульбашки не просто перерозподіляють сукупний попит (кредитний бум у дефіцитній країні фінансує випуск у профіцитній), а закладають основи для дивергенції: нові можливості у сфері споживання та ефект добробуту на перших порах стимулюють випуск, що особливо помітно на прикладі будівельного сектора.

Посткризова фаза. Фінансові дисбаланси призводять до підвищення макрофінансової вразливості. З одного боку, різке стиснення глобального попиту спричинює спад, який поглиблюється завдяки переобтяженості боргами. З іншого – кризові процеси на фінансових ринках демонструють

²⁸ Як показують фахівці Банку Англії, кредитний бум і, відповідно, зростання вартості активів, оминуло в чистому вигляді тільки Німеччину та Японію. Див.: Hume M., Sentence A. The Global Credit Boom: Challenges for Macroeconomics and Policy // External MPC Unit Discussion Paper. – 2009. – №27. – P. 1–60.

З цього приводу можна зазначити, що обидві країни є експортоорієнтованими; вони ж мають тривалий профіцит поточного рахунку та стагнацію внутрішнього попиту (зокрема, внаслідок демографічних проблем). Приймаючи до уваги раціональну економічну поведінку, можна побачити, що посилення глобальної конкуренції (загостреної політикою монетарного меркантилізму Китаю) в першу чергу позначається саме на них, внаслідок чого не варто очікувати зростання реальних доходів. Стримані очікування майбутньої динаміки платоспроможності репрезентативного економічного агента віддзеркалюватимуть відсутність стимулів до запозичень та кредитування. Це обмежує кредитну експансію та стримує зростання вартості активів. Наведений приклад чітко вказує на те, що фактор раціональних очікувань може суттєво впливати на формування рівноважного зростання вартості активів у країнах, які мають іншу модель економіки і характеризуються зростанням на основі експансії внутрішнього попиту. У випадку ЄВС це засвідчуватиме також те, що процеси дивергенції можуть мати макроструктурний характер, який підсилюється макрофінансовими факторами, складовою яких є відмінні очікування майбутнього зростання доходів різних країн-членів.

наявність додаткових факторів як поглиблення кризи, так і обмеженості у можливостях застосування засобів з її пом'якшення. Нагромадження поганих боргів та крах ринку активів у дефіцитних країнах поглиблює спад завдяки тому, що вони стикаються із різкими обмеженнями щодо нових запозичень: варіація спредів посилює дисперсію довгострокових відсоткових ставок (табл.). Причому підвищення кореляції ставок під час докризового зниження обертається на підвищення кореляції ставок щодо позичальників, яких ринки визнають однотипними. Країни, які не зазнали перегріву фінансового сектора, стикаються з іншою проблемою. Їхня фінансова система виявилася менш вразливою, спреди знизились, а можливості для запозичень не зникли, однак колапс попиту в дефіцитних економіках миттєво вплинув на падіння обсягу випуску. Але навіть якщо доступ до фінансування не позначається на короткостроковій динаміці ВВП в перші місяці кризи, він починає даватися взнаки в подальшому.

Тож доступність фінансування перетворюється на самостійний критерій оптимальності валютної зони, оскільки валютний курс не може бути використаний як інструмент адаптації до нових рівноважних умов (з іншого боку, девальвація, як правило, тільки погіршує стан фінансового сектора й поглиблює кризу)²⁹. Важливість симетричності доступу до фінансування у світлі зростаючого значення ринків капіталу для підтримання стабільної траєкторії випуску та споживання особливо актуалізується в умовах, коли сама фінансова система стає епіцентром кризи. В таких умовах чітка тенденція до сегментації позичальників ("тихі гавані" та ризикові активи) на тлі зміни в ставленні до ризику може настільки диференціювати можливості у доступі до фінансування, що посткризове одужання та можливості забезпечувати стабілізаційні програми починають варіювати в діапазоні, несумісному з доктриною конвергенції.

Якщо звернути увагу на приклад ЄС-ЄВС, то можна побачити, що поглиблення різниці в доступі до фінансування було неоднорідним. Спочатку ЄС розділився за принципом нових і старих членів, а вже згодом, коли реалізація антикризових програм почала тиснути у бік різкого підвищення бюджетних дефіцитів та державних боргів, розмежувальна лінія чітко пролягла за принципом того, які масштаби фінансових дисбалансів мали місце до кризи. Звідси найбільш вразливими виявилися практично всі країни "Півдня" ЄС та Ірландія.

В подальшому поглиблення проблеми доступу до фінансування почало поширюватись на банківський сектор, що проявилось у появі чітких зв'язків між спредами за кредитно-дефолтними свопами суверенних позичальників та банків. Подібна реакція ринків щодо розвинутих країн виявилася достатньо несподіваною, якщо прийняти до уваги, що впродовж останніх 20 років кореляція між спредами та рейтингами суверенних та приватних позичальників спостерігалася здебільшого для країн, що розвиваються. Зниження ефекту домашнього зміщення та підвищення транскордонного володіння активами (що є природним наслідком посилення

²⁹ Симетрія в доступності фінансування як критерій оптимальності валютної зони розглянута нами в: Козюк В.В. Теорія оптимальних валютних зон у контексті глобальних макрофінансових зрушень // Економічна теорія. – 2010. – № 1. – С. 49–64.

