

## **ВПЛИВ УВЕДЕННЯ ЄВРО НА ДЕРЖАВНІ ФІНАНСИ ПІВДЕННИХ КРАЇН ЄС – ІТАЛІЇ, ІСПАНІЇ, ПОРТУГАЛІЇ ТА ГРЕЦІЇ**

**Анотація.** Стаття досліджує наслідки запровадження євро для державних фінансів південних країн ЄС, що мали порівняно з іншими країнами єврозони історичну макроекономічну та фінансову нестабільність. В умовах знижених темпів інфляції та номінальних процентних ставок ці країни зіткнулися з полегшенням тиску на витратну частину бюджету за рахунок зменшення виплат за державним боргом. Країни Півдня ЄС також виграли від розширення фінансових ринків державних зобов'язань та подовження терміну обігу державних цінних паперів. Низькоінфляційне макроекономічне середовище змусило ці країни реформувати бюджетну систему для збільшення неінфляційних джерел поповнення державного бюджету.

**Ключові слова:** грошовий союз, спільна валюта, сеньораж, державний бюджет, ЄС.

**Annotation.** The article studies the euro introduction consequences for public finance of EU southern countries that had historical macroeconomic and financial instability in comparison with the other eurozone countries. Under conditions of decreased inflation and nominal interest rates these countries faced eased pressure on the budget expenditure side at the expense of lower government debt payments. The countries of the EU South also benefited from deepening of government obligations financial market and increase in government securities maturity. Macroeconomic environment of low inflation pressured these countries to reform the budget system to widen non-inflationary sources of public budget financing.

**Key words:** monetary union, common currency, seigniorage, public budget, EU.

**Вступ.** Інтеграційні процеси сучасності є своєрідними точками зростання процесу глобалізації. На території Європейського Союзу процес економічної інтеграції є найбільш довготривалим та успішним, останнім подоланим етапом є створення грошового союзу, запровадження спільної валюти та єдиного центрального банку. Уведення євро в безготівковий обіг у 1999 році та в готівковий оборот у 2002 році у 12-х країнах Європейського Союзу привело до значних наслідків для економік цих країн за позицією Європейської комісії. Особливий вплив приєднання до Європейського валютно-економічного союзу мало для країн із менш розвинутими фінансовими системами – Італії, Іспанії, Португалії та Греції.

Є багато особливостей у структурі економіки саме південних країн ЄС, які дозволяють припустити, що введення євро як основного платіжного засобу мало більші наслідки для цих країн, ніж для інших країн єврозони. Є очевидним те, що ці країни повинні були більшою мірою виграти від фінансової стабільності, пов'язаної з тим, що кредитно-грошова політика та її інструменти були віддані Європейському центральному банку в 1999 році. Південні країни історично мали економіку, що характеризувалась макроекономічною та фінансовою нестабільністю. В Італії, Греції, Іспанії та Португалії були вищі темпи інфляції та більший рівень державного боргу (особливо цим відрізняється Італія та Греція), у рамках Європейського механізму валютних курсів – більші межі коливань, ніж в інших країн. Крім того, податкова система країн характеризується більшим, ніж в інших країнах, ступенем ухиляння від сплати податків і необхідністю покладатися на фінансування бюджету за допомогою так званого інфляційного податку. А на фінансовому ринку переважає банківське кредитування на відміну від небанківських видів кредитування, наприклад, шляхом випуску фірмами цінних паперів, більш поширених в інших країнах ЄС. Ці особливості країн Півдня ЄС структурно схожі на характеристики країн Східної та Центральної Європи, у тому числі

України, тому вивчення досвіду саме цих країн із грошової та економічної інтеграції є цікавим для вітчизняної науки й економічної політики.

**Постановка завдання.** Участь у грошовому союзі та використання спільної валюти з країнами – торговими партнерами приносить певні вигоди та втрати для країни-учасниці. Ідентифікацією та вимірюванням масштабу таких позитивних і негативних наслідків для економіки країни займається теорія оптимальних валютних зон. Згідно із сучасною теорією оптимальних валютних зон приєднання до грошового союзу може принести країні вигоду від приєднання до грошового регулятора з більшим ступенем довіри. Низька інфляція – це бажана мета грошового союзу. Для кожної окремої країни дезінфляційна політика – це довгий і хворобливий процес. Дослідники Р.Барро та Д.Гордон помітили: щоб досягти довіри до своєї політики, центральний банк повинен додержуватися правила збільшення грошової маси [1]. Центральний банк може заявити про політику низької інфляції, але, якщо його дії дадуть можливість економічним агентам засумніватися у відповідності інструментів політики її цілям, вони будуть вірити в реалізацію зміни сценарію й діяти відповідно. Отже, центральному банку для підтримки низької інфляції необхідно чітко дотримуватися цілей і засад кредитно-грошової політики.

