

ФОРМИРОВАНИЕ НОВОЙ ЕВРОПЕЙСКОЙ СИСТЕМЫ ФИНАНСОВОГО РЕГУЛИРОВАНИЯ

Д.И. Кондратов*

В статье рассматриваются уроки и последствия долгового кризиса в зоне евро, а также изложены предложенные Еврокомиссией и Европейским центральным банком реформы экономического управления в валютном блоке.

Ключевые слова: зона евро, долговой кризис, бюджетный дефицит, государственный долг, макропруденциальный подход.

JEL-классификация: E42, F31.

Материал поступил 11.05.2016 г.

Долговой кризис в зоне евро, начавшийся в 2010 г. в Греции и быстро принявший региональный масштаб, обнажил серьезные изъяны европейской системы финансового регулирования и надзора и поставил на повестку дня необходимость ее реформирования. В истекшее десятилетие в государственной политике ЕС преобладал курс на дерегулирование финансовой системы, однако с начала долгового кризиса этот регион вступил в эру «ре-регулирувания». Одновременно в стратегии регулирования произошли существенные изменения в расстановке акцентов.

Процесс регулирования становится все более политизированным. Политики пытаются продемонстрировать электорату свое стремление «прижать банковскую отрасль и сверхмощные рынки». При этом выработка законов и правовых норм подразумевает широкое взаимодействие национальных правительств, национальных регулирующих органов и международных организаций.

Основные положения по реформированию международной системы финансового регулирования поступают (и в настоящее время реализуются) от МВФ, «группы 20» (G-20), Совета по финансовой стабильности (Financial stability board) и Базельского комитета по банковскому надзору (Basel committee on bank supervision).

Роль Совета по финансовой стабильности в этом процессе вытекает из его исключительной способности служить форумом для дискуссий, в которых участвуют международные организации, представители центральных банков, министерств финансов и других регулирующих ведомств стран – членов этой организации. Роль МВФ также уникальна, учитывая численность его участников, функции и опыт в области макрофинансового регулирования и многостороннего надзора.

За годы, прошедшие после начала кризиса, сделано многое, но еще больше предстоит сделать для предотвращения ошибок и ликвидации деформаций в системе регулирования.

Экономика зоны евро к концу 2015 г. начала выходить из долгового кризиса. Ее ВВП в IV квартале 2015 г. увеличился на 1,6% к соответствующему периоду предыдущего года и на 0,3% в сравнении с предыдущим кварталом 2015 г. Во второй половине года экономика стран зоны евро возросла в целом на 1,5% (рис. 1).

Однако начавшееся экономическое оживление нельзя назвать уверенным и стабильным, поскольку оно не отражает положения дел во всех секторах экономики и является по большей части результатом временных экономических стимулов, предусмотренных антикризисными про-

* Кондратов Дмитрий Игоревич (dmikondratov@yandex.ru), кандидат экономических наук, старший научный сотрудник Института экономики Российской академии наук (г. Москва, Россия).

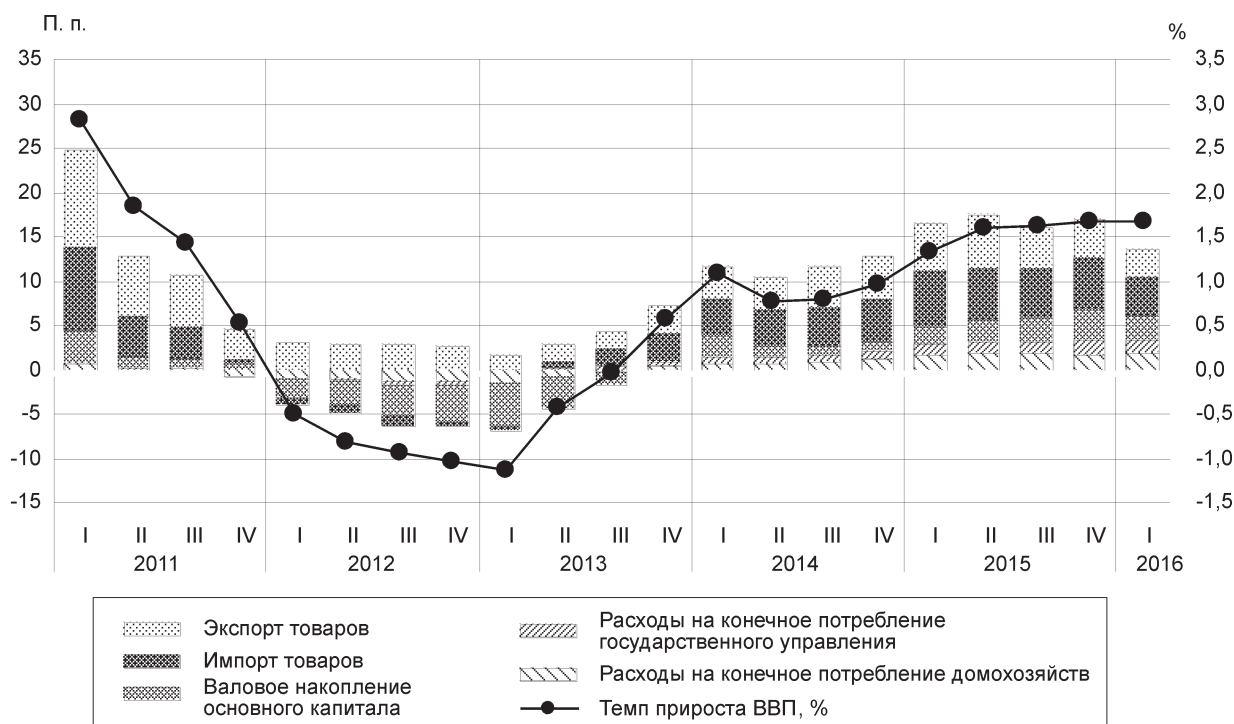


Рис. 1. Структура прироста ВВП по элементам использования (к соответствующему периоду предыдущего года), 2011–2015 гг.

Источник. Построено по данным Евростата.

граммами Европейского центрального банка, а также результатом окончания цикла оборотных средств (пополнение запасов). Так, потребительские расходы в IV квартале 2015 г. возросли на 1,5% (или на 0,2% кв./кв.), объем жилищного строительства в IV квартале – на 0,2% г/г (или на 1,3% кв./кв.), но при этом продажи новых домов сократились вследствие исчерпания возможностей покупателей продлить или рефинансировать ипотечные кредиты.

По мере исчерпания действия временных факторов в ближайшем будущем экономический рост, как считают эксперты, будет почти целиком зависеть от конечного спроса со стороны частного сектора. Наиболее серьезным моментом, негативно влияющим на «прочность» экономического оживления, остается стабильно высокий уровень безработицы – более 10% эконо-

мически активного населения. По оценкам ОЭСР, в зоне евро в декабре 2015 г. насчитывалось более 16,750 млн безработных. Это больше показателей января 2011 г. на 832 тыс. чел. (рис. 2).

