

DOI: 10.26794/1999-849X-2018-11-6-131-142

УДК 339.924,336.743,336.744(045)

JEL E29, E60, F02, F30, F60



# Институциональные механизмы регулирования внешних дисбалансов в европейском Экономическом и валютном союзе

**В.Я. Пищик**Финансовый университет,  
Москва, Россия<https://orcid.org/0000-0002-9013-7670>

## АННОТАЦИЯ

*Актуальность данного исследования* обусловлена необходимостью раскрытия на примере Европейского союза современных факторов и особенностей структурных финансовых дисбалансов, характерных для региональных интеграционных объединений, и оценки новых механизмов регулирования диспропорций и развития инвестиционного взаимодействия в регионе.

*Предмет исследования* – факторы, тенденции и последствия разделения стран ЕС на кредиторов и должников по параметрам внешнего долгового финансирования, структуре и направленности трансграничных финансовых потоков, чистой международной инвестиционной позиции на основании рассмотрения статистического материала о типах, структуре и масштабах внешних дисбалансов в зоне евро, а также о методах и институциональных механизмах их регулирования. *Цели работы* – выявление остроты проблемы внешних дисбалансов стран европейского Экономического и валютного союза\* (далее – ЭВС) в финансовой сфере как фактора макроэкономической дестабилизации в регионе и систематизации мер по укреплению и развитию различных институциональных механизмов выравнивания сохраняющихся структурных диспропорций и расширения каналов инвестирования в реальный сектор экономики в рамках реализации проекта создания устойчивого обновленного ЭВС в период до 2025 г.

*Сделан вывод* о стратегической значимости новых более развитых форм региональной финансовой интеграции, включая создание Банковского союза и Союза рынков капитала, Европейского валютного фонда и Европейского фонда стратегических инвестиций как действенных институтов регулирования дисбалансов внешнего финансирования и содействия инвестициям в развитие экономики.

**Ключевые слова:** внешние дисбалансы; чистый внешний долг; чистая международная инвестиционная позиция; Европейский центральный банк; Европейский семестр; Пакт стабильности и роста; Банковский союз; Союз рынков капитала; Европейский валютный фонд; Европейский фонд стратегических инвестиций

**Для цитирования:** Пищик В.Я. Институциональные механизмы регулирования внешних дисбалансов в европейском Экономическом и валютном союзе. *Экономика. Налоги. Право.* 2018;11(6):131-142. DOI: 10.26794/1999-849X-2018-11-6-131-142

## Institutional Mechanisms for Regulating External Imbalances in the European Economic and Monetary Union

**V. Ya. Pishchik**Financial University,  
Moscow, Russia<https://orcid.org/0000-0002-9013-7670>

## ABSTRACT

*The relevance of the research* is driven by the need to reveal modern factors and specifics of structural financial imbalances typical for regional integrated associations by an example of the European Union and to assess new mechanisms for regulation of disparities and investment cooperation development in a region.

*The subject of the research* is the factors, trends and consequences of the division of EU countries into creditors and debtors by parameters of external debt financing; structure and directions of cross-border financial flows; and net

\* Экономический и валютный союз – общий термин, охватывающий комплекс программ, направленных на сближение экономик государств – членов Европейского союза в три этапа. В ЭВС входят 19 стран еврозоны и 9 стран, не использующих евро.

international investment position based on the analysis of statistics related to types, structure and scale of external imbalances in the euro area as well as to methods and institutional mechanisms for their regulation. *The purposes of the research* were to reveal the acuteness of external imbalances in the countries of the European Economic and Monetary Union (EMU) in the financial sphere as a factor of macroeconomic destabilization in the region and systematize measures for strengthening and development of various institutional mechanisms to level off the remaining structural imbalances and expand the channels of investment in the real economy as part of the project to create a sustainable renovated EMU in the period until 2025

*It is concluded* that new more developed forms of regional financial integration, including the creation of the Banking Union and the Union of Capital Markets, the European Monetary Fund and the European Fund for Strategic Investment, are strategically important as effective institutions for regulation of external financing imbalances and support of investment in the economic development.

**Keywords:** external imbalances; net external debt; net international investment position; European Central Bank; European Semester; Stability and Growth Pact; Banking Union; Union of Capital Markets; European Monetary Fund; European Fund for Strategic Investments.

**For citation:** Pishchik V. Ya. Institutional mechanisms for regulating external imbalances in the European Economic and Monetary Union. *Economics, taxes & law*. 2018;11(6):131-142. DOI: 10.26794/1999-849X-2018-11-6-131-142

**В** настоящее время государства — члены Евразийского экономического союза в соответствии с распоряжением, принятым 26 декабря 2016 г. на заседании Высшего евразийского экономического совета, разрабатывают нормативно-правовую базу создания общего финансового рынка в ЕАЭС в целях инновационного развития, устранения межстрановых структурных диспропорций и расширения инвестиций в реальный сектор экономики интегрируемых стран. В этой связи представляется важным выявить особенности дисбалансов внешнего кредитования и финансирования в Европейском союзе (далее — ЕС) и провести классификацию макроэкономических и финансовых институтов их регулирования, включая Союз рынков капитала и Европейский фонд стратегических инвестиций как механизмов рыночного и институционального инвестирования в реальный сектор экономики.

### ВНЕШНИЕ ДИСБАЛАНСЫ ЕВРОПЕЙСКОГО ФИНАНСОВОГО РЫНКА

В период после мирового финансово-экономического кризиса 2008–2009 гг. между странами ЕС обострились проблемы дисбаланса внешнего кредитования и финансирования, в том числе в результате реализации широкомасштабных антикризисных программ количественного смягчения Европейского центрального банка (далее — ЕЦБ), направленных на преодоление затянувшейся рецессии и дефляции в регионе.

Причины, содержание и результаты антикризисной политики властей ЕС и ЕЦБ всесторонне освещены в работах российских и зарубежных экономистов. В российской научной литературе основные направления и неоднозначные результаты монетарной политики ЕЦБ, проблемы обострения долговой ситуации в ЕС раскрыты в публикациях А. И. Бажана, Ю. А. Борко, О. В. Буториной, К. Н. Гусева, М. Л. Ларионовой, В. Я. Пищика, С. Ф. Серегинной, А. Н. Цибулиной [1–8].