фінансової інтеграції в інтеграційній зоні) мало б сигналізувати про парадоксальність щільної кореляції між спредами суверенних та приватних позичальників. Втім виникнення такої залежності може свідчити про: а) ринки розрізняють структуру активів фінансових установ; б) транскордонне володіння активами не завжди сприймається як реальний спосіб делокалізувати ризики, особливо в умовах неприйняття ризику; в) поточні фіскальні проблеми конкретної країни розглядаються як потенційні обмежувачі обсягів фінансової допомоги, на які міг би претендувати фінансовий сектор, що особливо актуально у світлі локального характеру проблем із платоспроможністю позичальників споживчих та іпотечних кредитів тощо. Схематично структура макрофінансових факторів дивергенції відображена на рисунку.



Рисунок. Структура та макрофінансових факторів дивергенції

Посткризовий період також продемонстрував наявність істотних проблем із пристосуванням до нових рівноважних умов. Так, профіцитні країни продовжили політику обмеження зростання реальних витрат на оплату праці, що особливо властиво Німеччині. Дефляційна політика також є цілком резонним вибором для дефіцитних країн, для яких зниження зарплат є єдиною можливим варіантом адаптації (в умовах неможливості інфляційного знецінення боргів), прикладом чого є Греція. Проте різниця у величині боргового тягаря економічних агентів у країнах, де мала місце асиметрична кредитна експансія, означатиме, що навіть при однаковому падінні реальних доходів величина споживання знижуватиметься асиметрично. Це також гальмуватиме відновлення ВВП у країнах-експортерах і загострюватиме питання про національно орієнтовані стимули, які підриватимуть принципи конвергенції і суперечитимуть такому важливому критерію оптимальності валютної зони, як спільність пріоритетів економічної політики. Швидкість, з якою ЄС-ЄВС розробив спеціальні інструменти подолання суверенних боргових проблем та посилив інтерес до макропру-

денційних функцій ЄЦБ, є свідченням резонного намагання запобігти в майбутньому дивергенції політик, які, окрім довгострокового виходу за межі фіскальних критеріїв конвергенції, не гарантують відновлення макрофінансової стабільності. У світлі викладеного можна говорити про необхідність перегляду та уточнення базової макроекономічної моделі економічної інтеграції на основі врахування проблем: випереджальної реакції вартості активів на стимули у сфері ліквідності, асиметричного розкручування фінансових дисбалансів, необхідності попереджувальної корекції завищених очікувань майбутнього зростання добробуту з допомогою фіскальних (якщо країна є членом ЄВС) та монетарних (якщо не є членом ЄВС) інструментів. Маастрихтські критерії повинні бути доповнені моніторингом акумулювання фінансової вразливості та нерівноваги платіжних балансів. У сукупності із дотриманням таких критеріїв більш централізовані підходи до макропруденційного аналізу та нагляду дозволять запобігати процесам фінансової нестабільності й дивергенції в рамках формального дотримання належних макроекономічних кондицій. Централізація процесу моніторингу, надання підтримки та застосування санкцій за недотримання маастрихтських нормативів мають супроводжуватись підвищенням гнучкості в кризові моменти і жорсткості за умов ординарної ситуації. Для країн, що готуються до членства в зоні євро, інтеграція інструментів забезпечення фінансової стабільності із маастрихтськими критеріями є ключовим фактором прогресу у сфері модернізації макроекономічної політики, покращення економічної ситуації та послаблення макрофінансових факторів вразливості до шоків у процесі запровадження спільної європейської валюти.

Висновки. Маастрихтські критерії євроконвергенції, побудовані з метою усунення передумов для розходження макроекономічних процесів із боку макрополітики, не враховують макрофінансових факторів потенційної дивергенції. Основою останніх є асиметрична поведінка фінансового та кредитного циклу, що привносить асинхронність у процеси споживання та випуску в розрізі країн-учасниць валютного союзу. В ЄВС намітилась чітка тенденція до того, що країни, щодо яких спостерігались інспіровані панівною економічною теорією очікування зростання вигід від участі у валютному союзі, зіткнулись із швидким роздмухуванням фінансової бульбашки, бумом кредитування та поглибленням зовнішньої нерівноваги. Глобальна фінансова криза продемонструвала, що ні дефіцитні, ні профіцитні економіки ЄВС не мають переваг з точки зору наслідків для зростання ВВП, оскільки обумовлений фінансовими факторами бум споживання в перших позитивно позначався на випуску в других. Фактор симетрії в доступі до фінансування є вкрай важливим з точки зору як спільності в пріоритетах подолання кризи, так і в можливостях застосування антикризових заходів. Брак симетрії в доступі до фінансування слід розглядати як продовження ризиків дивергенції. Модернізація макроекономічної політики в ЄС-ЄВС має спиратися на принципи інтеграції маастрихтських критеріїв з макрофінансовим підходом та врахуванням важливості фінансової стабільності для нормалізації процесів конвергенції.