

УДК 336(075.8)

## ФОРМИРОВАНИЕ СОЮЗА РЫНКОВ КАПИТАЛА В ЗОНЕ ЕВРО: ПРОЕКЦИЯ НА ЕАЭС С УЧАСТИЕМ РОССИИ\*

**ПИЩИК ВИКТОР ЯКОВЛЕВИЧ**, д-р экон. наук, профессор,  
профессор кафедры «Мировые финансы» Финансового университета  
**E-mail:** pv915@mail.ru

Статья посвящена рассмотрению современного состояния единого внутреннего рынка стран – членов ЕС и тенденций формирования Союза рынков капитала в регионе с оценкой перспектив использования европейского опыта в процессе создания общего финансового рынка стран – членов ЕАЭС\*\*. Тематика статьи охватывает исследование статистического материала о структуре, масштабах и направлениях развития региональных финансовых рынков в зоне евро и ЕАЭС. Цель работы – выявление основных проблем развития и тенденций регулирования регионального финансового рынка, обоснование потребности в углублении финансовой интеграции в целях консолидации экономического и валютного союза.

Сделан вывод о стратегической значимости новых более развитых форм региональной финансовой интеграции. В качестве приоритетной задачи развития финансовой интеграции в ЕАЭС, с учетом опыта ЕС, определено создание конкурентоспособного общего финансового рынка, основным критерием эффективности которого является нацеленность на стимулирование экономического роста и обеспечение финансовой устойчивости в регионе.

**Ключевые слова:** Союз рынков капитала; единый внутренний рынок; диспропорции финансового рынка; модель фондирования инвестиций; институты финансовых посредников; финансовая устойчивость.

## Building a Capital Markets Union in the Euro Area: Projection on the EAEU with the participation of Russia

**VIKTOR YA. PISHCHIK**, ScD (Economics), full professor, the World Finance Department, Financial University  
**E-mail:** pv915@mail.ru

The paper reviews the current state of the common internal market of the EU member countries and trends towards the establishment of the Capital Markets Union in the region. The prospects of using the EU experience in the formation of a financial market common for the EAEC member states with the participation of Russia are assessed. The scope of the studies includes the analysis of statistical data on the structure, scale and directions of building the regional financial markets in the euro area and the EAEU. The purpose of research was to identify the main development problems and trends in the regional financial market regulation and substantiate the need to enhance the financial integration to consolidate the economic and monetary union. A conclusion about the strategic importance of new advanced forms of the regional financial integration has been made.

The establishment of a competitive common financial market aimed at ensuring the economic growth and financial stability in the region is defined as priority in the development of the financial integration in the EAEU with account for the EU experience.

**Keywords:** Capital Markets Union; single internal market; financial market imbalances; model of investment funding; financial intermediation institutions; financial stability.

\* Статья подготовлена при финансовой поддержке РГНФ. Грант № 15-02-00669.

\*\* В состав ЕАЭС входят Республика Армения, Республика Беларусь, Республика Казахстан, Киргизская Республика и Российская Федерация.

## Диспропорции европейского финансового рынка

Формирование общего регионального финансового рынка является логически встроенным компонентом признанной в научном сообществе и апробированной на опыте Европейского союза (далее — ЕС) модели поэтапного развития валютно-экономической интеграции в следующей логической последовательности: зона свободной торговли — Таможенный союз — единый внутренний рынок — полноценный экономический и валютный союз.

ЕС накопил за многие годы значимый и вместе с тем неоднозначный опыт формирования единого внутреннего рынка (далее — ЕВР)<sup>1</sup>, который, несомненно, необходимо учитывать в процессе создания общего финансового рынка на евразийском экономическом пространстве. Выполнение задачи создания ЕВР было декларировано в 1992 г. и закреплено в Маастрихтском договоре о ЕС, вступившем в силу 1 ноября 1993 г.