Долговой кризис в зоне евро, первые признаки которого проявились в 2010 г., а наиболее острая фаза пришлась на конец 2011 – первую половину 2012 г., обнажил

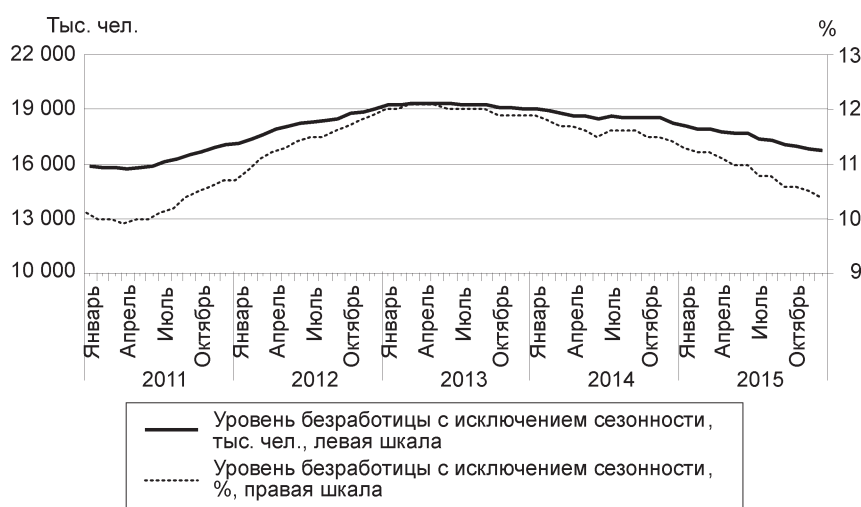


Рис. 2. Уровень безработицы, 2011–2015 гг.

Источник. Построено по данным Евростата.

слабости и недостатки европейской системы регулирования и надзора за деятельностью финансовых институтов, рынков и актуализировал необходимость ее реформирования. В истекшее десятилетие в государственной политике Европейского союза преобладал курс на дерегулирование финансовой системы, однако с начала долгового кризиса ЕС вступил в эру «ре-регуляции». Одновременно в стратегии регулирования произошли существенные изменения в расстановке акцентов.

Процесс регулирования становится все более политизированным. Политики пытаются продемонстрировать электорату свое стремление «прижать банковскую отрасль и сверхмощные рынки». При этом выработка законов и правовых норм подразумевает широкое взаимодействие национальных правительств, национальных регулирующих органов и международных организаций.

Основные положения по реформированию международной системы финансового регулирования реализуются от МВФ, «группы 20» (G-20), Совета по финансовой стабильности (Financial stability board) и Базельского комитета по банковскому надзору (Basel committee on bank supervision). Роль Совета по финансовой стабильности в этом процессе вытекает из его исключительной способности служить форумом для дискуссий, в которых участвуют международные организации, представители центральных банков, министерств финансов и других регулирующих ведомств стран – членов этой организации. Роль МВФ также уникальна, учитывая численность его участников, функции и опыт в области макрофинансового регулирования и многостороннего надзора.

За годы, прошедшие после начала долгового кризиса, уже многое сделано, но еще больше предстоит сделать для предотвращения ошибок и ликвидации деформаций в системе финансового регулирования.

В настоящее время считается общепризнанным, что кризис был обусловлен недооценкой системного риска. Действительно, низкие процентные ставки, избыточная ликвидность и повышательный макроэкономический тренд вынуждал частный

сектор к принятию чрезмерных рисков. Кредитные институты предоставляли займы, не проводя необходимой оценки платежеспособности заемщика, и создавали сложные финансовые инструменты, стремясь получить высокие доходы.

Регуляторы и надзорные ведомства пребывали в состоянии самоуспокоенности и не реагировали на появление уязвимых мест. В результате национальные финансовые системы претерпели деформации, которые выразились:

- в усилении сложности и непрозрачности финансовых систем;
- чрезмерном уровне левириджа финансовых учреждений и их высокой взаимозависимости;
- повышении риска ликвидности;
- в перемещении финансового посредничества в теневой сектор – к небанковским финансовым учреждениям; деятельность этих учреждений, не подпадавшая под нормы регулирования банков, стала высокоприбыльной и получила широкий размах.

До сих пор многие структурные характеристики, которые способствовали возникновению системных рисков, все еще сохраняются. Одна из них – широкомасштабная государственная поддержка крупных финансовых игроков и рынков (размеры финансовых рынков в развитых странах составляют до 1/4 ВВП). Такая поддержка обуславливает недостаточное внимание финансовых институтов к оценке возможных рисков и питает уверенность как самих институтов, так и государства в том, что большие размеры и экономическая мощь служат гарантией от банкротства. Остается актуальной и задача создания системы госрегулирования, одновременно способствующей экономическому росту и снижению амплитуды циклических колебаний в экономике. Как отмечает Д. Дойл, советник по регулированию финансовых услуг в ЕС, новый подход к системе регулирования и надзора заключается в том, что «данная система должна быть существенно расширена благодаря охвату большего числа как финансовых инструментов, так и игроков рынка. Все, что включает в себе риск, должно быть регулируемо» (Lambe, 2011. P. 137).

Макропруденциальный подход – новый акцент в системе регулирования

В ходе долгового кризиса сложился консенсус относительно необходимости макропруденциального подхода к финансовому регулированию¹. Кризис показал, что только микропруденциального регулирования недостаточно для обеспечения стабильности финансовой системы в целом, так как рациональное поведение отдельных субъектов не всегда приводит к адекватному результату на уровне системы в целом, а гармонизация правил поведения может вызвать стадное поведение экономических субъектов, что также нарушает функционирование рынков (Landau, 2009).

По существу, макропруденциальный надзор имеет превентивный характер, так как его целью является недопущение кризиса. Известно, что макропруденциальный надзор (в отличие от микропруденциального) должен касаться финансовой системы в целом, а не отдельных банков и финансовых учреждений. Он часто ассоциируется с предотвращением системных рисков. В этом случае речь идет о двух взаимосвязанных, но не идентичных концепциях.

Если системный риск связан с внутренней динамикой финансовой системы, то макропруденциальный надзор касается взаимодействия финансовой системы с реальной экономикой. Возникновение системного риска может поразить финансовую систему, но при этом не затронуть реальную экономику. И наоборот – может возникнуть ситуация, когда финансовая система временно находится в хорошем состоянии,

¹ Макропруденциальная политика, по определению Банка международных расчетов (BIS), – это меры, нацеленные на снижение внешних и внутренних системных рисков и усиление стабильности финансовой системы в целом. Макропруденциальные меры способствуют также снижению процикличности финансовых рынков, суть которой состоит в том, что в период подъема банки берут на себя чрезмерно высокие риски и тем самым увеличивают свои балансы, а во время спада значительно снижают объем кредитования. Макропруденциальный подход и создание противочиклического механизма направлены на то, чтобы переломить эту тенденцию путем ужесточения требований к накоплению резервов и увеличению капитала в верхней точке цикла. Тем самым сокращается амплитуда циклических колебаний. В целом данный вид регулирования позволяет улучшить макрофинансовую среду для деятельности финансовых институтов.

не создавая системных проблем, и в то же время в реальной экономике могут складываться долгосрочные негативные тенденции. Типичным примером такого положения служит рост объема кредитов, не создающий краткосрочных трудностей, но со временем становящийся весьма опасным. В целом «хорошее здоровье» финансовой системы является необходимым (хотя и недостаточным) условием для достижения целей макропруденциального надзора. Финансовая стабильность (т. е. отсутствие чрезмерной волатильности) не является самоцелью, она полезна только тогда, когда способствует достижению наилучших макроэкономических показателей. Волатильность может быть результатом изменения фундаментальных показателей, а изменение цен активов может позволить финансовой системе «поглотить» внешние экономические шоки² (Bernanke, 2010).