ЕС, наряду с США и Китаем, является одним из крупнейших глобальных экспортеров капитала. Согласно данным Евростата в 2016 г. экспорт прямых инвестиций из ЕС составил 8,6 трлн евро по сравнению с импортом в объеме 6,7 трлн евро, что обусловило рост размера чистой международной инвестиционной позиции (далее — МИП) 28 стран ЕС по прямым инвестициям до 1,9 трлн евро по сравнению с 1,8 трлн евро в 2015 г. [9]. Однако с учетом трансграничного перемещения портфельных и прочих инвестиций совокупная чистая МИП стран ЕС на протяжении многих лет остается отрицательной.

Внутри ЕС в силу различий в уровне экономического развития и соответственно степени уязвимости отдельных стран к внутренним и внешним шокным воздействиям усиливается разделение стран на кредиторов и должников по параметрам внешнего долгового финансирования, структуры и направленности трансграничных финансовых потоков.

В последние годы накоплены значительные дисбалансы внешнего кредитования и финансирования

Таблица 1 / Table 1

**Чистый внешний долг стран ЕС, 2016 г. (в млрд евро и в % к ВВП) / Net external debt in the EU-28, 2016 (EUR 1 000 million, percentage of GDP)**

	Чистый внешний долг*, в млрд евро / Net external debt in the EU-28 (EUR 1000 million)	Чистый внешний долг, в % к ВВП / Net external debt in the EU-28 (percentage of GDP)
Страны Евросоюза / European Union country	1096,2	10,2
<b>Основные страны-кредиторы ЕС по размеру чистого внешнего долга / The EU-28's primary creditor nations in terms of net external debt</b>		
Бельгия / Belgium	-112,4	-26,6
Германия / Germany	-458,9	-14,6
Ирландия / Ireland	-1015,7	-368,6
Люксембург / Luxembourg	-994,1	-1875,5
<b>Основные страны – должники ЕС по размеру чистого внешнего долга / The top debtor nations in the EU-28 in terms of net external debt</b>		
Греция / Greece	239,6	137,5
Испания / Spain	993,4	88,8
Италия / Italy	925,7	55,1
Нидерланды / Netherlands	306,4	43,6
Франция / France	835,7	37,5

\* *Примечание.* Общий внешний долг по состоянию на определенную дату представляет собой совокупный объем задолженности по всем существующим внешним обязательствам. Чистый внешний долг рассчитывается как разница между совокупными обязательствами и совокупными активами стран. Сумма со знаком «-» означает положительную чистую позицию по внешнему долгу и наоборот.

Источник / Source: Eurostat (bop\_iip6\_q). URL: <http://ec.europa.eu/eurostat/statistics>.

стран ЕС по показателям чистого внешнего долга и чистой международной инвестиционной позиции.

*Проблема дисбаланса внешнего долга* в ЕС связана с ростом совокупного государственного долга стран региона в целом и южноевропейских стран зоны евро особенно, наиболее сильно пострадавших от кризиса и активно участвующих в программах кредитно-финансовой поддержки со стороны ЕЦБ и МВФ. Общий объем госдолга стран ЕС составил по данным Евростата в III квартале 2017 г. 9,7 трлн евро, или 88,1% годового объема ВВП зоны евро<sup>1</sup>. Доля внешнего долга в общем объеме госдолга в среднем по ЕС составляет около 50%. Наблюдается широкий разброс данного показателя по отдельным странам:

<sup>1</sup> По данным ЕЦБ, в 2016 г. объем ВВП зоны евро, с учетом положительного сальдо текущего платежного баланса, составил 10,5 трлн евро.

от 70–79% ВВП в Австрии, Финляндии и на Кипре до 10,5% ВВП на Мальте [10].

При общем объеме чистого внешнего долга европейского ЭВС в размере 1,1 трлн евро наиболее крупную внешнюю задолженность в зоне евро, с учетом абсолютных и относительных показателей, имеют Греция, Испания и Италия (табл. 1).

Показатель *чистой МИП*, характеризующий дисбаланс по соотношению внешних активов и внешних обязательств в странах ЕС, является одним из наиболее репрезентативных индикаторов внешней финансово-экономической устойчивости страны и региона в целом. Страны ЕС в целом являются чистыми должниками: согласно данным Евростата в 2016 г. показатель общей отрицательной по ЕС чистой МИП составил свыше 1,1 трлн евро. В отношении к ВВП размер чистой отрицательной МИП в целом по ЕС составляет 22,0% ВВП, в том числе

Таблица 2 / Table 2

Чистая международная инвестиционная позиция ЕС и отдельных стран ЕС евро, 2016 г., в млрд евро и в% к ВВП / Net international investment position in the EU-28 and by country, total vis-à-vis rest of the world, 2016 (EUR 1 000 million, percentage of GDP)

Страны	Чистая международная инвестиционная позиция, в млрд евро / Net international investment position (EUR 1 000 million)	Чистая международная инвестиционная позиция, в% к ВВП / Net international investment position (percentage of GDP) /
Всего страны ЕС / total the EU-28 vis-à-vis rest of the world	-1145,0	-22,0
<b>Основные страны-кредиторы ЕС по размеру чистой международной инвестиционной позиции / The EU-28's primary creditor nations in terms of net international investment position</b>		
Нидерланды / Netherlands	475,5	67,7
Германия / Germany	1708,9	54,4
Бельгия / Belgium	216,6	51,2
Люксембург / Luxembourg	18,4	34,7
<b>Основные страны – должники ЕС по размеру чистой международной инвестиционной позиции / The top debtor nations in the EU-28 in terms of net international investment position</b>		
Ирландия / Ireland	-485,5	-176,2
Греция / Greece	-242,6	-139,3
Кипр / Cyprus	-23,2	-127,8
Португалия / Portugal	-193,9	-104,7
Испания / Spain	-938,4	-83,9
Франция / France	-351,0	-15,7
Италия / Italy	-165,1	-9,8

Источник / Source: ECB Economic Bulletin, Issue 8 / 2017 Overview. URL: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/ecbu/eb201708.en>; Eurostat (bop\_iip6\_q) URL: <http://ec.europa.eu/eurostat/statistics>.