Однако на практике, как отмечают представители руководства ЕС, полноценный общий финансовый рынок так и не был создан ни до момента запуска проекта Экономического и валютного союза ЕС (далее — ЭВС), ни в последующий период. На основе проведенного Европейским центральным банком в 2015 г. исследования «Реальная конвергенция: состояние, теория и влияние на политику» эксперты пришли к выводу, что вопреки ранее распространенному тезису использование единой валюты евро без опоры на глубокий и диверсифицированный финансовый рынок не оказывает сам по себе однозначно позитивного влияния на развитие реальной конвергенции и институциональную консолидацию интеграционного процесса [1].

Диспропорции финансового рынка ЕС с преобладанием банковского сектора в его структуре, обеспечивающего до 80% потребностей в инвестициях стран регионального объединения, во многом обуславливают ограниченные возможности стран — членов ЭВС преодолевать

негативные последствия мирового финансового кризиса по сравнению с США, где, напротив, финансовый рынок является основным ресурсом (до 80%) инвестиционной активности, позволяющим стране быстрее других государств восстановить экономический рост. Как отмечают эксперты Европейской комиссии, при сопоставимых по объему ВВП экономиках ЕС и США европейский рынок акций составляет менее 50% данного сегмента фондового рынка США, а рынок облигаций — менее 30%. Кроме того, правовые различия в условиях доступа на рынки капитала стран — членов ЕС в настоящее время более значительны, чем между США и ЕС в целом [2].

В настоящее время европейский финансовый рынок с учетом его банковского сегмента по показателю размера активов к объему ВВП сопоставим с японским рынком и даже несколько превышает рынок капитала США<sup>2</sup>. В то же время без учета банковского сектора инфраструктура европейского рынка капитала по параметрам прозрачности, ликвидности, условиям формирования цен на активы, информационной открытости значительно фрагментирована по странам и в целом менее развита, чем, например, в США. Это во многом обуславливает существенно более низкую капитализацию рынка акций в Евросоюзе по сравнению с двумя другими финансовыми центрами (рис. 1).

В разгар кризиса 2008–2009 гг. европейские банки оказались самым слабым звеном финансовой системы ЕС, вынудив правительства отвлекать значительные бюджетные ресурсы для их поддержания «на плаву». В аналитическом докладе Рабочей группы Европейской комиссии, приуроченном к разработке Плана действий по созданию Союза рынков капитала в ЕС, отмечается, что финансирование программ поддержки банков Австрии, Бельгии, Великобритании, Греции, Ирландии и Нидерландов потребовало бюджетных расходов этих стран для решения банковских проблем на уровне около 5% ВВП и более. В 2014 г. под влиянием банковского

<sup>1</sup> В 1986 г. главы государств и правительств ЕС приняли в дополнение к Римскому договору (1957), учредившему «Общий рынок», Единый европейский акт (ЕЕА), вступивший в силу в 1987 г. Цель документа — обеспечить формирование регионального единого внутреннего рынка путем снятия ограничений на свободное трансграничное передвижение капиталов.

<sup>2</sup> По данным МВФ, в 2013 г. объем рынка капиталов ЕС составил 510% ВВП, Японии — 520% ВВП и США — 420% ВВП. In: *Commission Staff Working Document. Economic Analysis. Accompanying the document "Action Plan on Building a Capital Markets Union"*, European Commission, Brussels, 30.09.2015, p. 17.