В нынешних условиях миссией макропруденциального надзора становится недопущение «пузырей», которые могут возникать не только в финансовой сфере, но и в реальной экономике, например, в результате «шоков производительности» (*chocs de productivité*). Однако «пузыри» такого типа могут развиваться лишь в определенных финансовых условиях. Недопущение их имеет свою цену и ставит всех перед рядом вызовов. Первый и главный вызов связан с анализом «пузырей», которые трудно обнаружить. Циклы взлета и падения цен активов могут быть точно описаны только *a posteriori*. Более того, циклы в развитии деятельности, как правило, нерегулярны, что затрудняет определение разрывов в ценах активов, которые заранее трудно предсказать. Именно поэтому не могут функционировать механизмы «раннего предупреждения тревоги».

Хотя возникновение «пузырей» трудно предугадать, ясно, что финансовые кризисы время от времени повторяются, а экономика постоянно подвержена риску нового кризиса. В этих условиях следует выяснить особенности финансовых систем, способствующие формированию «пузырей», создающих

² Глава ФРС: ошиблись – исправимся. URL: <http://www.interfax.ru/business/txt.asp?id=113192>

угрозу экономическому благосостоянию. Сегодня уже немало известно о проциклическом характере развития финансовой системы. В последние годы системы бухгалтерского учета и пруденциального надзора во многом способствовали усилению этой проциклическости. В условиях, когда активы оцениваются по рыночной стоимости, изменение их цен вызывает увеличение потребностей банков и других финансовых учреждений в собственном капитале, что в свою очередь приводит к росту спроса на дополнительные активы и к повышению их цен. Все это в конечном счете заканчивается созданием «пузыря».

Поскольку главная проблема надзора заключается не в том, чтобы констатировать наличие сформировавшегося «пузыря», а в том, чтобы отследить начало его формирования, необходимо систематически и внимательно анализировать существенные и продолжительные разрывы в уровнях цен активов по сравнению с прошлыми тенденциями, динамикой величины премий за риск и объемов кредитов. При этом нужно исходить из предположения, что «пузырь» уже формируется.

«Пузыри» финансируются главным образом за счет кредитов, что позволяет инвесторам перекладывать большую часть рисков на заемщиков, оставляя за собой большую часть прибыли. Подобную асимметрию крайне трудно устранить. В этих условиях возможны два подхода к макропруденциальному надзору, которые, однако, не являются взаимоисключающими.

Первый подход, основанный на действующих правилах, предполагает действие автоматических стабилизаторов (*stabilisateurs automatiques*), ограничивающих поведение банков и финансовых учреждений без учета их особого положения. Пример такого подхода – контрциклические (*contracycliques*) требования к размеру собственного капитала. Стабилизаторы должны прямо воздействовать на решения о принятии рисков и на уровень вознаграждения за принятый риск.

Второй подход (так называемый дискреционный, или произвольный, т. е. зависящий от решения органа надзора) состоит во вмешательстве органов макропруденци-

ального надзора «сверху вниз» (*top-down*), чтобы временно ужесточить (или смягчить) требования к банку или финансовому учреждению, для устранения опасных диспропорций. Однако сегодня этот подход к надзору «в чистом виде» маловероятен.

Финансовые циклы являются результатом изменений «аппетита» в отношении рисков, которые невозможно заранее предусмотреть. Фактически одна из главных целей макропруденциального надзора – регулирование (не в юридическом, а в экономическом плане) глобального уровня «аппетита к риску» в рамках финансовой системы. Это неизбежно предполагает некоторую степень вмешательства органов надзора, т. е. объединение двух названных выше подходов к надзору.

Наиболее важным инструментом в современном арсенале средств регулирования являются требования в отношении объема собственного капитала банков и финансовых учреждений. Эти требования выполняют двойную функцию: они действуют как механизм, с одной стороны, обеспечивающий гарантии безопасности банков и их акционеров, а с другой – мешающий акционерам брать на себя слишком высокие риски. В последнее время становится все труднее сочетать эти две цели. Теоретически это возможно, практически – труднодостижимо из-за растущей сложности финансовой системы. Кроме того, требования в отношении собственного капитала не всегда соблюдаются. Причина в следующем: когда рынки находятся на подъеме и акционеры получают высокие дивиденды, банки легко привлекают необходимые им капиталы. Однако в периоды замедления роста рынки капиталов иссякают. В этих условиях введение контрциклических требований к собственному капиталу было бы полезно, хотя до сих пор взаимодействие между эволюцией финансовых рынков и кредитом изучено недостаточно. Иными словами, пока не ясны ответы на вопросы, каким образом капиталы «питают» финансовую систему или как они покидают ее в различные фазы экономического цикла, какое влияние оказывает это на объем кредитов.

Для того чтобы макропруденциальный надзор эффективно препятствовал возник-

новению диспропорций и «пузырей», он должен одновременно и непосредственно воздействовать как на отдельные банки и финансовые учреждения, так и на финансовую систему в целом. Это требует более внимательного изучения связей между нормами бухгалтерского учета и оценки и прибылью, связанной с принятием дополнительных рисков. Сегодня в общей сумме прибыли банков и других финансовых учреждений невозможно выделить ту часть, которая связана с принятием дополнительных рисков. Возможное решение состоит в том, чтобы органы регулирования требовали от банков и других финансовых учреждений оценки рисков, в том числе ликвидного риска, поскольку даже весьма приблизительные оценки рисков лучше, чем их полное отсутствие.

Взаимодополняемость и взаимодействие микро- и макропруденциального подходов к регулированию наилучшим образом достигаются тогда, когда организация регулирования осуществляется под эгидой центрального банка, который обладает информацией о состоянии финансового сектора и о взаимодействии между сферой финансов и реальной экономикой. Кроме того, при этом облегчается обмен информацией между органом банковского надзора и центральным банком.

Одна из важных задач реформы регулирования – борьба с проциклическостью, и суть ее в том, что в периоды подъема банки берут на себя чрезмерно высокие риски, увеличивая тем самым свои балансы, а во время спада значительно снижают объем кредитования. Создание контрциклического механизма направлено на преломление этой тенденции путем накопления резервов, которые могут использоваться во время спада, или увеличения капитала в верхней точке цикла. Разработкой соответствующих правил занимается Базельский комитет.

Кризис показал необходимость надзора и регулирования финансовых институтов, деятельность которых имеет системное значение, т. е. может дестабилизировать финансовую систему в целом. Пока не существует точного определения учреждения, имеющего системный характер, хотя при таком определении могут использоваться

следующие критерии: взаимодействие с остальными участниками системы, размер, роль в стране происхождения и на мировой арене, место, занимаемое в финансовой инфраструктуре «своей» страны, величина коэффициента левериджа. Сегодня рассматриваются следующие меры по регулированию системных учреждений³:

- установление норм капитала и ликвидности в зависимости от системного характера учреждения;
- создание системы страхования для гарантированного доступа системных учреждений к ликвидности и (или) к источникам дополнительного капитала;
- введение дифференцированного надзора на основе второй опоры Базеля-2;
- разделение полномочий между розничной и инвестиционной деятельностью банков.

Другим аспектом регулирования системных институтов является разработка подхода к ним в кризисный период. Требуют упрощения процедуры изменения структуры системных институтов и введение мер, направленных на стимулирование уменьшения их размеров.