в зоне евро — 7,4% ВВП. Значительные дисбалансы между странами-кредиторами и странами-должниками по показателю чистой международной инвестиционной позиции подтверждают данные табл. 2.

Особую обеспокоенность регуляторов в Евросоюзе вызывают страны зоны евро с показателем отрицательной чистой МИП более 100% ВВП, а именно: Ирландия (-176% ВВП), Греция (-139% ВВП), Кипр (-128% ВВП), Португалия (-105% ВВП)<sup>2</sup>. С позиций

<sup>2</sup> В соответствии с действующей в зоне евро процедурой оценки макроэкономических дисбалансов (*Macroeconomic imbalances procedure, MIP*) проводится регулярный мониторинг наиболее важных показателей, являющихся индикаторами обострения рисков финансовых кризисов в от-

оценки рисков финансовой неустойчивости острота проблемы обусловлена накоплением отрицательной чистой МИП в течение длительного времени в сочетании с обострением проблемы текущего платежного баланса. Продолжительный период долгового дисбаланса стран-заемщиков в предкризисный период обусловил образование у них значительного объема внешних обязательств. Одновременно накапливалось положительное сальдо текущего платежного баланса стран — кредиторов ЕС и увеличивался объем их зарубежных активов. Темпы накопления

дельных странах зоны евро. Одним из таких показателей является соотношение чистой МИП к объему ВВП, по которому установлен порог перехода в рисковую зону на уровне -35% ВВП.

внешних обязательств стран-должников несколько снизились во время глобального финансового кризиса 2008–2009 гг., но стали вновь увеличиваться с 2012 г., в том числе как результат реализации программ нетрадиционной денежно-кредитной политики ЕЦБ. В структуре отрицательной чистой МИП стран-заемщиков преобладают обязательства по портфельным инвестициям в сочетании с быстрым ростом прочих инвестиций.

## РЕГУЛИРОВАНИЕ ВНЕШНИХ ДИСБАЛАНСОВ ЕВРОПЕЙСКОГО ФИНАНСОВОГО РЫНКА

Проблема дисбалансов побудила власти ЕС к принятию общих системных и точечных целевых мер по их регулированию и устранению. С начала 2010-х гг. на региональном уровне активное развитие получили:

1) институциональные механизмы и процедуры общего макроэкономического регулирования международных кредитно-финансовых отношений;

2) инструменты прямой кредитной поддержки банков и других финансовых организаций, в том числе для решения проблем внешних долгов стран Евросоюза.

### 1. Развитие институциональных механизмов общего макроэкономического регулирования внешних дисбалансов.

Система новых механизмов макроэкономического регулирования финансовых дисбалансов в ЕС в посткризисный период включает:

а) программы Европейского семестра<sup>3</sup>, обеспечивающие координацию финансово-экономической политики в ЕС;

б) реформированный Пакт стабильности и роста на основе договора о стабильности, координации и регулировании в европейском ЭВС;

в) процедуры оценки макроэкономических дисбалансов как инструментарий макроэкономического надзора в Евросоюзе;

г) механизм макропруденциального регулирования дисбалансов кредитования в зоне евро путем консолидации надзора в рамках создаваемого европейского Банковского союза и Союза рынков капитала.

<sup>3</sup> Европейский семестр представляет собой метод экономического и фискального управления в ЕС, в рамках которого Еврокомиссия анализирует программы экономических и структурных реформ стран ЕС и готовит рекомендации, в том числе по выделению бюджетных средств на следующий год.

*Координация финансово-экономической политики на основе Европейского семестра.* Правила и требования к странам ЕС в контексте Европейского семестра представляют собой ежегодный цикл координации и надзора за проведением финансово-экономической политики отдельных государств со стороны властей ЕС. Его целями являются обеспечение устойчивости государственных финансов стран ЕС; предупреждение крупных макроэкономических дисбалансов; проведение структурных реформ, содействие экономическому росту, повышению занятости и росту инвестиций в странах ЕС.

*Алгоритм Европейского семестра.* В соответствии с действующим с 2010 г. алгоритмом Европейского семестра страны — члены ЕС в ноябре каждого года публикуют три документа: ежегодный обзор о состоянии экономики (*Commission's Annual Growth Survey, AGS*); отчет о механизмах предупреждения рисков (*Alert Mechanism Report, AMR*); проект отчета о рынке занятости (*the draft Joint Employment Report*). В течение марта — июля каждого года страны ЕС представляют в Европейскую комиссию<sup>4</sup> национальные программы реформ и поддержания устойчивости и конвергенции в форме трехлетних бюджетных планов, которые с учетом обсуждения и рекомендаций со стороны Комиссии утверждаются ЕС.

Правительства стран зоны евро на завершающем этапе включают утвержденные рекомендации в планы своих реформ и бюджеты на предстоящий трехлетний цикл. В течение всего года Европейская комиссия в диалоге со всеми заинтересованными сторонами и руководством государств — членов ЕС осуществляет тщательный мониторинг соответствия проводимой странами зоны евро финансовой политики утвержденным в их отношении рекомендациям.

*Реформа Пакта стабильности и роста ЕС<sup>5</sup>.* В 2010–2013 гг. под влиянием деструктивных по-

<sup>4</sup> Европейская комиссия — орган исполнительной власти ЕС, ответственный за подготовку законопроектов, выполнение решений Европарламента и Совета, контроль соблюдения договоров ЕС и других правовых актов и текущие дела союза.