Один із засобів для країн із високою інфляцією домогтися низького її рівня, як відзначає дослідник грошових союзів П. де Гроув, – це відмовитися від національного грошового суверенітету, увійшовши в союз із країною з низькою інфляцією. Для країни існує можливість знизити свою інфляцію без утрати ВВП і безробіття, тобто просто перейти на нижчу точку на вертикальній кривій Філіпса [2].

При цьому вигода для країни з високою інфляцією від приєднання до грошового союзу у вигляді більш низьких темпів інфляції очевидна в довгостроковому періоді. У короткостроковому періоді можливі втрати у вигляді безробіття. Масштаб таких утрат залежить від багатьох факторів – проміжку часу, протягом якого необхідно перейти до більш низького темпу інфляції, швидкості адаптації очікувань економічних агентів до рівня інфляції, форми короткострокової кривої Філіпса, різниці між рівнем інфляції до й після союзу.

Один із недоліків участі у грошовому союзі для державних фінансів – утрата сеньйоражу. Сеньйораж – це прибуток, що отримується центральним банком від випуску грошей. У наші дні сеньйораж належить до здатності уряду одержувати товари й послуги за додатково надруковані гроші [3].

Країни з нерозвиненою фіскальною системою зазвичай покладаються на сеньйораж як джерело поповнення державного бюджету. Відповідно до теорії оптимальності державних фінансів раціональний уряд вибирає різні джерела надходжень до бюджету таким чином, щоб граничні витрати залучення останньої грошової одиниці з різних джерел були рівні. Чим менше розвинена фіскальна система країни, тим більші витрати уряду із залучення коштів за допомогою підвищення податків і тим нижчі його витрати збільшення надходжень за допомогою інфляції. Унаслідок цього одні країни віддають перевагу борговому фінансуванню дефіциту бюджету, а інші обирають монетарне фінансування, тобто за допомогою інфляційного податку. Інфляційним податком обкладається кожний, хто має гроші. При існуванні інфляції купівельна спроможність грошей зменшується, що накопичується в тій сумі грошей, що без забезпечення товарами потрапила в економіку при збільшенні грошової пропозиції.

Емпіричні дослідження використання сеньйоражу в різних країнах показали, що між 60-ми й 80-ми роками ХХ століття частка сеньйоражу в загальних державних доходах була значною, понад 10%. Так, сеньйораж активно використовувався в таких країнах із високою інфляцією, як Аргентина, Уругвай, Чилі та Бразилія [4]. А.Цукерман, С.Едвардс і Дж.Табелліні в дослідженні 1992 року виявили, що з досліджуваних 79 країн між 1971 і 1982 роками, 35% економік покладалися на сеньйораж як доходи державного бюджету на рівні понад 10% від загальних державних доходів [5]. Учені висловили думку, що

використання сеньоражу зворотно пропорційно до ефективності системи оподаткування і прямо пропорційно до політичної нестабільності.

Отже, для країн, що готуються вступити до грошового союзу, втрата сеньоражу може виявитися досить істотною. Так, є думка, що південні країни ЄС – Португалія, Іспанія, Італія і Греція – відчувають ці витрати в гострій формі [6, с.173].

Об'єктом дослідження саме цієї статті є сфера державних фінансів південних країн ЄС у період підготовки до введення та обігу євро як платіжного засобу – у 1990–2000-х рр. Окремі дослідження автора також вивчають вплив уведення євро на умови економічного зростання, сукупний попит, інтеграцію фінансових ринків, торгівельні та інвестиційні потоки, зовнішній сектор країн Півдня ЄС. Метою дослідження у цій статті є вивчення, як уведення євро вплинуло на сферу державних фінансів південних країн ЄС, які позитивні чи негативні наслідки мав вступ до єврозони для державного бюджету цих країн.