МВФ, Банк международных расчетов и Совет по финансовой стабильности совместно разработали проект регулирования системных институтов, который предусматривает использование трех критериев для их определения: размер, уровень заменяемости (*substituabilité*) и уровень взаимосвязи. Совет по финансовой стабильности занялся проектом регулирования банков, «слишком больших, чтобы обанкротиться» (*too-big-to-fail project*), цель которого – систематизация возможных подходов к таким банкам и учреждениям, а также обсуждение издержек и выгод каждого из подходов. Работа по проекту организована по трем направлениям: уменьшение вероятности и влияния дефолта; усиление способности противостоять трудностям; укрепление финансовой инфраструктуры и рынков, в том числе за счет повышения прозрачности внебиржевых рынков.

³ L'avenir de la regulation. 2010. Documents et débats. No 3. URL: http://www.banque-france.fr/fr/doc_debat/numero_3/pdf

Микропруденциальное регулирование банковского капитала и ликвидности

Банки вступили в долговой кризис без достаточного запаса капитала и понесли серьезные потери. Центральное место в программе реформ, предложенной Базельским комитетом по банковскому надзору (далее – Базельский комитет) и G-20, занимают меры, направленные на снижение вероятности банкротств банков за счет уменьшения левериджа, ужесточения требований к капиталу банков и формирования более надежных резервов капитала и ликвидности, что предполагает:

- повышение качества и количества собственного капитала, создание его запаса на случай будущих кризисов;
- установление более тесной взаимосвязи между нормативными требованиями в отношении капитала и рисками, в том числе рыночным и кредитным (улучшение покрытия рисков);
- введение коэффициента левериджа в качестве дополнительной меры к требованиям, учитывающим риск;
- введение мер защиты против нехватки ликвидности, в частности, увеличение размера активов, которые могут быть быстро превращены в наличность, и снижение рисков рефинансирования (продления кредитов) путем сбалансирования требований и обязательств по срокам (Vinals, Fichter, Pazarbasioglu, Kodres, Narain, Moretti, 2010. P. 11–12).

Новые требования к собственному капиталу разрабатываются МВФ и Базельским комитетом с учетом большей прозрачности, более высокого качества и количества собственного капитала, большего покрытия рисков. Конкретные предложения Базельского комитета нацелены на повышение обеспечения банков капиталом по сравнению с докризисным периодом.

Предусматривалось постепенное введение новых показателей с 1 января 2013 г. по 1 января 2019 г. К январю 2015 г. требования по основным показателям достаточности капитала возросли до следующих величин: отношение собственных средств к активам, взвешенным с учетом риска, – 4,5% (против 3,5% в 2013 г.); отношение капитала первого порядка к активам, взве-

шенным с учетом риска, – 6 (против 4,5); отношение совокупного капитала к активам, взвешенным с учетом риска, – 8% (как и в 2013 г.). В 2019 г. эти три показателя останутся на уровне 2015 г. (Там же. P. 13).

Повышение требований к капиталу подкрепляется созданием буферного капитала, который составит в 2019 г. 2,5% от величины активов, взвешенных с учетом риска. К этой дате показатель собственных средств с учетом буферного капитала должен повыситься до уровня не менее 7% от активов банка, взвешенных с учетом риска. Банки, коэффициенты капитала которых попадают в буферную зону, столкнутся с ограничениями в распределении капитала (дивиденды, выкуп акций, бонусные платежи высшему персоналу). Буферный капитал, таким образом, будет служить механизмом, который стабилизирует ресурсы банка и видоизменит стимулы его деятельности в зависимости от фазы цикла.

Поскольку в последние годы, и особенно в период кризиса, риски финансовых институтов существенно возросли, причем как операционные и кредитные, так и риски трансграничных сделок, требования соглашения Базель-3, касающиеся повышения достаточности капитала банков, распространяются и на общую сумму активов, взвешенных с учетом риска (Dudley, 2011. P. 4).

Новые требования к ликвидности. Кризис показал, что механизм платежеспособности должен быть дополнен механизмом ликвидности на уровне каждого учреждения и финансовой системы в целом. Банковские риски зависят от используемой банком бизнес-модели, нарушения равновесия между активами и пассивами, природы источников финансирования – финансовый рынок или банковские вклады.

Базельский комитет разработал новый стандарт ликвидности (liquidity coverage ratio, LCR), использование которого дает возможность противостоять усилению напряженности на финансовых рынках⁴. С 1 января 2015 г. Комитет ввел показатель ликвидности, отражающий объем не обремененных высоколиквидных активов, име-

⁴ L'avenir de la regulation. 2010. Documents et débats. No 3. URL: http://www.banque-france.fr/fr/doc_debat/numero_3/pdf

ющихся в распоряжении банка. За счет этих активов банк может обеспечить чистый отток денежных средств исходя из условий сценария, определенного надзорными органами на краткосрочный период. Согласно требованию регулятора, крупные глобальные банки должны иметь на балансе краткосрочные ликвидные активы, достаточные для того, чтобы финансировать свои операции в течение по меньшей мере 30 дней без обращения в центральный банк за кредитами. Создание пула ликвидных активов (буфера ликвидности) позволяет банку выиграть время, необходимое для восстановления доверия рынка в условиях стресса. Такими шагами могут быть: продажа активов или их реструктуризация, мобилизация дополнительного капитала, перестановки в высшем руководстве и др. (Dudley, 2011. P. 4).

Итак, реформы, направленные на повышение количества и качества банковского капитала и создание буфера ликвидности, должны сделать отдельные институты и банковскую систему в целом более устойчивыми по отношению к различным шокам. Цель этих реформ – создать для банков условия доступа к рынкам капитала даже в периоды крупных потерь.

Реформа экономического управления

В сентябре 2010 г. Европейская комиссия (ЕК) предложила шесть законодательных предложений («Пакет шести документов»), касающихся бюджетного надзора и создания новых рамок для уменьшения и корректировки нарождающихся макроэкономических диспропорций и гармонизации национальной бюджетной политики. В дополнение к «Пакету шести документов» Еврокомиссия выдвинула в ноябре 2011 г. «Пакет двух документов».

В 2011 и 2013 гг. указанные пакеты законодательных предложений были утверждены в Совете ЕС и в Европарламенте. По мнению Европейского центрального банка (ЕЦБ), названные предложения являются шагом к усилению бюджетного и макроэкономического надзора в ЕС. В то же время они недостаточно амбициозны в отношении зоны евро, поскольку долговой

кризис продемонстрировал необходимость качественного скачка в области организации экономического управления.

Усиление бюджетного надзора. Предложения по пересмотру бюджетного надзора сводятся к следующему:

- страны-члены ежегодно представляют свои программы стабилизации и конвергенции не позже апреля;
- Совет ЕС высказывает мнение о программах до конца июля и может рекомендовать стране-члену скорректировать программу, а в случае значительного отрыва от траектории выравнивания бюджета – адресовать стране предупреждение и рекомендации;
- страна-член представляет Совету ЕС доклад о траектории выравнивания бюджета. Мнение о докладе высказывает ЕК;
- Совет ЕС направляет стране-члену рекомендации и призывает ее принять эффективные меры;
- страна-член представляет Совету ЕС доклад о принятых мерах.

Если меры оцениваются как недостаточные, Совет ЕС направляет стране свои рекомендации. В качестве новых финансовых санкций предлагается создание страной депозита, приносящего проценты в размере 0,2% ВВП; кроме того, на страну может налагаться штраф в размере 0,2% ВВП;

- ЕК готовит доклад о стране, у которой бюджетный дефицит и государственный долг превышают базовые показатели, с учетом всех факторов;
- Совет ЕС констатирует наличие чрезмерного дефицита и госдолга и направляет стране свои рекомендации;
- ЕК готовит доклад о контролирующих действиях в отношении страны-члена, который изучается Советом ЕС, рекомендуя стране принять меры по уменьшению дефицита;
- страна-член может стать объектом дополнительного надзора, о результатах которого готовится доклад.