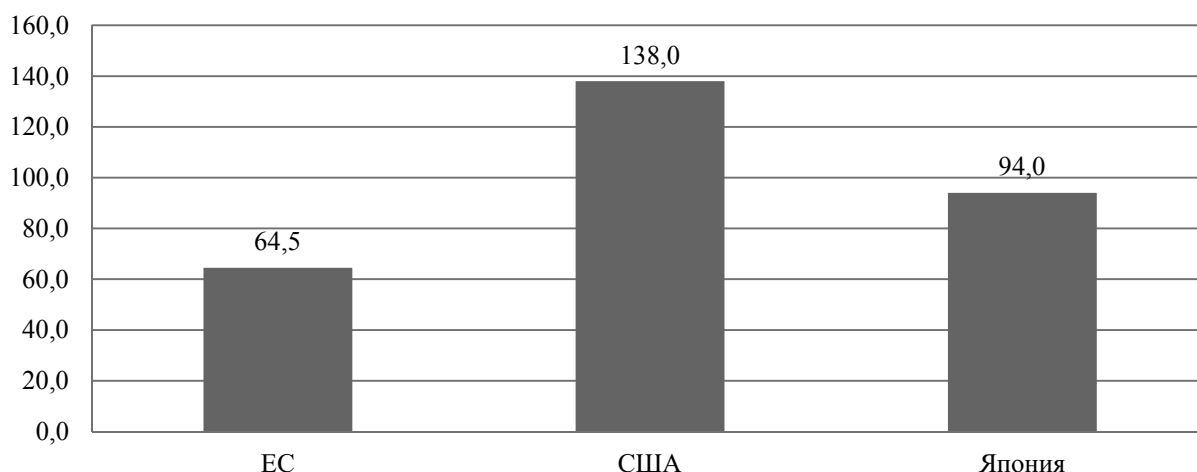


Рис. 1. Капитализация рынка акций в процентах к ВВП в ЕС, США и Японии, 2013 г.

Источник: European Commission. Capital Markets in the EU. URL: [http://ec.europa.eu/priorities/economic-monetary-union/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/priorities/economic-monetary-union/index_en.htm).

кризиса объем инвестиций в формирование капитала компаний стран ЕС снизился на 10% (или на 300 млрд евро в ценах 2010 г.) по сравнению с пиком докризисного 2007 г. [3]. Логическим следствием слабости финансовой системы ЕС стало более значительное ухудшение макроэкономической ситуации в регионе по сравнению, например, с США. В 2009 г. падение ВВП в США составило 2,6% по сравнению с 4,1% в зоне евро. В фазе рецессии 2012–2014 гг. в зоне евро в первые два года вновь наблюдались отрицательные темпы роста ВВП — –0,7% и –0,4% с небольшой положительной коррекцией в 2014 г. на уровне 0,8% по сравнению с положительными значениями в США — 2,3, 2,2 и 2,4%. Уровень безработицы в зоне евро в 2014 г. по сравнению с предкризисным 2007 г. возрос с 7,5 до 11,6% [4].

### Задачи и факторы создания Союза рынков капитала

Под влиянием сложившейся в ЕС неблагоприятной финансово-экономической ситуации, постепенной утраты регионом конкурентных позиций в мировой экономике Ж.-К. Юнкер, назначенный в 2014 г. на пост председателя Европейской комиссии, определил в качестве приоритета своей деятельности на новом посту обеспечение необходимых условий для повышения занятости и экономического роста в ЕС, активизации в регионе трансграничного инвестиционного процесса. Основная роль в

реализации этих установок отводится диверсификации и оптимизации финансовых потоков в ЕС через создание Союза рынков капитала<sup>3</sup> (далее — СРК) как ключевого компонента развитого и сбалансированного регионального финансового рынка.

Практическая задача создания СРК — углубление и диверсификация инструментария европейского финансового рынка, обеспечение надежного и эффективно действующего канала трансмиссии между сбережениями и экономическим ростом. Основной акцент сделан на выравнивание накопившихся на региональном финансовом рынке диспропорций. Поставлена задача устранить сохраняющиеся барьеры на пути свободного трансграничного движения капитала между странами — членами ЕС, включая различия в процедурах банкротства, сложность урегулирования непогашенных кредитов, а также недостаток информации о транзакционных издержках при осуществлении операций<sup>4</sup>, отрицательно влияющих на развитие финансовой интеграции<sup>5</sup>.

<sup>3</sup> Capital Markets Union (CMU).

<sup>4</sup> В соответствии со ст. 63 Договора о ЕС принцип свободного движения капитала означает запрет на любые ограничения, препятствующие перемещению капитала и осуществлению платежей как внутри ЕС, так и между странами — членами ЕС и «третьими» странами.