**Результати.** У процесі підготовки до введення спільної валюти та в період обігу євро як платіжного засобу досліджувані країни зазнали найбільшого серед членів єврозони зниження рівня інфляції та процентних ставок. Порівнюючи динаміку процентних ставок за державними облігаціями, якими торгують на вторинному ринку, терміном обігу не менше, ніж 10 років, у південних країнах і середнього рівня у країнах єврозони, можна побачити, що напередодні введення євро довгострокові процентні ставки значно знизилися і майже наблизилися до середнього рівня по ЄС після 2001 року. Так, якщо за період 1991–1995 рр. довгострокові процентні ставки становили в середньому 12,9% в Іспанії, 11,9% в Італії, 15,1% у Португалії (даних по Греції немає, очевидно, за відсутністю довгострокових фінансових зобов'язань), то до 2000 року вони впали до рівня 6,1%, 5,5% і 5,6% відповідно. У 2005 році середня ставка за державними облігаціями терміном понад 10 років склала 3,4% в Іспанії та Португалії, 3,6% в Італії та Греції при середньому рівні аналогічної ставки для ЄС – 12 у 3,4% [7]. Ті десяти частки відсотка, які ще залишаються (так званий спред між процентними ставками за облігаціями різних держав єврозони) відображають все ще існуючий ризик ліквідності й ризик дефолту. Найнижча різниця в Іспанії та Португалії, рівень державного боргу яких перебуває в допустимих межах, установлених Пактом стабільності й зростання (для Португалії ледь вищий допустимої межі).

Таким чином, Італія, Іспанія, Португалія і Греція, що мають традиційно експансіоністську фіскальну політику, одержали можливість залучати позики для покриття державного бюджету за значно нижчими процентними ставками – на рівні 3–3,5% річних. Нижча вартість залученого капіталу для фінансування боргу та дефіциту бюджету знизили видаткову частину бюджету (у якій кошти виділялися на виплати відсотків за державним боргом) майже у 2 рази за останнє десятиліття. Особливо високі були витрати на оплату відсотків у бюджеті Італії та Греції – до 12% від ВВП у середині 90-х рр. XX століття. У цей час процентні виплати становили від 5,4% у Греції до 4,8% в Іспанії. Необхідно відзначити, що досліджувані країни по-різному скористалися полегшенням подібного тягаря на державний бюджет. З урахуванням того, що такі важливі складові державних видатків, як капітальні інвестиції, видатки на державні служби залишилися без змін відносно ВВП, деякі країни підвищили соціальні виплати за рахунок держави. В Італії соціальні виплати збільшилися із 16,5% у 1996 р. до 17,1% від ВВП у 2005 р., у Греції – із 4,9% до 5,5% відповідно. У Португалії подібна тенденція була безпрецедентною – зростання мало місце від рівня 10,4% від ВВП до 22,1% у 2005 р. [8, 9, 10, 11].

Іспанія стала єдиною з південних країн, що скоротила у відносному вираженні соціальні видатки. Їхній рівень у 1996 році становив 13,8% від ВВП, а у 2005 р. – уже 11,6% від ВВП. У цілому в Іспанії знизилися й державні видатки – від 44,3% у 1996 році до 38,7% у 2005 р., і це єдина з південних країн, що зуміла істотно скоротити державний борг: 68% від ВВП у 1996 р. і 43,4% у 2005 р. і повністю відповідати критеріям конвергенції [11].

Таким чином, південні країни по-різному скористалися зниженням процентних виплат за державними зобов'язаннями внаслідок уведення євро. Найбільш успішно скористалася наданими можливостями поліпшити державні фінанси Іспанія, і саме ця країна має кращі в групі показники економічного зростання за останнє десятиліття. На думку економістів ОЕСР Іспанії, цьому сприяла масова зовнішня імміграція. Позитивний ефект імміграції на державні фінанси оцінюється в 0,5% ВВП, біля половини позитивного сальдо бюджету в 2005 р. Це є результатом внесків емігрантів у систему соціального забезпечення та пенсійну систему в той час, як самі вони рідко мають можливість скористатися виплатами цих систем [12].