<sup>5</sup> Пакт стабильности и роста (*Stability and Growth Pact, SGP*) — договор, заключенный между государствами ЕС по согласованию налоговой и бюджетной политики на основании ст. 99 и 104 Договора об образовании ЕС, утвержденный резолюцией Европейского совета от 17.06.1997 в целях координации экономической и налоговой политики стран ЕС накануне введения евро и мониторинга соблюдения ими критериев Маастрихтского договора. В соответствии с договором бюджетные дефициты стран — будущих членов ЭВС не должны превышать 3% ВВП, а размер госдолга — 60% ВВП.

следствий мирового финансового кризиса проведена реформа Пакта стабильности и роста ЕС в целях придания обязывающего характера выполнению странами рекомендаций Европейской комиссии. В соответствии с договором о стабильности, координации и регулировании в ЭВС от 01.02.2012 в целях консолидации механизма сглаживания действующих и предупреждения новых финансовых дисбалансов были ужесточены правила и повышена обязательность процедур их применения. В частности, к странам — нарушителям финансовой дисциплины установлены более жесткие требования, если они сокращают государственный долг менее чем на 5% в год в среднем за трехлетний период [11]. В соответствии с новыми правилами бюджетные расходы не должны расти быстрее среднесрочного значения потенциального роста ВВП до тех пор, пока не будет обеспечен адекватный рост доходов. В целях достижения структурного равновесия в зоне евро был установлен среднесрочный ориентир бюджетного дефицита стран на уровне  $-0,5\%$  ВВП. Данный целевой ориентир определен как порог безопасности для хронических нарушителей Пакта стабильности и роста по показателям финансовой дисциплины и обязателен для включения в национальное законодательство.

*Процедура оценки макроэкономических дисбалансов в ЕС.* Отчет о механизмах предупреждения рисков, подготавливаемый в рамках Европейского семестра, служит начальным этапом для разработки действующей в ЕС с 2012 г. процедуры оценки макроэкономических дисбалансов (*The macroeconomic imbalance procedure, MIP*). Функциональной задачей MIP является раннее выявление, предупреждение и противодействие потенциально опасному накоплению макроэкономических дисбалансов (резко возросших дефицитов платежного баланса, образования финансовых «пузырей» и др.) в отдельных странах, зоне евро и ЕС в целом. Механизм MIP используется также как инструмент надзорной практики для выравнивания накопленных дисбалансов [12]. Страны с особенно крупными дисбалансами становятся объектом мониторинга в рамках специальных процедур оценки чрезмерных дисбалансов (*The excessive imbalance procedure, EIP*). Правительствам стран с крупными системными дисбалансами Европейская комиссия рекомендует методы и инструменты их коррекции, реализуя в целях повышения финансовой дисциплины стран зоны евро право принимать решение принудительно взимать

со страны-нарушителя санкционный депозит в размере  $0,2\%$  ВВП. Депозит возвращается после исправления ситуации. В особых случаях в странах зоны евро, которые постоянно нарушают бюджетную и финансовую дисциплину, предусмотрено наложение штрафа в размере  $0,1\%$  ВВП. Санкционный режим в отношении стран, не выполняющих предписанные рекомендации, может постепенно усиливаться. Нововведением последнего времени является придание процедуре наложения санкций почти автоматического характера без специальных решений органов ЕС.

*Макропруденциальное регулирование дисбалансов кредитования в зоне евро путем консолидации надзора в рамках создаваемого европейского Банковского союза и Союза рынков капитала.* В соответствии с соглашением от 24.12.2013 надзорный блок европейского Банковского союза представляет собой созданный 20 ноября 2014 г. под контролем ЕЦБ Единый надзорный механизм (далее — ЕНМ, *Single Supervisory Mechanism, SSM*), включающий три группы европейских институтов:

- Европейский совет по системным рискам (*The European Systemic Risk Board, ESRB*) как сегмент макропруденциального надзора за европейским финансовым сектором, целью которого является предупреждение и устранение системных рисков;
- Европейскую систему финансового надзора как сегмент микропруденциального надзора (*The European System of Financial Supervision, ESFS*) за европейским финансовым рынком, который состоит из трех надзорных органов: Европейский совет по ценным бумагам и рынкам (*the European Securities and Markets Authorities, ESMA*); Европейское банковское управление (*the European Banking Authority, EBA*); Европейский совет по страховым компаниям и пенсионному обеспечению (*the European Insurance and Occupational Pensions Authority, EIOPA*);
- Объединенный комитет европейских и национальных надзорных органов и сотрудничества (*the Joint Committee of the European Supervisory Authorities and the national supervisory authorities*) с институтами глобального финансового рынка как институт координации надзорной деятельности органов на региональном и национальном уровне.

Учитывая наличие преимущественно банковской модели европейских институтов финансового посредничества, особое место в системе надзорных органов отводится созданному в январе 2011 г.

в Лондонском финансовом центре Европейскому банковскому управлению<sup>6</sup>. Цели его деятельности — оценка и регулирование банковских рисков, поддержание финансовой устойчивости европейского банковского сектора, обеспечение его слаженного, эффективного и упорядоченного функционирования. Основной задачей данного института является содействие разработке Единого европейского свода правил банковской деятельности для внедрения единых гармонизированных пруденциальных правил для финансовых институтов в ЕС. Координирующая роль данной структуры состоит в сближении надзорной практики государств — членов ЕС.

Единый надзорный механизм совместно с ЕЦБ осуществляет прямой надзор за деятельностью наиболее крупных системно значимых банков с активами в размере 80% совокупных банковских активов стран — членов еврозоны. Проводится тщательный мониторинг Единым надзорным механизмом европейских банков, которым требуется значительная дополнительная капитализация для поддержания финансовой устойчивости. В конечном счете Банковский союз<sup>7</sup> предполагает в рамках реформы банковского надзора распространение макропруденциальных инструментов на все финансовые институты, включая «теневой банковский сектор», который является источником финансовой нестабильности в зоне евро.

