**МОСКОВСКИЙ ГОСУДАРСТВЕННЫЙ УНИВЕРСИТЕТ**

**имени М.В. ЛОМОНОСОВА**

**Экономический факультет**

На правах рукописи

**ЗИМАРИН КИРИЛЛ АЛЕКСАНДРОВИЧ**

**Формирование региональной финансовой системы в Европейском Союзе**

Специальность 08.00.14 –Мировая экономика

Диссертация

на соискание ученой степени

доктора экономических наук

Научный консультант

д.э.н., проф. Кулаков М.В.

Москва – 2014

**ОГЛАВЛЕНИЕ**

**Введение 3**

**ГЛАВА 1. Теоретические основы формирования в Европейском Союзе региональной финансовой системы 15**

1.1 Концептуальные основы формирования региональной финансовой системы **16**

1.2 Этапы формирования в ЕС региональной финансовой системы **38**

1.3 Валютный союз в основе региональной финансовой системы ЕС **62**  **ГЛАВА 2. Институциональные основы формирования в Европейском Союзе региональной финансовой системы 86**

2.1 Институты ЕС, регулирующие формирование региональной финансовой системы **87**

2.2 Формирование в ЕС общего фондового рынка **109**

2.3 Современная инфраструктура региональной финансовой системы **131**

**ГЛАВА 3. Роль национальных финансовых систем стран членов Европейского Союза в обеспечении устойчивости региональной финансовой системы 152**

3.1 Гармонизация бюджетно-налоговой системы и условий функционирования фондового рынка **153**

3.2 Влияние бюджетных расходов стран − членов ЕС на региональную финансовую систему **175**

3.3. Взаимодействие региональной и национальных финансовых систем в преодолении современного кризиса **198**

**ГЛАВА 4. Роль международных финансовых институтов и двухсторонних отношений в регулировании региональной финансовой системы Европейского Союза 221**

4.1 Роль международных финансовых институтов в регулировании региональной финансовой системы ЕС **222**

4.2 Отношения между ЕС и США в вопросах финансового регулирования **246**

4.3 Сотрудничество ЕС с Россией в финансовой сфере **264**

**Заключение 288 Библиография 303**

**ВВЕДЕНИЕ**

**Актуальность темы исследования.** Изучение различных аспектов развития европейской цивилизации давно является одним из приоритетных направлений российской научной мысли. Достаточно, например, упомянуть знаменитую полемику «западников» и «славянофилов». С развитием в Европе интеграционных процессов усилилось внимание к изучению экономических отношений как внутри интеграционного объединения, так и его отношений с третьими странами. Начавшийся в 2007 г. мировой финансовый кризис, возникшие проблемы в зоне евро вызвали всплеск интереса к устройству и функционированию финансовой системы Европейского Союза (ЕС) как региональной финансовой системы. В настоящее время эта система как модель организации финансовой деятельности не является завершенной, находится в стадии трансформации и активного формирования. Современный этап этого процесса предполагает появление новых наднациональных институтов, а также изменение старых, которые действовали еще на предыдущих этапах. Поэтому к числу важнейших характеристик процесса формирования в ЕС региональной финансовой системы относится то, что она создается на основе принципа делегирования полномочий наднациональным институтам и другим соответствующим организациям, как со стороны национальных государств, так и со стороны регулирующих институтов ЕС. Поскольку прежняя Бреттон-Вудская система организации мировых финансов перестала отвечать современным требованиям, отдельные наиболее влиятельные европейские государства и наднациональные институты ЕС играют очень важную роль в ее реорганизации. Это должно обеспечить укрепление институтов мировой финансовой системы и ее дальнейшее устойчивое функционирование.

Вместе с тем, функционирование региональной финансовой системы ЕС в ее современном виде сталкивается с очевидными проблемами, которые особенно остро проявились в период последнего мирового финансово-экономического кризиса. Это существенно повышает актуальность теоретических разработок по европейской тематике, поскольку необходимо учитывать не только позитивный, но и негативный опыт, накопленный в ЕС на различных этапах формирования региональной финансовой системы. Несмотря на то, что, население Европы неоднозначно относится к централизации управления, на основе которой изначально создавалась структура ЕС, для эффективного развития региональной финансовой системы ЕС требуются повышение уровня контроля и дальнейшая гармонизация принципов проведения бюджетно-налоговой политики в странах − членах ЕС.

В контексте интеграционных проектов, реализуемых на постсоветском пространстве, соответствующий опыт ЕС должен являться объектом пристального изучения. В связи с этим представляется актуальным рассмотрение как стратегических подходов к европейской интеграции в финансовой сфере, так и конкретных практических механизмов формирования в ЕС региональной финансовой системы. Всесторонний анализ и осмысление деятельности международных и европейских институтов, которые обеспечивают формирование в ЕС региональной финансовой системы, позволяет тщательно учитывать этот опыт и соответствующим образом его использовать.