<sup>5</sup> Согласно опросу, проведенному в 2012 г. социологической службой «Евробарометр», 94% респондентов из государств — членов ЕС сказали, что они «никогда не покупали финансовый

К числу основных факторов и мотивов создания современного конкурентоспособного общего финансового рынка в ЕС относятся:

а) потребность в рациональном соединении свободных ресурсов финансовых рынков стран — членов ЕС с реальным сектором экономики с акцентом на более активное развитие инновационных отраслей, малого и среднего бизнеса;

б) требование повышения устойчивости финансовой системы ЕС за счет сбалансированного использования трех ресурсных источников — фондового рынка, банковского кредитования и средств государственных финансов для поддержания экономического роста и занятости.

Цели, факторы и задачи развития европейского финансового рынка определяют особенности, тенденции и направления его структурной трансформации в современных условиях.

### **Мероприятия по созданию Союза рынков капитала в Евросоюзе и пути их реализации**

В целях полного устранения ограничений на свободное трансграничное передвижение капитала в ЕС и консолидации институтов европейского финансового рынка Европейская комиссия разработала План действий по созданию СРК для всех 28 стран — членов ЕС и 30 сентября 2015 г. представила его в Европейский парламент и Европейский совет. План действий нацелен на использование все еще слабо задействованных в ЕС механизмов сбережений и инвестиций, обеспечение их более высокой финансовой отдачи. Одной из практических задач СРК является содействие мобилизации в течение 2015–2017 гг. дополнительных ресурсов на сумму 315 млрд евро для реализации Инвестиционного плана Европейского фонда стратегических инвестиций, из которых 240 млрд евро предназначены для вложений в инфраструктурные и инновационные проекты.

План действий предусматривает реализацию перечня конкретных мероприятий и индикативный временной график их исполнения в период до конца 2018 г. по шести разделам:

- 1) «Финансирование инноваций, стартапов и компаний, не получивших листинг на бирже»;
- 2) «Создание благоприятных условий для выхода компаний на рынки капитала и увеличения в дальнейшем их капитализации»;
- 3) «Содействие инвестированию в долгосрочные инфраструктурные проекты»;
- 4) «Содействие развитию розничного и институционального инвестирования»;
- 5) «Расширение финансовых возможностей банков в стимулировании экономического роста, включая развитие в ЕС рынков секьюритизированных активов»;
- 6) «Создание более благоприятных условий для трансграничных инвестиций».

Европейской комиссии поручено к концу 2017 г. подготовить всеобъемлющий аналитический документ с анализом достигнутых результатов и предложениями и принять дополнительные меры по завершению формирования Союза рынков капитала.

Реализация Плана действий базируется на решении следующих организационных и институциональных задач по формированию к 2019 г. подлинного европейского финансового рынка. К их числу относятся, в частности:

- а) подготовка и реализация национальными и региональными органами власти законодательных инициатив по гармонизации национальных режимов банкротства;
- б) разработка и применение на практике национальными и европейскими институтами макропруденциального надзора во взаимодействии с Европейским советом по системным рискам новых инструментов адекватного реагирования на развитие ситуации на рынках капитала.

Приоритетной целью структурной перестройки европейского рынка капитала является формирование конкурентоспособной, рыночно ориентированной модели фондирования инвестиций на рынках ценных бумаг стран ЕС.

В настоящее время в качестве первых конкретных шагов на пути к СРК Европейская комиссия реализует следующие инициативы. Во-первых, Комиссией подготовлено законодательное предложение о критериях, позволяющих упростить, стандартизировать и обеспечить прозрачность операций по секьюритизации

продукт или услугу в другой стране — члене ЕС».

активов. Во-вторых, в целях привлечения страховых компаний к более активному инвестированию в инфраструктурные проекты Европейская комиссия подготовила законодательное предложение о смягчении требований к размеру капитала страховщика по отношению к его задолженности. В-третьих, в конце 2015 г. Комиссия подготовила обновленный вариант Директивы о проспекте эмиссии (документ, подготавливаемый компанией — эмитентом ценных бумаг), обеспечивающей единый стандарт такого документа на всем пространстве ЕС по параметрам защиты интересов инвесторов и критериям сопоставления различных вариантов инвестирования.