Португалія, навпаки, направила кошти, що вивільнилися, на забезпечення соціальних гарантій держави. Так само як Італії та Греції, їй не вдалося істотно скоротити розміри державного боргу, принаймні до рівня в 60%, що вважається безпечним для макроекономічної стабільності.

За період із 1996 по 2006 роки досліджуваним країнам вдалося зменшити рівень державного боргу. Так, в Італії рівень державного боргу зменшився із 123% від ВВП у 1996 році до 107% у 2006 році, в Іспанії – із 68% до 40%, у Греції – 111% до 105%, у Португалії рівень державного боргу за останнє десятиліття, то зменшуючись, то зростаючи, так і залишився на рівні 64% від ВВП [13]. Як відомо, рівень вище від 60% від ВВП вважається неприйнятним згідно з Маастрихтським критерієм, і тому Греції та Італії загрожують санкції з боку Європейської комісії.

Для оцінки впливу процентних ставок за облігаціями на обсяг процентних виплат за державним боргом побудована така регресійна модель:

$$Intpay_t = \alpha + \beta_1 Ltrate_t + \beta_2 Debt_t + \varepsilon_t,$$

де  $Intpay$  – рівень процентних виплат за державним боргом (дані для Італії виражені у % від ВВП, дані для Іспанії, Португалії та Греції – у млн. євро),

$Ltrate$  – довгострокова процентна ставка за державними облігаціями,

$Debt$  – рівень державного боргу країни (дані для Італії виражені у % від ВВП, дані для Іспанії, Португалії та Греції – у млн. євро).

Були проаналізовані річні дані за період 1990–2006 рр. із джерел Eurostat і звітів центральних банків досліджуваних країн. Результати оцінки коефіцієнтів і їхня статистична значимість представлені в таблиці 1.

Результати регресійного аналізу підтверджують для всіх 4-х країн позитивний вплив зниження довгострокових процентних ставок на виплати за державним боргом. Коефіцієнти при змінній довгостроковій процентній ставці позитивні та значимі при  $\alpha=0,05$  для всіх країн, крім Іспанії (величина  $p$  дорівнює 11%). Це означає, що в досліджуваних країнах зниження довгострокових процентних ставок пов'язано зі зниженням частки видатків за державним боргом у ВВП. Оцінені рівняння регресії мають значний ступінь адекватності через високі показники коефіцієнта детермінації та Фішера.

Таблиця 1

Результати регресійного аналізу впливу зниження процентних ставок на виплати за державним боргом

	Коефіцієнт при $Ltrate$	t – статистика (величина $p$ )	Коефіцієнт при $Debt$	t – статистика (величина $p$ )	Коефіцієнт детермінації	F-статистика (критичне значення F-статистики)	Коефіцієнт Дарбіна-Уотсона (критичне значення)
Італія	0,907	15,047 (0,00)	0,258	4,276 (0,01)	0,95	133,77 (3,81)	1,71 (dl=1,015, du=1,536)
Іспанія	0,214	1,803	0,102	5,233	0,93	60,40 (4,74)	1,05 (dl=0,525,

		(0,11)		(0,00)			du=2,016)
Португалія	0,464	11,026 (0,00)	0,053	2,217 (0,06)	0,95	106,08 (4,46)	1,08 (dl=0,715, du=1,816)
Греція	0,508	9,594 (0,00)	0,155	2,444 (0,04)	0,91	46,45 (3,71)	1,77 (dl=0,467, du=1,896)

Необхідно відзначити певні зміни в структурі дохідної частини державного бюджету південних країн. Як відомо, відсутність можливості збирати інфляційний податок вимагає збільшити фінансування бюджету за рахунок податкових надходжень. Зниження інфляції зменшує можливість збирати цей неофіційний податок, який є добутком показника темпу знецінювання грошей і показника середньої реальної грошової маси за рік.

Південні країни, приєднавшись до грошового союзу євро, знизили інфляцію, що впала до середнього рівня 3% на рік. Це вплинуло на дохідну частину бюджету, яку необхідно було наповнювати переважно податковими методами. І дійсно, у деяких південних країнах ЄС обсяги прямих і непрямих податків, що збираються в бюджет, стосовно ВВП виросли за період 1996–2005 рр.