## **2. Развитие системного инструментария прямой кредитной поддержки банков и других финансовых организаций.**

Новый формат мер прямой ликвидной и инвестиционной поддержки стран с обострившимися проблемами внешнего кредитования и финансирования дополнен следующим инструментарием программ и институциональных механизмов:

а) программы нетрадиционной денежно-кредитной политики ЕЦБ;

б) конструирование Банковского союза как института консолидации банковского сектора европейского ЭВС;

<sup>6</sup> В связи с выходом Великобритании из Евросоюза министры финансов 27 стран ЕС 20 ноября 2017 г. приняли решение о переносе штаб-квартиры Европейского банковского управления из Лондона в Париж.

<sup>7</sup> У Банковского союза ЕС — три составляющих: во-первых, единая система банковского надзора, подконтрольная Европейскому центральному банку; во-вторых, единый механизм урегулирования банкротств банков и специальный фонд для его финансирования; в-третьих, общая система страхования частных банковских вкладов.

в) программы финансовой поддержки Европейского стабилизационного механизма;

г) инфраструктурные и инновационные проекты учрежденного Европейского фонда стратегических инвестиций.

*Программы ЕЦБ по расширенной кредитной поддержке европейских банков.* На пике кризиса (2007–2009 гг.) и особенно в посткризисный период ЕЦБ становится прямым участником кредитных операций по поддержке банков и других финансовых учреждений государств — участников ЭВС. В 2011–2014 гг. ЕЦБ реализовал ряд программ более длительного по срокам рефинансирования банков по сравнению с традиционными инструментами их поддержки, включая инструмент долгосрочного целевого рефинансирования банков (*Targeted Long Term Refinancing Operations, TLTRO*). В этот период баланс Евросистемы (ЕЦБ и центральных банков стран зоны евро) достигал на определенную дату 3,0 трлн евро.

С марта 2015 г. ЕЦБ расширил кредитную поддержку банковского сектора, реализуя по аналогии с ФРС США программы количественного смягчения (*quantitative easing*). На первом этапе ЕЦБ выкупал у центральных банков стран зоны государственных долговые обязательства с инвестиционным рейтингом со сроком погашения от 2 до 30 лет на сумму 60 млрд евро ежемесячно. Программа предусматривала также покупку активов частного сектора, находящихся в портфелях банков. В середине 2016 г. возникли дополнительные риски неопределенности ситуации в зоне евро в связи с Брекситом<sup>8</sup>. В наиболее сложной ситуации оказались итальянские банки, на балансе которых накопилось 360 млрд евро плохих долгов. В этой ситуации ЕЦБ с июля 2016 г. запустил второй раунд программы количественного смягчения — *TLTRO II*. Ежемесячный объем выкупа активов был увеличен с 60 до 80 млрд евро. В новой версии программы расширен список покупки активов путем включения в него еврооблигаций, эмитированных небанковскими организациями еврозоны. Намекавшийся в 2017 г. постепенный, хотя и неустойчивый, выход зоны евро из рецессии позволил ЕЦБ постепенно сокращать программы количественного смягчения путем снижения покупок ценных бумаг сначала до 60 млрд евро в месяц в период до

<sup>8</sup> Английский неологизм, образованный из первых двух букв слова «Британия» и слова «exit» (выход).

конца 2017 г. и затем — до 30 млрд евро в период до конца сентября 2018 г. В июне 2018 г. ЕЦБ объявил о завершении программы QE<sup>9</sup> до конца года с выделением 15 млрд евро на ежемесячную скупку активов в период с октября по декабрь 2018 г. Всего согласно данным ЕЦБ по состоянию на конец мая 2018 г. общий объем средств, потраченных европейским регулятором на программу количественного смягчения, составлял 2,43 трлн евро [13].

Ценой определенного положительного эффекта использования новых нетрадиционных методов денежно-кредитной политики для выхода зоны евро из рецессии с 2017 г. становятся нарастание системного риска в зоне евро, обострение проблемы макроэкономических и финансовых дисбалансов в регионе в среднесрочной перспективе. Мировой финансовый рынок негативно отреагировал на решение ЕЦБ о сворачивании программы QE ослаблением курса евро и ростом доходности европейских суверенных облигаций, прежде всего итальянских. По мнению независимых экспертов, прогнозируемое вслед за отказом от количественного смягчения повышение в 2019 г. ставки рефинансирования ЕЦБ замедлит рост европейской экономики, приведет к удорожанию обслуживания суверенного долга Италии и ухудшит финансовое положение итальянских банков, имеющих на своих балансах значительный объем просроченных кредитов.

*Регулирование дисбалансов кредитования в зоне евро путем оказания банкам прямой финансовой поддержки создания в рамках создаваемого европейского Банковского союза и Союза рынков капитала.* Институциональный механизм Банковского союза, наряду с решением задачи консолидации надзора в зоне евро и предупреждения банкротства банков, предназначен для оказания им прямой финансовой поддержки, повышения уровня их капитализации.

К числу конкретных структурных институциональных мер по устранению накопившихся дисбалансов в зоне евро власти ЕС относят создание двухпопального Финансового союза, включающего:

а) Банковский союз с развитым региональным механизмом бридж-финансирования банков, согласованной единой системой депозитного стра-

<sup>9</sup> Программа количественного смягчения (от англ. *Quantitative easing, QE*) — монетарная политика, используемая центральными банками для стимулирования национальных экономик, когда традиционные монетарные политики в связи с рядом факторов являются неэффективными или недостаточно эффективными.

хования и эффективным инструментарием прямой рекапитализации банков;

б) Союз рынков капитала (далее — СРК) для всех стран ЕС с полным снятием к концу 2019 г. ограничений на свободное трансграничное передвижение капитала в ЕС, консолидацию и диверсификацию институтов посредничества на европейском финансовом рынке [14].

В целях устранения структурных дисбалансов в рамках проекта СРК создается Европейский фонд стратегических инвестиций в объеме 315 млрд евро. Приоритетными целями Банковского союза и СРК являются устранение финансовых дисбалансов в ЕС, повышение роли европейского финансового рынка как надежного и эффективно действующего канала трансмиссии между сбережениями и инвестициями в экономической рост.