Организация макроэкономического надзора. Предлагаемые рамки такого надзора направлены на идентификацию и корректировку макроэкономических диспропорций.

Мерами превентивного характера представляются следующие:

- доклад ЕК, в котором дается оценка всем 28 странам – членам ЕС на основе таблицы основных показателей, которая обновляется по крайней мере один раз в год;

- обсуждение доклада ЕК Советом ЕС;
- страны, в которых обнаружены значительные диспропорции или риск их возникновения, подвергаются более глубокому изучению со стороны ЕК;

- ЕК формулирует рекомендации и информирует об этом Совет ЕС;

- Совет ЕС направляет рекомендации странам-членам;

- Совет ЕС один раз в год изучает выполнение рекомендаций и в случае необходимости может изменить их.

Меры корректирующего характера:

- ЕК формулирует рекомендации и информирует Совет ЕС о странах-членах, в которых наблюдаются чрезмерные диспропорции;

- Совет ЕС констатирует наличие чрезмерных диспропорций и направляет странам рекомендации, сформулированные ЕК; страна-член представляет план корректирующих мер;

- через два месяца после предоставления этого плана на основе доклада ЕК, в котором дается оценка плана, его оценивает Совет ЕС;

- если план признается достаточным, Совет ЕС одобряет его; в противном случае Совет ЕС требует от страны изменить его;

- страна-член с чрезмерными диспропорциями может стать объектом регулярного надзора;

- ЕК готовит доклад о реализации принятых корректирующих мер;

- процедура, касающаяся чрезмерных диспропорций, будет закрыта, когда Совет ЕС на базе рекомендаций ЕК придет к выводу, что в стране устранены чрезмерные диспропорции.

Если страна не выполнит рекомендаций по устранению чрезмерных диспропорций, она должна будет выплачивать штраф в размере 0,1% ВВП в год в течение всего срока до ликвидации диспропорций.

Постоянный механизм управления кризисом. Превентивные и корректирующие

меры по развитию экономического управления призваны уменьшить риск возникновения нового бюджетного кризиса. В то же время возможность кризиса суверенного долга и платежеспособности в отдельных странах зоны евро не может быть исключена, что требует создания постоянного механизма управления кризисом. В декабре 2010 г. Европейский совет ЕС одобрил внесение изменений в Договор о ЕС, которые допускают создание странами зоны евро постоянного механизма управления кризисом – Европейского механизма стабильности (*Mécanisme européen de stabilité, MES*), который в июне 2013 г. пришел на смену Европейскому фонду финансовой стабильности (*Fonds européen de stabilité financière, FESF*) и Европейскому механизму финансовой стабилизации (*Mécanisme européen de stabilisation financière, MESF*), созданным в мае 2010 г.

В соответствии с декларацией Еврогруппы, принятой 28 ноября 2010 г., MES дополнил новые рамки экономического управления в зоне евро. Содействие стране зоны евро будет основано на строгой программе экономического и бюджетного урегулирования и на углубленном анализе, проводимом ЕК и МВФ с участием ЕЦБ. Страны, признанные неплатежеспособными, должны будут до получения финансовой помощи вести переговоры со своими кредиторами по поводу средств решения проблем их задолженности. Чтобы облегчить переговоры частного сектора с кредиторами, с июня 2013 г. в условия осуществления новых эмиссий государственных займов включены стандартные оговорки о коллективных действиях.

Предлагаемые реформы экономического управления в ЕС должны осуществляться в следующих направлениях.

Необходим более высокий уровень автоматизма для всех процедур надзора, включая новый механизм макроэкономического надзора. Когда страны-члены не выполняют рекомендации по исправлению их политики, это должно вызывать последствия, предусмотренные превентивными и корректирующими процедурами.

Надзорные процедуры должны выполняться в назначенные сроки во избежание

их затягивания. Ни Совет ЕС, ни ЕК не могут продлевать сроки корректировки чрезмерных дефицитов, допускать большой отрыв от общих тенденций, уменьшать или отменять финансовые санкции по таким мотивам, как чрезвычайные экономические обстоятельства и просьба со стороны того или иного государства.

Рамки макроэкономического надзора должны быть четко определены и привязаны к странам зоны евро, которые характеризуются наличием значительного дефицита платежного баланса по текущим операциям, снижением конкурентоспособности, высокой государственной и частной задолженностью, а также другими недостатками, содержащими угрозы для зоны евро.

Меры политического характера и меры, связанные с распределением, должны способствовать соблюдению правил надзора, которые включают усиление обязанности стран предоставлять необходимую информацию, а Совету ЕС – доклады о невыполнении рекомендаций Совета и ЕК.

Финансовые санкции в рамках макроэкономического надзора должны побуждать страны проводить нужную макроэкономическую политику. Процедура, касающаяся чрезмерных диспропорций, должна обязывать страну открывать депозит, приносящий процентный доход, с момента обнаружения нарушения правил.

Данные, используемые для установления чрезмерных дефицитов, должны быть более «амбициозными». При приближении или превышении коэффициентов бюджетного дефицита (он не должен превышать 3% ВВП) или коэффициента государственной задолженности (не должен превышать 60% ВВП) должны рассматриваться все факторы, влияющие на такое положение.

Более строгими должны быть требования к траектории движения к среднесрочной цели бюджетной политики. В рамках пересмотренной процедуры бюджетного надзора следует оценивать, достигла ли страна достаточного прогресса на этом пути. В этих условиях ежегодное снижение структурного сальдо должно составлять 0,5% ВВП.

Качество и независимость бюджетного и экономического анализа должны быть гарантированы, что требует создания на

уровне ЕС независимого консультативного органа, объединяющего компетентных специалистов.

Следует усилить обязательства стран-членов в отношении быстрого создания национальных бюджетных механизмов, чтобы облегчить соблюдение требований ПСР.

Необходимо повысить качество годовой и квартальной статистики с точки зрения ее надежности и сроков предоставления. Следует принять кодекс хорошей практики в области европейской статистики.

Усиление роли ПСР и осуществление эффективного макроэкономического надзора являются императивными требованиями. Даже если намеченные правила будут выполняться точно, исключить вероятность будущего кризиса невозможно. Новые рамки экономического управления должны включать механизм управления кризисом, который сохранит финансовую стабильность зоны евро в целом в тех случаях, когда одна или несколько стран-членов окажутся в состоянии кризиса суверенного долга.

Общеввропейская система банковского надзора в Евросоюзе

Предложения о создании общеевропейской системы банковского надзора были выдвинуты на саммите глав государств и правительств стран зоны евро в июне 2012 г. Уже в сентябре Еврокомиссия опубликовала проекты будущих законодательных актов, а в декабре 2012 г. Совет ЕС огласил свою позицию относительно двух регламентов: о передаче надзорных функций ЕЦБ и об изменении полномочий Европейской банковской ассоциации (European banking authority, ЕВА). Первым регламентом предусматривалось, что с 1 марта 2014 г. ЕЦБ возьмет на себя функции главного органа контроля над всеми банками зоны евро. Это стало первым этапом строительства Банковского союза. По словам главы Еврокомиссии Ж.-М. Баррозу, общеевропейская система банковского надзора даст возможность «разорвать порочный круг», связывающий банковскую и суверенную задолженность стран-участниц зоны евро.