\*\*\*

Таким образом, в последнее время в ЕС под влиянием противоречивых результатов функционирования ЭВС и обострения системных региональных проблем происходит переосмысление подходов к регулированию интеграционных процессов, стимулированию экономического роста и занятости, обеспечению финансовой устойчивости. В частности, формируемый в регионе СРК направлен на повышение конкурентоспособности европейского финансового рынка, оптимизацию его структуры, в том числе за счет активизации рыночных инструментов (акций и облигаций) фондирования инвестиций нефинансовых компаний, малого и среднего бизнеса.

### Тенденции формирования общего финансового рынка стран ЕАЭС с учетом опыта ЕС

Интеграционный проект государств — членов ЕАЭС, стартовавший с 1 января 2015 г., находится в русле мировой тенденции полицентризма и регионализации, учитывает опыт функционирования европейского Экономического и валютного союза и подтверждает правильность сформировавшегося в научном и экспертном сообществе постулата о необходимости формирования высоколиквидного и структурно сбалансированного финансового рынка как базисного фактора успешного развития финансово-экономической интеграции.

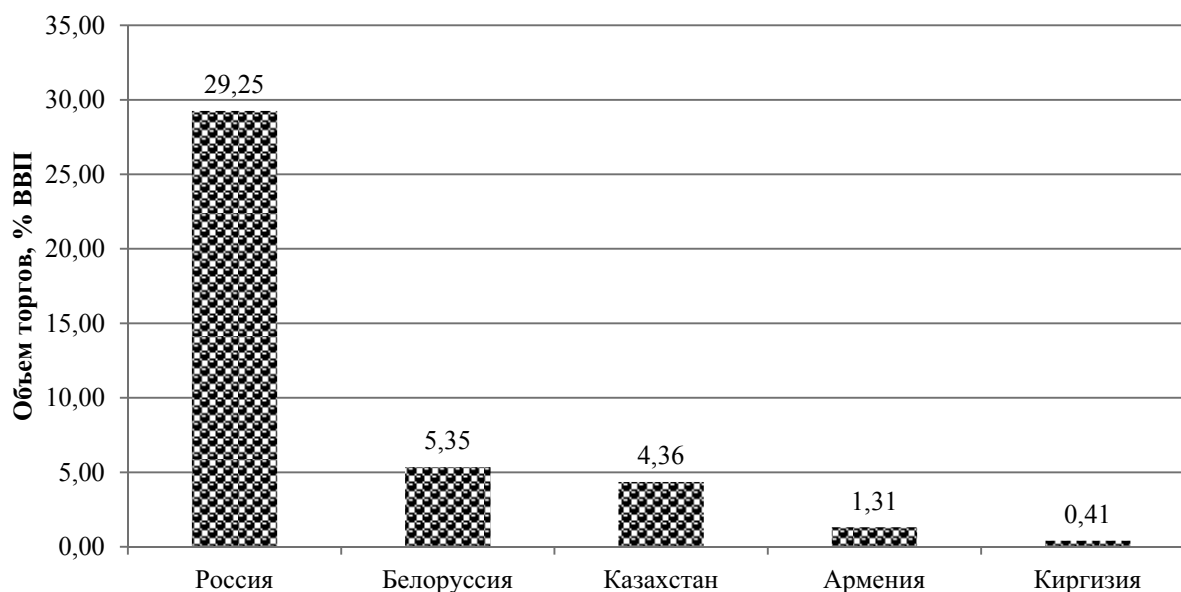
Договор о ЕАЭС определяет понятие «общий финансовый рынок» как финансовый рынок

государств-членов, который соответствует следующим критериям:

- соблюдение гармонизированных требований к регулированию и надзору в сфере финансовых рынков государств-членов;
- взаимное признание лицензий в банковском и страховом секторах, а также в секторе услуг на рынке ценных бумаг, выданных уполномоченными органами одного государства-члена, на территориях других государств-членов;
- осуществление деятельности по предоставлению финансовых услуг на всей территории Союза без дополнительного учреждения в качестве юридического лица;
- административное сотрудничество между уполномоченными органами государств-членов, в том числе путем обмена информацией [5].