Финансовая поддержка банков, нуждающихся в повышении уровня капитализации, возлагается на создаваемый в рамках Банковского союза чрезвычайный фонд поддержки европейских банков (*Single Resolution Fund, SRF*) в размере 55 млрд евро в рамках механизма санации проблемных банков (*Single Resolution Mechanism, SRM*)<sup>10</sup>. Первоначально SRM, включающий фонд санации банков, предполагалось сформировать в завершенном виде в 2016 г. В настоящее время проводится работа по устранению разногласий между странами по вопросу гарантий или «защитной сетки» (*safety net*) механизма санации. В переходный период функция «защитной сетки» создаваемого фонда санации банков возлагается на Европейский стабилизационный механизм. Кроме того, в рамках Банковского союза создается Европейский механизм страхования депозитов (*European deposit insurance scheme, EDIS*), который представляет собой коллективный фонд, формируемый за счет взносов банков и обеспечивающий гарантии для каждого вкладчика на сумму около 100 тыс. евро.

Германия как основной инвестор в коллективные фонды поддержки кредитных организаций настаивает на том, чтобы в Банковском союзе ис-

<sup>10</sup> SRM, помимо фонда поддержки проблемных банков, включает Комитет по санации проблемных банков (*Single Resolution Board, SRB*), созданный в 2015 г. для оперативного решения вопроса о состоянии фактического или вероятного банкротства банка. Цель деятельности SRB — разорвать «порочный круг» наращивания долговой проблемы в процессе деструктивного взаимодействия «банк-государство», которое едва не разрушило зону евро во время банковского кризиса в 2011–2012 гг.

пользовался так называемый каскад ответственности, обязывающий акционеров банков, владельцев облигаций и вкладчиков, чьи активы в банке превышают 100 тыс. евро, финансировать ликвидацию банка до поступления помощи извне. По инициативе Германии в Банковском союзе создается также специальный комитет из представителей национальных регуляторов и Европейской комиссии в целях решения вопроса о ликвидации банка с правом вето комиссии на окончательное решение вопроса. Европейская комиссия рассматривает Банковский союз как важнейший антикризисный институт в реализуемом в настоящее время общем плане по завершению ЭВС. Как отмечает В. Домбровскис, заместитель председателя Европейской комиссии, в ближайшее время необходимо принять комплекс «амбициозных, но реалистичных» правовых актов с тем, чтобы завершить создание Банковского союза до конца 2018 г. [15].

Пристальное внимание властей ЕС к Банковскому союзу сочетается с решением стратегической задачи структурной перестройки европейского финансового рынка на основе создания Союза рынков капитала с целью перехода от уязвимой к кризисам преимущественно банко-ориентированной модели кредитования инвестиций в большинстве стран ЕС к более сбалансированной рыночно-ориентированной модели фондирования инвестиций в инновационные и инфраструктурные проекты, развития малого и среднего предпринимательства. Разработанный для решения поставленных задач План действий по созданию СРК предусматривает реализацию конкретных мероприятий и индикативный временной график их исполнения в период до 2019 г. по следующим разделам:

- финансирование инноваций, стартапов и компаний, не получивших листинг на бирже;
- создание благоприятных условий для выхода компаний на рынки капитала и увеличения в дальнейшем их капитализации;
- содействие инвестированию в долгосрочные инфраструктурные проекты;
- содействие развитию розничного и институционального инвестирования;
- расширение финансовых возможностей банков в стимулировании экономического роста, включая развитие в ЕС рынков секьюритизированных активов;
- создание благоприятных условий для трансграничных инвестиций на пространстве Евросоюза.

*Европейский стабилизационный механизм (European Stability Mechanism, ESM) (далее — ЕСМ) как институт предоставления финансовой помощи странам зоны евро в случае обострения кризисной ситуации действует с 27 сентября 2012 г. и является элементом постоянно действующей страховой сети Еврозоны с максимальной способностью заимствования в 700 млрд евро. ЕСМ предоставляет стабилизационные кредиты (суверенные займы) в рамках макроэкономических адаптационных программ, реализует программы рекапитализации банков, оказывает странам превентивную финансовую помощь, а также первичную помощь в случае обострения ситуации на финансовых рынках.*

***Прогнозируемое вслед за отказом от количественного смягчения повышение в 2019 г. ставки рефинансирования ЕЦБ замедлит рост европейской экономики, приведет к удорожанию обслуживания суверенного долга Италии и ухудшит финансовое положение итальянских банков, имеющих на своих балансах значительный объем просроченных кредитов***

В процессе формирования Союза рынков капитала в период до 2025 г. предполагается учредить на базе Европейского стабилизационного механизма новый региональный финансовый институт — *Европейский валютный фонд* (далее — *ЕВФ*). В опубликованном Европейской комиссией 31 мая 2017 г. аналитическом докладе «Размышления по вопросу углубления Экономического и валютного союза» Европейский валютный фонд рассматривается как институт, обеспечивающий финансовую устойчивость в зоне евро автономно от МВФ и других международных финансовых институтов. Функциями ЕВФ являются:

- а) предоставление странам зоны евро помощи посредством совместных финансовых механизмов текущей ликвидности;

б) выполнение функции кредитора «последней инстанции» для Банковского союза зоны евро [16].

Европейский фонд стратегических инвестиций (далее — ЕФСИ) учрежден Европейским инвестиционным банком 22 июля 2015 г. под реализацию проекта Союза рынков капитала. Стратегической целью ЕФСИ является устранение структурных дисбалансов в Евросоюзе путем реализации инвестиционного плана в процессе формирования СРК на сумму 315 млрд евро, из которых 240 млрд евро предназначены для вложения в инфраструктурные и инновационные проекты<sup>11</sup>. Собственные средства Фонда составляют 21 млрд евро, в том числе 16 млрд евро из бюджета ЕС и 5 млрд евро — взнос Европейского инвестиционного банка. Группа ЕИБ предоставила ЕФСИ гарантии в размере 30,2 млрд евро, обеспечив мобилизацию ресурсов по состоянию 18 сентября 2018 г. на общую сумму 334,8 млрд евро. До конца 2020 г. размер ЕФСИ предполагается увеличить до 500 млрд евро. К числу приоритетных задач ЕФСИ относятся обеспечение инвестиций в проекты в области создания стратегической энергетической, транспортной и электронно-цифровой инфраструктуры в ЕС, развитие инновационных, экологически чистых технологий, поддержка малого и среднего бизнеса. По состоянию на 18 сентября 2018 г. объем принятых к финансированию проектов по линии ЕФСИ составил 65,5 млрд евро, из которых подписаны соглашения на сумму 43,3 млрд евро [17].