Ж. де Ларозьер, экс-директор Международного валютного фонда, считает, что соединение в гармонизированную систему

банковского надзора и механизмов разрешения банковских кризисов соответствует логике развития Экономического и валютного союза (Larosiere, 2013). Принятие соответствующего решения является шагом вперед. Основные вехи унификации банковского надзора содержались в докладе, подготовленном в 2009 г. группой экспертов, возглавляемых Ж. де Ларозьером. Тогда специалисты рекомендовали Европейскому союзу реформировать всю действующую систему общеевропейского финансового регулирования. Правда, речь шла о создании общеевропейской децентрализованной системы финансового надзора, в которой надзорные функции выполняют национальные органы финансового регулирования. В докладе также рекомендовалось создать орган на уровне ЕС – Европейскую банковскую администрацию (что и было сделано в 2010 г.), основной задачей которой была определена гармонизация банковского регулирования. Однако, по мнению Ж. де Ларозьера, этот орган выполняет другую роль – занимается интерпретацией норм, правил и разрешением конфликтов между органами власти стран ЕС. Такая роль предполагает наличие более интегрированной системы общеевропейского банковского надзора.

Ж. де Ларозьер и его сторонники неоднократно говорили о необходимости ревизии миссии Европейской банковской администрации. В докладе 2009 г. не предусматривалась передача функций банковского надзора Европейскому центральному банку, и соответствующие полномочия, как планировалось первоначально, постепенно должны перейти к Европейской банковской администрации. По мнению авторов доклада, ЕЦБ представляет только страны зоны евро, а потому не может решать проблемы Европейского союза в целом. С тех пор финансовая ситуация в ЕС существенно изменилась в связи с финансовым и долговым кризисом в зоне евро, поэтому решение руководства ЕС о передаче ЕЦБ функций банковского надзора Ж. де Ларозьер считает оправданным. Сделав такой выбор, отмечает он, руководство ЕС должно помнить, что остался открытым важный вопрос о взаимосвязях между странами-

участницами Банковского союза (т. е. странами зоны евро и теми, кто намерен к ней присоединиться) и остальными странами Европейского союза.

Крайне болезненными, кроме того, остаются вопросы об эффективности банковского надзора в условиях, когда он распространяется только на страны зоны евро, а также о соблюдении экономических прав стран, которые не перешли на единую валюту, но могли присоединиться к общеевропейской системе банковского надзора. По мнению Ж. де Ларозьера, тот факт, что ЕЦБ является проводником денежно-кредитной политики в зоне евро и осуществляет надзор над банками валютного блока, не ослабит Банковский союз как таковой. ЕЦБ должен наладить необходимое взаимодействие между 19 странами зоны евро и остальными странами ЕС в области банковского надзора.

По мнению некоторых специалистов, существует опасность, что, выполняя надзорную функцию, ЕЦБ может утратить независимость в области монетарной политики. Опираясь на свой опыт работы в качестве управляющего Банка Франции, Ж. де Ларозьер заявляет о несостоятельности данного опасения. Он считает, что центральный банк, постоянно осуществляющий надзор над межбанковским рынком, лучше осведомлен о том, в каком состоянии находятся кредитные учреждения. Он лучше информирован относительно тех трудностей, которые могут у них возникнуть, а потому может быстро реагировать на них.

Выполнение функций банковского надзора подразумевает определенные организационные изменения в ЕЦБ. Ж. де Ларозьер не считает необходимым расширение штатов ЕЦБ, поскольку в большинстве случаев ежедневным надзором будут по-прежнему заниматься национальные органы. Вместе с тем надо создать два подразделения: первое – для контроля системных рисков в банковском секторе, второе, состоящее из опытных специалистов в области надзора, – для осуществления «точного контроля» при содействии национальных надзорных органов.

В отличие от Европейской организации по ценным бумагам и рынкам (European

securities and markets authority, ESMA), которая в ближайшие годы получит новые полномочия, расширение функций ЕВА в области банковского надзора, которое предполагалось при создании администрации, стало невозможным в связи с решением поручить миссию общеевропейского банковского надзора ЕЦБ, указывает Н. Верон, научный сотрудник Института международной экономики Петерсона (Вашингтон) (Véron, 2013). В юридическом плане ЕВА, базирующейся в Лондоне, будет трудно существовать при таком распределении функций, поскольку первоначально эта структура задумывалась как орган регулирования работы банков всех стран – членов Европейского союза, а не только государств – участниц зоны евро.

В настоящее время ЕЦБ является самой сильной институциональной структурой в Европе, которая пользуется доверием среди руководителей кредитных учреждений и способна справиться с задачей создания единого надзорного механизма (Mécanisme de surveillance unique, MSU).

Создание MSU изменит работу ЕВА. До принятия решения о передаче ЕЦБ общеевропейских функций пруденциального надзора в компетенцию ЕВА входила координация политики 28 национальных органов банковского регулирования, под контролем которых находилось не более четверти банковских активов. В результате реформы численность национальных органов, деятельность которых будет координироваться с ЕВА, сократится, так как значительная их часть консолидируется вокруг ЕЦБ. Основной функцией ЕВА останется урегулирование разногласий между Великобританией и Банковским союзом. Центральной проблемой для руководителей ЕВА будет выполнение возложенной на нее

миссии при наличии такого крупного игрока, как ЕЦБ. В ее решении многое зависит от того, каким будет механизм управления ЕВА: сейчас он опирается на принцип «двойного большинства»⁵, и остается только узнать, какое количество стран в конечном счете присоединится к MSU. Если число неприсоединившихся стран окажется меньше пяти, то принцип «двойного большинства» не будет работать. Придется принимать специальные решения на уровне ЕС, чтобы можно было достигать консенсуса в ЕВА. По мнению Н. Верона, логика подсказывает, что механизм управления в ЕВА должен эволюционировать от защиты национальных интересов к защите интересов всего Евросоюза, т. е. соответствовать модели, принятой в ЕЦБ. Иными словами, члены совета контролеров ЕВА (board supervisors) должны представлять не свои страны, а Евросоюз в целом (табл. 1).

Помимо обеспечения ценовой, перед ЕЦБ поставлена задача обеспечения финансовой стабильности кредитных учреждений. Многие экономисты сомневаются в совместимости двух миссий, указывает С. Лёбуше (Leboucher, 2013). Доверив ЕЦБ надзорные полномочия над банками зоны евро, руководство ЕС дало новый импульс дискуссиям экономистов о конфликте интересов между монетарной политикой и микропруденциальным надзором. Для Франции указанная проблема давно решена: здесь обе миссии выполняет Банк Франции. Но, на-

⁵ Проектом Конституции ЕС вводится «правило двойного большинства», согласно которому решение принимается, если за него проголосуют представители не менее половины государств – членов Евросоюза, и их население будет составлять не менее 60% населения всех стран ЕС. На практике это означает, что Германия, Франция, Великобритания и Италия всегда могут навязать свою волю «малым» и «средним» странам ЕС.

Таблица 1

Организация банковского надзора в странах Евросоюза

Орган надзора	Страны зоны евро	Иные страны Европейского союза
Центральный банк	12 стран: Бельгия, Кипр, Испания, Франция, Греция, Ирландия, Италия, Нидерланды, Португалия, Словакия, Словения, Литва	3 страны: Болгария, Чешская Республика, Румыния
Независимый орган	7 стран: Германия, Австрия, Эстония, Финляндия, Люксембург, Мальта, Латвия	6 стран: Дания, Венгрия, Польша, Великобритания, Швеция, Хорватия

Источник. Составлено по данным национальных источников.