Так, в Іспанії частка прямих податків трохи збільшилася стосовно ВВП, зберігаючись на рівні 10-11%, в Італії частка знизилася з 15,1% у 1996р. до 13,3% у 2005 р., у Португалії частка прямих податків упала з 9,9% у 1996 р. до 8,7% у 2005 р. Греція, однак, збільшила збирання прямих податків із 7,7 % від ВВП у 1996 р. до 10% у 2005 р. Усі досліджувані країни, за винятком Греції, збільшили податкові надходження від непрямих податків із 1996 по 2005 рік – Італія з 11,6% до 14,2%, Іспанія з 10,2% до 12,2%, Португалія – із 14,4% до 15,3% [8-11]. Загальновідомий факт, що легше збільшити збирання податків на ціни товарів і послуг, ніж на доходи й майно, і в силу простоти, і в силу соціальних міркувань. Збільшення прямих податків також небажане, оскільки це впливає на стимули для розвитку у підприємств і зайнятість працездатного населення. Проте всім досліджуваним країнам довелося збільшити податкову складову дохідної державного бюджету. Для цього були проведені відповідні реформи – податкова амністія, збільшення податкової бази непрямого оподаткування, у деяких країнах збільшення, у деяких зниження ставки корпоративного й індивідуального податків.

Так, у Греції після того, як у 2004 році був досягнутий дефіцит бюджету в 6,9% від ВВП, під тиском вимог оновленого Пакту стабільності й зростання ЄС стандартна ставка ПДВ була збільшена з 18 до 19%, пільгова ставка збільшена із 4 до 4,5%, збільшений податок на продаж алкогольних напоїв на 20%, уведений ПДВ на нерухоме майно [8].

Введення євро значно вплинуло на структуру державного боргу та ринок державних облігацій досліджуваних країн. Держава як великий позичальник капіталу безпосередньо виграла від більшої фінансової інтеграції південних країн у фінансові ринки єврозони.

Насамперед слід зазначити збільшення обсягу залучених фінансових ресурсів за допомогою розміщення державних облігацій, номінованих у євро в таких країнах, як Португалія та Греція. За даними ЄЦБ, на травень 2007 року обсяг випущених облігацій державою у Португалії становив 204% від обсягу на січень 1999 р., у Греції ця цифра становила 220%. Державні органи Італії та Іспанії виявилися більш стриманими в залученні капіталу, обсяг залучених державою коштів становив 120% від рівня на дату початку обігу євро.

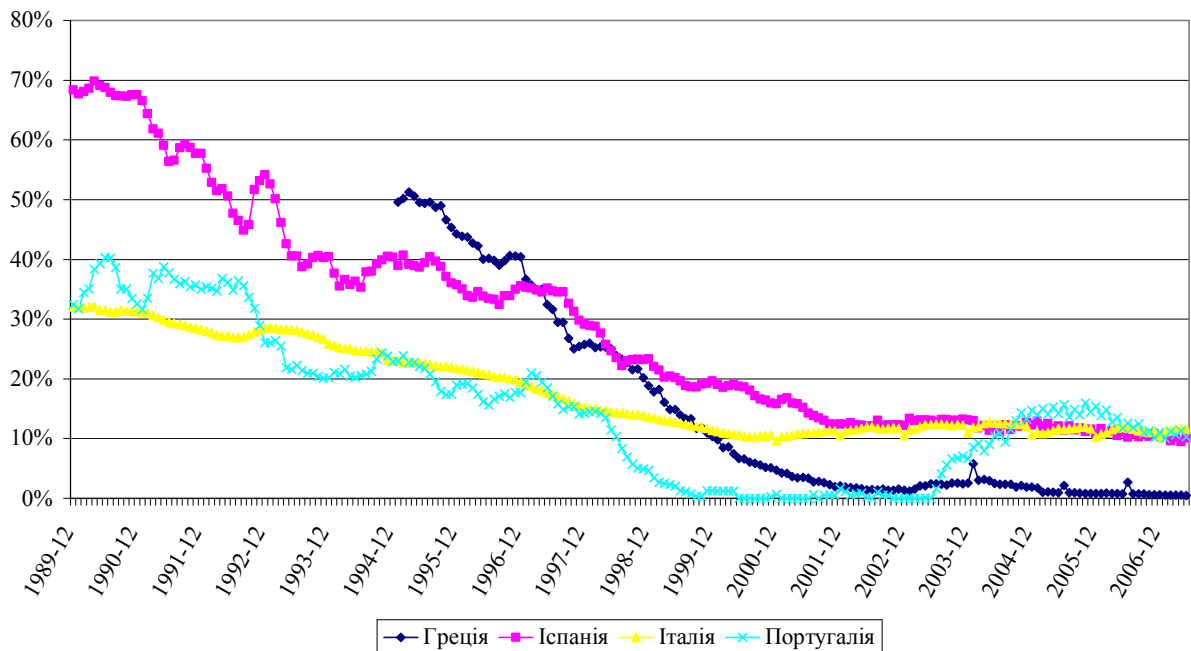
Значна вигода для південних країн виявилася в тому, що їхні державні облігації ввійшли до обігу на величезному ринку активів, номінованих у євро, що є більш ліквідним і широким, ніж їх внутрішній облігаційний ринок. Обсяг державних облігацій, випущених країнами єврозони, становив 3,242 трлн. євро в 1999 році, а у 2007 році – уже 4,472 трлн. євро. Частка облігацій досліджуваних країн становить у цей час на цьому ринку: Греції – 4,5%, Іспанії – 7%, Італії – 28%, Португалії – 2%. Для всіх південних країн існує тенденція