В настоящее время финансовые рынки стран — членов ЕАЭС невелики по объему, слабо диверсифицированы и их значение неравноценно для национальных экономик. Совокупная капитализация фондового рынка России, Белоруссии и Казахстана за период 2010–2013 гг. уменьшилась с 1017 до 850 млрд долл. США главным образом за счет сокращения за этот период российского сегмента рынка — с 909 до 755 млрд долл. США. На российском рынке ценных бумаг сконцентрирована основная часть торгов фондовыми ценностями. В 2014 г., по данным ЕЭК, объем торгов акциями, государственными и корпоративными ценными бумагами на основных биржевых площадках стран ЕАЭС составил 565 млрд долл. США, из которых 551 млрд долл. США приходится на Московскую биржу ММВБ-РТС (MICEX). Учитывая межстрановые различия в масштабах экономик стран ЕАЭС, наиболее показательной характеристикой значения рынка ценных бумаг для их развития является сопоставление параметров объема торгов ценными бумагами к размеру ВВП отдельных стран (рис. 2).

В структуре финансового рынка стран ЕАЭС центральное место, как и в ЕС, занимает его банковский сегмент, обеспечивающий наибольший объем финансирования потребностей реального сектора экономики. Постепенно развивается процесс концентрации банковского капитала. По данным ЕЭК, за период с 2010 по 2014 г.



**Рис. 2. Объем торгов акциями, государственными и корпоративными ценами на основных фондовых биржах стран — членов ЕАЭС в 2014 г., в % ВВП**

Источник: построено по данным: Евразийская экономическая комиссия. Департамент статистики. URL: [http://www.eurasiancommission.org/ru/act/integr\\_i\\_makroec/dep\\_stat/finstat](http://www.eurasiancommission.org/ru/act/integr_i_makroec/dep_stat/finstat).

количество банков стран — членов ЕАЭС в составе России, Белоруссии и Казахстана сократилось с 1125 до 949, в том числе в России со 1012 до 834 кредитных организаций. При этом размер активов банковского сектора стран ЕАЭС за этот период увеличился с 1,2 до 2,2 трлн долл. США, а собственный банковский капитал — со 174 до 228 млрд долл. США. В течение 2010–2014 гг. наблюдалась общая повышательная динамика объема банковских активов относительно ВВП в России (с 73 до 109% ВВП), Армении (с 60 до 70% ВВП) и Киргизии (с 28 до 35% ВВП). Некоторое снижение данного относительного показателя в этот период произошло в Белоруссии (с 77 до 64% ВВП) и Казахстане (с 55 до 47% ВВП) [6].

Правовое регулирование банковской деятельности в государствах — членах ЕАЭС осуществляется в соответствии с национальным законодательством. Существуют различия в требованиях, предъявляемых к капиталу кредитных организаций по величине уставного капитала для вновь создаваемых банков, минимальной величине собственных средств капитала и др. Различаются также подходы к вопросам формирования кредитными организациями резервов на возможные потери по ссудам, например по порядку

классификации ссуд и критериям их отнесения в ту или иную классификационную группу.

Имеются расхождения и в механизмах реорганизации, реструктуризации проблемных кредитных организаций, а также в режимах надзора за ними. Сохраняются дискриминационные условия доступа на финансовые рынки друг друга. Например, в Казахстане действует запрет на открытие филиалов банков-нерезидентов и страховых организаций-нерезидентов на территории страны. Кроме того, если банковский холдинг-нерезидент контролирует более 25% банка, он подлежит консолидированному надзору на территории Казахстана. В России и Белоруссии установлен лимит иностранного участия в капитале кредитных организаций на уровне 50% и требуется предварительное разрешение на создание кредитной организации с иностранным участием от финансового регулятора.