пример, в Германии, где миссия надзора возложена на независимый орган – Федеральное управление финансового надзора Германии (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht), проблема конфликта крайне актуальна. Как показано в табл. 1, в зависимости от того, какая государственная структура отвечает за банковский надзор, страны Евросоюза разделены на примерно равные группы.

Экономисты видят проблему в том, что у центрального банка есть искушение снизить процентные ставки (или удерживать их на одном уровне), чтобы улучшить финансовое положение банков, и это порождает инфляционные риски, что наносит вред денежно-кредитной политике. Сомнения относительно независимости могут ухудшить репутацию центрального банка при исполнении им миссии в области монетарного регулирования. Кроме того, члены Европарламента, обеспокоенные тем влиянием, которое приобретет ЕЦБ, настойчиво добиваются дополнительных полномочий по контролю его надзорных функций.

Хотя некоторые специалисты затрудняются однозначно оценить двойной мандат центрального банка, практики сходятся во мнении, что в сложившихся условиях выбор в пользу ЕЦБ был единственно возможным. Иными словами, зона евро больше потеряла бы от раскола системы банковского надзора, чем от потенциального конфликта интересов в случае концентрации миссии надзора в руках ЕЦБ. Для достижения компромисса между двумя целями предусмотрена организационная перестройка ЕЦБ.

Институциональное разделение двух миссий обеспечивается за счет создания, с одной стороны, Комитета по надзору (Comité de supervision), президентом которого не может быть сотрудник Европейского центрального банка и который включает представителей национальных органов надзора, и Совета управляющих (Conseil des gouverneurs), с другой – последней инстанции, принимающей окончательное решение, но не имеющей права вето.

Такое разделение имеет свои ограничения. Формально каждая страна будет иметь двух своих представителей: одного в Комитете по надзору и другого – в Совете

управляющих. Но большую часть времени они будут работать вместе, причем член Совета управляющих будет вышестоящим должностным лицом.

Чтобы оградить себя от реального конфликта интересов, по мнению С. Лёбуше, ЕЦБ не должен использовать один и тот же инструментарий при исполнении каждого из двух мандатов. Для выполнения функций банковского надзора ЕЦБ должен располагать новым инструментом, который позволит ему воздействовать на платежеспособность кредитных учреждений. Это могут быть полномочия, позволяющие вмешиваться в деятельность отдельных банков с целью предупреждения кризиса при выявлении несоответствия банковского учреждения требованиям капитализации или при подозрении на несоответствие таким требованиям. Что касается процентных ставок, то они должны остаться инструментом исключительно денежно-кредитной политики. Полномочия по раннему вмешательству как основа Банковского союза целесообразно дополнить созданием независимого от ЕЦБ органа, ответственного за разрешение кризиса кредитных учреждений. В настоящее время ответственность за указанную функцию несет каждое государство зоны евро в отдельности.

Обобщение изложенного выше позволяет отметить, что реформирование системы регулирования банков и финансовых рынков в зоне евро включает:

- разработку в ЕС единых правил регулирования и запрет отдельным странам прибегать к «национальным исключениям» из этих правил;
- предоставление трем новым, начавшим работу 1 января 2011 г. европейским органам по финансовому надзору – Европейской банковской организации (European banking authority, ЕВА), Европейской организации по страхованию и пенсионному обеспечению (European insurance and occupational pensions authority, ЕИОРА) и Европейской организации по ценным бумагам (European securities and markets authority, ESMA), – более широких полномочий в области надзора и регулирования, помимо консультационных функций. Начало деятельности этих трех официальных

органов ознаменовало собой движение к «единому своду правил» регулирования банковской деятельности, страхового бизнеса и рынка ценных бумаг.

Таким образом, результатом введения новой системы регулирования и надзора в ЕС будет «больше прямого регулирования» и меньше директив, т. е. предполагается сужение возможностей для интерпретации законов на национальном уровне.

Существенным препятствием на пути реализации новой системы регулирования финансовой сферы является огромный объем и жесткие сроки рассмотрения законопроектов, нехватка персонала органов ЕС, а также противоречивость многих поставленных задач. Одно из противоречий касается предписаний в отношении банков и страховых компаний. Так, требования к банкам по поводу достаточности собственного капитала повышаются, но при этом страховые компании – наиболее крупные инвесторы банков будут впредь лишены возможности вкладывать свой капитал в банки.

Оценки антикризисной политики

Все указанные выше меры привели к тому, что в конце 2015 г. в зоне евро наблюдалось некоторое улучшение экономического климата: индекс, синтезирующий такие параметры, как деятельность промышленного сектора, число новых заказов и рабочих мест, объем запасов, в декабре повысился до 100,6 пункта, что стало самым высоким показателем за последний год. Темпы роста ВВП зоны евро увеличились с 0,30% в III квартале до 0,31% в IV квартале 2015 г. Вместе с тем слабым местом европейской экономики остается проблема с

занятостью. По прогнозам ЕЦБ начала 2016 г., в ближайшее время уровень безработицы в зоне евро, составлявший в 2015 г. 10,9%, в 2016 г. и 2017 г. снизится всего до 10,4 и 10,2% соответственно. Такая ситуация в сочетании с весьма вероятным усилением инфляционного давления будет отрицательно влиять на совокупный спрос и тормозить экономический рост.

По некоторым прогнозам, в I квартале 2016 г. темпы роста ВВП в зоне евро вырастут на 1,93% (в годовом выражении), а во II-III кварталах 2016 г. и в IV кварталах 2016 г. повысятся до 1,94, 1,98 и 1,92% соответственно. Недавние прогнозы среднегодовых темпов развития экономики в зоне евро представлены в табл. 2.

Различия в прогнозах объясняются не только использованием разных методов их расчета, но и высокой степенью неопределенности экономического развития в нынешних условиях, а также стратегией выхода из кризиса. Одним из наиболее ощутимых результатов антикризисной политики стал значительный рост дефицитов государственных бюджетов и государственного долга.

В 2015 г. совокупный дефицит государственного бюджета в зоне евро составлял 2,1% ВВП и государственный долг – 91,1% к ВВП, тогда как критериями стабильности считается дефицит госбюджета, не превышающий 3% ВВП, и госдолг не более 60% ВВП. Средняя государственная задолженность в странах ОЭСР, составлявшая в 2011 г. 105,9% ВВП, в 2015 г. превысила 115,2% ВВП. Причем этот рост различался по странам: во Франции – с 100,7 до 120,1%; в Великобритании – со 106,9 до 116,4; в Греции – со 111,2 до 189,9%. Именно поэтому одной из главных целей анти-

Таблица 2

Прогнозы среднегодовых темпов роста реального ВВП в зоне евро, 2016–2018 гг.

Организация	Дата прогноза	2016	2017	2018
Европейский центральный банк	Март 2016 г.	1,4 [1,0–1,8]	1,7 [0,7–2,7]	1,8 [0,6–3,0]
Международный валютный фонд	Январь 2016 г. – октябрь 2015 г.	1,7	1,7	–
Анкета ЕЦБ среди профессиональных экономистов	Январь 2016 г.	1,7	1,8	1,7
ОЭСР	Февраль 2016 г. – ноябрь 2015 г.	1,4	1,7	–
Европейская комиссия	Февраль 2016 г.	1,7	1,9	–

Источник. Eurosystem Staff Macroeconomic Projections for the Euro Area. 2016. ECB. Frankfurt a. Main.
URL: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecbstaffprojections201603.en.pdf?b04a09832bebd6edaa7798807a7ea28>

кризисной политики стран ЕС объявляется восстановление бюджетного равновесия и оздоровление государственных финансов.