## ЗАКЛЮЧЕНИЕ

В посткризисный период усиливаются дисбалансы внешнего кредитования и финансирования стран ЕС, обретая черты фундаментальной хронической проблемы, обостряющей риски макрорезкоэкономической дестабилизации в регионе. Дисбалансы кредитования и финансирования во многом стали следствием системного институционального кризиса в регионе. Некоторое снижение темпов накопления внешних обязательств стран-должников во время глобального финансового кризиса 2008–2009 гг. сменилось их увеличе-

<sup>11</sup> Ю. Катайнен, заместитель председателя Европейской комиссии, при подписании соглашения о создании Фонда отметил: «Инвестиции — это то, чего не хватает сегодня Евросоюзу, где их уровень сегодня на 15% ниже, чем в 2007 году, то есть до начала последнего мирового финансового кризиса». ЕС создал Европейский фонд стратегических инвестиций объемом 315 млрд евро ТАСС. 22 июля 2015 г. URL: <http://tass.ru/mezhdunarodnaya-panorama/2135700>.

нием в Греции, Италии, Испании, других странах ЭВС с 2012 г. по настоящее время. Во многом это стало результатом реализации стимулирующих инвестиционный и потребительский спрос программ нетрадиционной денежно-кредитной политики ЕЦБ.

В течение 2010-х гг. предпринимаются активные усилия по устранению внешних дисбалансов в регионе путем создания новых и консолидации действующих институциональных механизмов регулирования европейского финансового рынка, усиления надзора за проведением финансово-экономической политики государств-должников в соответствии с процедурами Европейского семестра, использования инструментария прямой кредитной поддержки стран ЕС с острой внешне-долговой ситуацией, создания институтов долгосрочных инвестиций для решения структурных проблем стран Евросоюза.

В процессе создания обновленного ЭВС в период до 2025 г. повышается стратегическая значимость новых более развитых институциональных форм региональной финансовой интеграции, включая создание Банковского союза, Союза рынков капитала, Европейского валютного фонда, Европейского фонда стратегических инвестиций, важнейшей функцией которых является регулирование дисбалансов внешнего финансирования и инвестирования.

Реализация планов создания обновленного институционального механизма ЭВС, способного эффективно решать проблемы регулирования текущих и структурных дисбалансов в регионе, сдерживается в настоящее время рисками неопределенности, связанными с последствиями миграционного кризиса, а также с Брекситом, который негативно повлиял на участие институтов Лондонского финансового центра в формировании Союза рынков капитала.

Преодоление растущей неопределенности перспектив ЕС во многом зависит от способности и решимости властей ЕС реализовать намеченные программы и принять меры по созданию обновленного ЭВС на новой консолидированной институциональной основе, способного эффективно управлять накопленными дисбалансами по внешнему долгу, счету финансовых операций платежного баланса и чистой международной инвестиционной позиции.

Опыт ЕС по созданию Союза рынков капитала и Европейского фонда стратегических инвестиций

как институтов регулирования дисбалансов внешнего финансирования и инвестирования имеет практическое значение для разработки стратегии и практики формирования общего финансового рынка Евразийского экономического союза, создания новых и повышения эффективности действующих региональных институтов инвестирования в реальный сектор экономики, таких как Евразийский банк развития и Европейский фонд стабилизации и развития.

## БЛАГОДАРНОСТЬ

Статья подготовлена по результатам исследований за счет бюджетных средств согласно гранту № 17-02-00347-ОГН.

## ACKNOWLEDGEMENT

The paper was prepared based on the results of the budget-funded research carried under Grant No. 17-02-00347-OGN

## СПИСОК ИСТОЧНИКОВ

1. Бажан А.И., Гусев К.Н. Европейский центральный банк и финансовый кризис в еврозоне. Европа XXI века Новые вызовы и риски. М.; СПб.; 2017:178–193.
2. Бажан А.И. Двойной долговой кризис в еврозоне. Долговой кризис в ЕС и перспективы евро. Материалы круглого стола (Институт Европы РАН, 19 октября 2011 г.) Доклады Института Европы № 276. М.; 2012:25–32.
3. Борко Ю.А. ЕС после финансово-экономического кризиса. Европейский союз в XXI веке: время испытаний. М.: Весь Мир; 2012:35–71.
4. Буторина О.В. Негативные и позитивные задачи Европейского валютного союза. *Современная Европа*. 2017;74(2):18–29.
5. Гусев К.Н. Европейский центральный банк и финансовый кризис в еврозоне. *Банковское дело*. 2015;(8):14–17.
6. Пищик В.Я. Тенденции развития европейского экономического и валютного союза. *Международная экономика*. 2013;(2):28–35.
7. Серегина С.Ф. Европейский долговой кризис и новые направления реформирования механизмов экономической политики ЕС. *Российский экономический журнал*. 2012;(6):68–94.
8. Цибулина А.Н. Банковский и фискальный союзы в ЕС: что важнее? *Вестник МГИМО-Университета*. 2014;37(4):155–161.
9. International investment position statistics. Data extracted in January 2018. URL: <http://ec.europa.eu/eurostat/web/europe-2020-indicators/europe-2020-strategy/main-tables> (дата обращения: 12.05.2018).
10. Debt mainly held by non-residents in half of the EU Member States. Eurostat, newsrelease, 101/2017–20 June 2017. URL: <http://ec.europa.eu/eurostat>.
11. Treaty on stability, coordination and governance in the economic and monetary union, D/12/2 Brussels, 1st February 2012. URL: [http://europa.eu/rapid/press-release\\_DOC-12-2\\_en.htm](http://europa.eu/rapid/press-release_DOC-12-2_en.htm).
12. The Macroeconomic Imbalance Procedure. Rationale, Process, Application: A Compendium. European Commission. Institutional Paper 039 | November 2016, p. 8. URL: [https://ec.europa.eu/info/publications/economy-finance/macroeconomic-imbalance-procedure-rationale-process-application-compendium\\_en](https://ec.europa.eu/info/publications/economy-finance/macroeconomic-imbalance-procedure-rationale-process-application-compendium_en).
13. Конец QE в зоне евро: почему решение ЕЦБ привело к росту курса рубля. РБК. 14.06.2018. URL: <https://www.rbc.ru/finances/14/06/2018/5b225b349a794755cf5bc81d>.
14. J.-C. Juncker, D. Tusk, J. Dijsselbloem, M. Draghi, and M. Schulz. Completing Europe's Economic and Monetary Union, 2015. URL: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/5presidentsreport.en.pdf>.
15. EU Commission wants Banking Union in 2018. BRUSSELS, 11. OCT 2017. URL: <https://euobserver.com/economic/139397>.
16. Reflection Paper on the Deepening of Economic and Monetary Union. European Commission COM(2017) 291 of 31 May 2017, p. 28. URL: [https://ec.europa.eu/commission/sites/beta-political/files/reflection-paper-emu\\_en\\_2.pdf](https://ec.europa.eu/commission/sites/beta-political/files/reflection-paper-emu_en_2.pdf).
17. EIB Group figures. As of 18.09.2018. URL: <http://www.eib.org/efsi>.