збільшення частки нерезидентів у загальному обсязі випущених державних зобов'язань. Для Італії цей показник збільшився з 34% у 1999 р. до 43% у 2005 р. [14].

Для державних облігацій був істотно знижений валютний і кредитний ризик, оскільки встановлення процентної ставки стало прерогативою незалежного національного центрального банку. Таке поліпшення фінансової надійності державних облігацій призвело до того, що південним країнам удалося поліпшити структуру свого боргу, зробивши свої зобов'язання більш довгостроковими. На рисунках 1 і 2 представлена частка короткострокових і довгострокових зобов'язань у загальному обсязі випущених облігацій для досліджуваних країн.

Частка короткострокових державних зобов'язань знизилася, а довгострокових зросла до 90–100 %, що свідчить про зниження кредитного ризику та зростання довіри інвесторів. Для державних органів, що керують бюджетом, можливість залучати кошти для фінансування державного бюджету з більшим терміном обігу приносить вигоди й у вигляді більш низької плати за користуванням кредитом і зниження транзакційних витрат на обіг державних цінних паперів. Якщо в Греції в 1990 році 45% обсягу державного боргу мали термін не більше 1-го року, то до 2001 року частка короткострокових зобов'язань не перевищувала 1,5% [8].

Частка короткострокових державних облігацій у загальному обсязі, %



Джерело: [13].

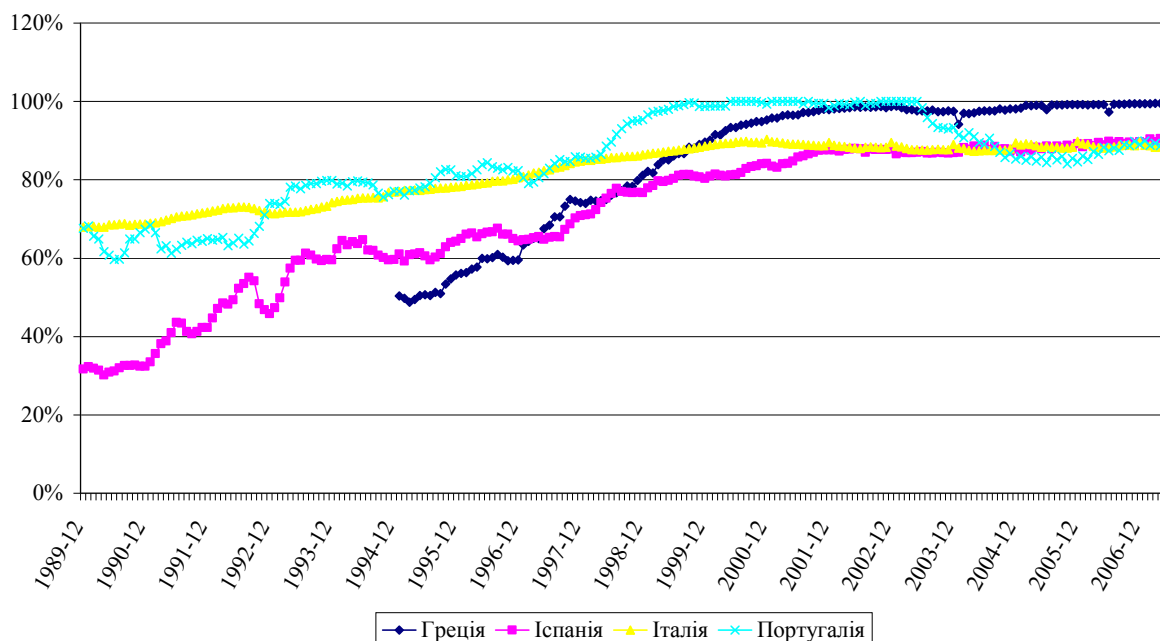
Рис. 1.