Сотрудники Французского центра экономической конъюнктуры К. Матье и Х. Стердиньяк критически проанализировали предложения экспертов ОЭСР и Европейского центрального банка по снижению бюджетных дефицитов и государственного долга (Mathieu, Sterdyniak, 2009). Они пришли к выводу, что все рекомендации сводятся к проведению ограничительной бюджетной политики, направленной на снижение государственных, в том числе социальных расходов. Некоторые страны ЕС уже объявили о таких мерах. Например, Великобритания предусматривает повышение возраста, дающего право на получение государственной пенсии, с 65 до 66 лет, снижение размера государственных пенсий.

Правительство Нидерландов объявило о сокращении на 20% государственных расходов в 2016 г., об увеличении возраста выхода на пенсию с 65 до 67 лет и об уменьшении численности социальных пособий. В Германии принят закон, создающий «тормоз для роста государственной задолженности», который с 2017 г. запрещает иметь структурный дефицит бюджета, превышающий 0,35% ВВП.

Между тем, считают К. Матье и Х. Стердиньяк, очень быстрый переход к ограничительной бюджетной политике слишком опасен, поскольку для поддержания экономического роста государству нужно сохранять некоторый дефицит и соглашаться на определенный рост госдолга. Иными словами, европейские страны не должны лишаться такого оружия, как дефицит и госдолг, оказавшегося весьма полезным в период кризиса 2007–2009 гг. По их мнению, политика, направленная на сокращение системы социальной защиты и ослабление европейской социальной модели, социально и экономически опасна, так как побуждает домашние хозяйства к увеличению сбережений в ущерб потреблению и не позволяет вернуть к труду некоторые категории безработных. Страны ЕС не должны мириться с уровнем безработицы в 10% и выше. Для увеличения налоговых поступлений, необходимого для оздоровления го-

сударственных финансов, нужно повысить налогообложение всех прибылей от финансовых операций и бороться с уклонением от налогов, что потребует коллективных действий ведущих стран.

Французский экономист А. Савани отмечает, что «нынешний кризис не является продуктом безумия нескольких финансистов, которые дьявольским образом воспользовались недостатками в целом глубоко рациональной и здоровой системы. Напротив, сама система безумна, поскольку в ней богатство одних (собственников финансового капитала) опирается на бедность других – огромного большинства населения» (Savani, 2009). Сегодня единственной формой существования капитализма, по сути, стал финансовый капитализм, кризис которого означает кризис самого капитализма. «Атаковать финансовый капитализм означает атаковать капитализм как таковой. Однако ни одно правительство не хочет порвать с капитализмом и с нынешней формой его существования. В результате все речи о моральности и регулировании финансового капитализма останутся мертвой буквой, поскольку антикризисная политика опирается на те же экономические силы, которые лежат в основе кризиса и в будущем могут привести к новым европейским кризисам» (Там же).

* * *

Перспективы развития зоны евро на ближайшие годы не внушают оптимизма. Как считают многие специалисты, выход из кризиса будет длительным и тяжелым. Устойчивость долговой ситуации продолжает оставаться серьезной проблемой, которую пока не удалось решить. Экономический рост – важнейшее условие устойчивости бюджета – оказался более труднодостижимым, чем ожидалось.

Сторонники единой валюты обычно подчеркивают защитную роль евро во время кризиса, в частности, указывая (и совершенно справедливо) на то, что евро помог государствам – членам этой зоны избежать последствий резких колебаний их валют по отношению одна к другой. Но такие колебания – о чем защитники постарались умолчать – могли иметь место лишь при условии введения принципа полной

конвертируемости. Контроль над капиталом, который в настоящее время рекомендован МВФ, также мог бы помочь избежать резких колебаний валют.

Хотя в прошлом валютная интеграция принесла зоне евро определенные выгоды, во время кризиса институты, составляющие основу общей валюты, оказались явно неадекватными. В итоге издержки валютной интеграции стали чрезмерно высокими, что сделало очевидным необходимость передачи центру больших суверенных полномочий в бюджетной и валютной сферах при ограничении соответствующих функций национальных органов власти.

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ (REFERENCES)

Bernanke B. 2010. *Semiannual monetary policy report to the Congress*. Before the Committee on financial services, U.S. House of Representatives, Washington, D.C. February 24. URL: <http://www.federalreserve.gov/newsevents/testimony/bernanke20100224a.htm>

Dudley W.C. 2011. *Regulatory reform of the global financial system*. April 12. URL: <http://www.newyorkfed.org/newsevents/speeches/2011/dud110412.html>

Lambe G. 2011. How EU regulation comes to pass. *The Banker*. Vol. 161. No 1028. PP. 134–139.

Landau J.-P. 2009. *Bulles et Surveillance Macroprudentielle*. URL: <http://www.banque-france.fr/fr/instit/telechar/discours/2009/disc20090128.pdf>

Larosière J. 2013. Privilégier une structure légère mais aux aguets. *Revue Banque*. No 757. URL: <http://www.revue-banque.fr/risques-reglementations/article/privilegier-une-structure-legere-mais-aux-aguets>

Leboucher S. 2013. La BCE comme superviseur: un risque de conflit d'intérêt? *Revue Banque*. No 757. URL: <http://www.revue-banque.fr/risques-reglementations/article/bce-comme-superviseur-un-risque-conflit-interet>

Mathieu C., Sterdyniak H. 2009. Quelles stratégies budgétaires de sortie de crise? *Lettre de l'OFCE*. 2 dec. No 315. URL: <http://www.ofce.sciences-po.fr/pdf/lettres/315.pdf>

Savani A. 2009. *Les politiques anti-crise soumises aux marches financiers*. URL: <http://promcomm.wordpress.com/2009/08/01/>

Véron N. 2013. L'EBA, arbitre des différends entre le Royaume-Uni et l'Union bancaire. *Revue Banque*. No 757. URL: <http://www.revue-banque.fr/risques-reglementations/article/eba-arbitre-des-differends-entre-royaume-uni-union>

Vinals J., Fichter J., Pazarbasioglu C., Kodres L., Narain A., Moretti M. 2010. Shaping the new financial system. *IMF Staff position note*. Wash. No 15, October 3. 30 p.

In citation: *Belorusskii Ekonomicheskii zhurnal*. 2016. No 3. P. 4–19.

Belarusian Economic Journal. 2016. No 3. P. 4–19.

THE FORMATION OF A NEW EUROPEAN SYSTEM OF FINANCIAL REGULATION

Dmitriy Kondratov¹

Author affiliation: ¹ Institute of Economics of Russian Academy of Sciences (Moscow, Russia).

Corresponding author: Dmitrii Kondratov (dmikondratov@yandex.ru).

ABSTRACT. The paper discusses the lessons and repercussions of the debt crisis in the euro zone, as well as the reforms of the economic governance in the currency bloc suggested by the European Commission and the European Central Bank.

KEYWORDS: euro area, debt crisis, government net lending/net borrowing (budget deficit), central government debt (public debt), macro-prudential approach.

JEL-code: E42, F31.

Received 11.05.2016