## REFERENCES

1. Bazhan A. I., Gusev K. N. European Central Bank and the financial crisis in the euro area. Europe of the XXI century New challenges and risks. Moscow; St. Petersburg; 2017:178–193. (In Russ.).
2. Bazhan A. I. Double debt crisis in the euro area. The debt crisis in the EU and the prospects for the euro. Materials of the round table (Institute of Europe RAS, October 19, 2011) Reports of the Institute of Europe, no. 276. Moscow; 2012:25–32. (In Russ.).
3. Borko Yu. A. The EU after the financial and economic crisis. The European Union in the XXI century: the time of testing. Moscow: All World; 2012:35–71. (In Russ.).
4. Butorina O. V. Negative and positive problems of the European Monetary Union. *Sovremennaya Evropa = Modern Europe*. 2017;74(2):18–29. (In Russ.).
5. Gusev K. N. European Central Bank and the financial crisis in the euro area. *Bankovskoe delo = Banking*. 2015;(8):14–17. (In Russ.).
6. Pischik V. Ya. Tendencies of the development of the European economic and monetary union. *Mezhdunarodnaya ekonomika = International Economics*. 2013;(2):28–35. (In Russ.).
7. Seregina SF The European Debt Crisis and New Directions of Reforming the Mechanisms of EU Economic Policy. *Rossiiskii ekonomicheskii zhurnal = The Russian Economic Journal*. 2012;(6):68–94. (In Russ.).
8. Tsybulina A. N. Banking and fiscal unions in the EU: what is more important? *Vestnik MGIMO-Universiteta = Bulletin of MGIMO-University*. 2014.37(4):155–161. (In Russ.).
9. International investment position statistics. Data extracted in January 2018. URL: <http://ec.europa.eu/eurostat/web/europe-2020-indicators/europe-2020-strategy/main-tables> (accessed 12.05.2018).
10. Debt mainly held by non-residents in half of the EU Member States. Eurostat, newsrelease, 101/2017–20 June 2017. URL: <http://ec.europa.eu/eurostat/> (accessed 15.05.2018).
11. Treaty on stability, coordination and governance in the economic and monetary union, D/12/2 Brussels, 1st February 2012. URL: [http://europa.eu/rapid/press-release\\_DOC-12-2\\_en.htm](http://europa.eu/rapid/press-release_DOC-12-2_en.htm) (accessed 17.05.2018).
12. The Macroeconomic Imbalance Procedure. Rationale, Process, Application: A Compendium. European Commission. Institutional Paper 039 | November 2016, p. 8. URL: [https://ec.europa.eu/info/publications/economy-finance/macroeconomic-imbalance-procedure-rationale-process-application-compendium\\_en](https://ec.europa.eu/info/publications/economy-finance/macroeconomic-imbalance-procedure-rationale-process-application-compendium_en).
13. End of QE in the euro area: why the decision of the ECB led to an increase in the ruble exchange rate. RBC, June 14, 2018. URL: <https://www.rbc.ru/finances/14/06/2018/5b225b349a794755cf5bc81d>.
14. Juncker J.-C., Tusk D., Dijsselbloem J., Draghi M., and Schulz M. Completing Europe's Economic and Monetary Union, 2015. URL: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/5presidentsreport.en.pdf>.
15. EU Commission wants Banking Union in 2018. BRUSSELS, 11. OCT 2017. URL: <https://euobserver.com/economic/139397>.
16. Reflection Paper on the Deepening of Economic and Monetary Union. European Commission COM(2017) 291 of 31 May 2017, p. 28. URL: [https://ec.europa.eu/commission/sites/beta-political/files/reflection-paper-emu\\_en\\_2.pdf](https://ec.europa.eu/commission/sites/beta-political/files/reflection-paper-emu_en_2.pdf).
17. EIB Group figures. As of 18.09.2018. URL: <http://www.eib.org/efsi>.

## ИНФОРМАЦИЯ ОБ АВТОРЕ

**Виктор Яковлевич Пищик** — доктор экономических наук, профессор, научный руководитель Департамента мировой экономики и мировых финансов, Финансовый университет, Москва, Россия  
pv915@mail.ru

## ABOUT THE AUTHOR

**Pishchik Viktor Ya.** — ScD (Economics), full professor, Head of Research at the World Economy and World Finance Department, Financial University, Moscow, Russia  
pv915@mail.ru