Договор о ЕАЭС определяет направления, порядок, меры и сроки гармонизации законодательства государств в трех ключевых секторах финансового рынка — банковской сфере, сфере страхования и на рынке ценных бумаг вплоть до завершения этого процесса к 1 января 2025 г. К этой дате государства — члены ЕАЭС примут

решение о полномочиях и функциях наднационального органа по регулированию финансового рынка с месторасположением в г. Алматы.

В соответствии со ст. 70 Договора о ЕАЭС главными задачами согласованного регулирования государствами — членами национальных финансовых рынков являются создание в рамках Союза общего финансового рынка и обеспечение недискриминационного доступа на финансовые рынки друг друга в целях углубления экономической интеграции государств-членов.

Решение поставленных задач обеспечивается путем:

- обеспечения гарантированной и эффективной защиты прав и законных интересов потребителей финансовых услуг;
- создания условий для взаимного признания лицензий в банковском и страховом секторах, а также в секторе услуг на рынке ценных бумаг, выданных уполномоченными органами одного государства-члена, на территориях других государств-членов;
- определения требований, предъявляемых к банковской деятельности, страховой деятельности и деятельности на рынке ценных бумаг;
- обмена информацией, в том числе конфиденциальной, между уполномоченными органами государств-членов по вопросам регулирования и развития банковской деятельности, страховой деятельности и деятельности на рынке ценных бумаг, контроля и надзора в соответствии с международным договором в рамках Союза.

К настоящему времени завершается работа по принятию одного из ключевых документов

по вопросам гармонизации требований, предъявляемых к банковской деятельности, страховой деятельности и деятельности на рынке ценных бумаг.

В соответствии со ст. 5 данного соглашения государства — члены ЕАЭС к 31 декабря 2017 г. согласовывают требования по гармонизации национальных норм законодательства в отношении лицензионных требований, предъявляемых к участникам финансового рынка.

## Вывод

Приоритетными задачами общего финансового рынка и основным критерием эффективности его функционирования являются нацеленность на стимулирование экономического роста и обеспечение финансовой устойчивости в регионе. С учетом данной целевой установки и исторически сложившегося «крена» в сторону преобладающего развития в странах ЕАЭС рынка банковских услуг, следует:

- *во-первых*, консолидировать банковский сектор и повысить его финансовую устойчивость и роль в экономике путем увеличения активов и капитализации банков, выравнивания регулятивных режимов в отношении участия нерезидентов в банковском секторе;
- *во-вторых*, активизировать меры, направленные на равномерное развитие всех сегментов финансового рынка с повышением роли рынков ценных бумаг и страховых услуг в развитии реального сектора экономики и соответственно увеличения их доли в структуре финансового рынка.

## Литература (references)

1. Real convergence in the euro area: evidence, theory and policy implications, ECB Economic Bulletin, Issue 5/2015 Article, pp. 31–32.
2. Building a EU Capital Markets Union. By Bruce Bennett, Charlotte Hill and Jean de Ruyt on October 8th, 2015. URL: <http://www.globalpolicywatch.com/2015/10/building-a-eu-capital-markets-union>.
3. Commission Staff Working Document. Economic Analysis. Accompanying the document “Action Plan on Building a Capital Markets Union”, European Commission, Brussels, 30.9.2015, pp. 9–10.
4. ECB Economic Bulletin, 2015, issue 5, p. 2.
5. Договор о Евразийском экономическом союзе от 29.05.2014. Приложение XVII. Протокол по финансовым услугам, с. 3.
6. The Treaty on the Eurasian economic Union dated 29.05.2014. Annex XVII. Protocol on financial services, p. 3.
7. Евразийская экономическая комиссия. Департамент статистики. The Eurasian economic Commission. Department of statistics. URL: [http://www.eurasiancommission.org/ru/act/integr\\_i\\_makroec/dep\\_stat/finstat](http://www.eurasiancommission.org/ru/act/integr_i_makroec/dep_stat/finstat).