Таким чином, введення євро та зниження процентних ставок позитивно вплинули на видаткову частину державного бюджету, зробили ринки державних цінних паперів більш ліквідними, а зобов'язання більш довгостроковими. Проте не всі країни зуміли скористатися розумно наданими можливостями більшої фінансової стабільності. Так, збільшення соціальних видатків і нездатність скоротити державний борг залишилися актуальними проблемами для більшості з розглянутих південних країн. Єдиною країною, що успішно подолала зміни у сфері державних фінансів, є Іспанія.

**Висновки.** 1. Південні країни ЄС, що мають історію макроекономічної нестабільності з початку 1990-х рр., у процесі підготовки до вступу в ЄВС із введенням євро зуміли досягти нижчих річних темпів інфляції та номінальних процентних ставок за рахунок передачі контролю за грошовим управлінням Європейському центральному банку, що знизило інфляційні очікування економічних агентів.

2. Приєднання до єврозони значно вплинуло на державні фінанси південних країн ЄС. Зниження процентних ставок за державним боргом знизило частку виплат за державними зобов'язаннями та полегшило тиск на бюджет. Однак спокуса скористатися зменшенням видатків для збільшення соціальних видатків була фактично переборена Насадюк І.Б. Вплив уведення євро на державні фінанси південних країн ЄС – Італії, Іспанії, Португалії...

Частка довгострокових державних облігацій у загальному обсязі, %



Джерело: [13].

Рис. 2.

3. Немоżliвість збирати інфляційний податок в умовах низьких темпів зростання цін привела до необхідності збільшити надходження до державного бюджету за рахунок прямих та непрямих податків, що стало можливим завдяки податковим реформам.

4. Південні країни скористалися більш ліквідним і глибоким ринком облігацій, деномінованих у євро, збільшивши свої запозичення. Фінансові зобов'язання при цьому стали більш довгостроковими, що свідчить про більшу фінансову стабільність і якість фінансових зобов'язань держави.

1. Barro R., Gordon D. Rules, Discretion and Reputation in a Model of Monetary Policy // Journal of Monetary Economics. – 1998. – №12. – P.101–121.
2. De Grauwe P. German Monetary Unification // European Economic Review. – 1992. – № 36. – P. 445–453.
3. Блэк Дж. Экономика: Толковый словарь: англо-русский. – М.: ИНФРА-М, Издательство “Весь мир”, 2000. – 840 с.
4. Fischer S. Seigniorage and the Case for a National Money // Journal of Political Economy. – 1982. – №90(2). – P.295–313.
5. Cukierman A., Edwards S., Tabellini G. Seigniorage and Political Instability // American Economic Review. – 1992. – №82(3). – P.537–555.
6. Sarno L., Taylor Mark P. The Economics of Exchange Rates / Cambridge University Press. – 2002.
7. Statistical Annex of European Economy / European Commission. Autumn 2006.
8. Bank of Greece Annual Report 1998, 1999, 2000, 2001, 2002, 2003, 2004, 2005.
9. Banca d'Italia Abridged Report for the Year 1999, 2000, 2001, 2002, 2003, 2004, 2005.
10. Banco de Portugal Annual Report 1998, 1999, 2000, 2001, 2002, 2003, 2004, 2005.
11. Banco de Espana Annual Report 1998, 1999, 2000, 2001, 2002, 2003, 2004, 2005.
12. OECD Economic Surveys 2007. – Spain.
13. Eurostat.
14. ECB statistics.