**Степень разработанности проблемы.** Вопросы, определенные темой данного диссертационного исследования, изучались преимущественно в качестве отдельных аспектов в рамках специализированных исследований, посвященных процессу глобализации, ключевым тенденциям развития мировой экономики и мировых финансов, а также вопросам европейской интеграции. Различные аспекты этих важных проблем рассматривались в работах таких видных российских ученых, как: Л. Абалкин, А. Балабанов, О. Богомолов, О. Буторина, С. Глазьев, Л. Глухарев, Р. Гринберг, М. Делягин, А. Дынкин, В. Железова, И. Жук, В. Иноземцев, В. Колесов, Б. Кузык, М. Кулаков, Д. Львов, Е. Мазурова, В. Мау, Я. Миркин, А. Некипелов, М. Осьмова, О. Пилипенко, А. Семенов, Д. Смыслов, С. Сутырин, И. Фаминский, А. Худокормов, О. Черковец, Г. Чибриков, В. Шемятенков, Ю. Шишков, Н. Шмелев, а также зарубежных: Р. Асмус, Э. Аткинсон, Р. Барро, Д. Бекер, О. Бланшар, Ф. Блэк, З. Боди, Д. Бьюкенен, С. Гупта, Д. Гэлбрейт, Д. Кейнс, Л. Кенен, М. Кристиан, П. Кругман, Р. Манделл, Г. Марковиц, Р. Масгрейв, Ф. Модильяни, А. Пигу, Н. Рубини, Д. Стиглиц, Я. Тимберген, Д. Тобин, Д. Флеминг, А. Хансен, Р. Харрод, У. Шарп.

Актуальность проблемы и ее недостаточная научная разработанность, а также постоянно возрастающая практическая значимость вопросов, связанных с формированием региональных валютных систем, определили выбор темы и направления данного диссертационного исследования.

**Целью диссертационного исследования** является изучение экономической природы явлений, институтов, форм, методов и основных этапов формирования в ЕС региональной финансовой системы, а также ее трансформации в крупномасштабную международную региональную финансовую систему. Особое внимание уделяется обеспечению устойчивости региональной финансовой системы в условиях финансово-экономического кризиса.

**Задачи диссертационного исследования:**

− определить концептуальные основы, обеспечивающие формирование региональной финансовой системы и исследовать теоретико-методические основы создания в ЕС региональной финансовой системы;

− выявить эволюцию взглядов, основные этапы и соответствующие им приоритеты проводимой политики в процессе формирования в ЕС региональной финансовой системы;

− рассмотреть вопросы, валютной интеграции стран − членов ЕС как ключевого условия формирования еврозоны и двух уровневой модели региональной финансовой системы;

− обосновать основные институты ЕС, которые регулируют формирование региональной финансовой системы, и выявить роль Европейского Центрального Банка (ЕЦБ) – как наднациональной структуры − в проведении в ЕС общей денежно-кредитной политики и консолидации европейского экономического пространства;

− изучить опыт создания системы платежей как одного из важнейших институтов формирования в ЕС современной рыночной инфраструктуры, оценить направления и перспективы ее дальнейшего влияния на формирование региональной финансовой системы;

− проанализировать основы реализации политики в сфере бюджетных доходов и расходов в различных странах − членах ЕС и увеличение размеров долговых обязательств, а также гармонизации европейского рынка ценных бумаг;

− рассмотреть основные тенденции в сфере сотрудничества международных финансовых институтов, наднациональных европейских организаций и официальных представителей отдельных государств ЕС в формирования региональной финансовой системы;

− дать оценку влияния на формирование региональной финансовой системы развития двусторонних отношений в сфере регулирования финансовых отношений между ЕС и США и ЕС с Россией.

**Объект исследования** – региональная финансовая система в условиях становления и дальнейшей консолидации в ЕС общего экономического пространства.

**Предмет исследования** – экономические отношения и институциональные структуры, обеспечивающие формирование в ЕС региональной финансовой системы.

**Теоретическая и методологическая основа** диссертационного исследования – труды отечественных и зарубежных ученных и специалистов в сфере экономики, политологии, социологии, юриспруденции и в области теории и практики международных отношений; нормативные акты, соглашения и резолюции международных экономических организаций, касающиеся управления различными сферами процесса европейской интеграции и процесса формирования европейской финансовой системы.

В основу логики диссертационного исследования положены базовые законы, принципы и категории диалектики: единство и различия формы и содержания, переход количественных показателей в качество, единство и борьба противоположностей, что предполагает развитии через разрешение противоречий и выражается в методе восхождения от частного к общему. Аналитический процесс предполагает сбор, систематизацию, проведение исследований и обобщение положений и выводов на основе массива фактологической информации и статистических данных.

**Информационная база исследования** − данные статистической и аналитической отчетности национальных государственных учреждений, международных и зарубежных организаций, нормативные и рекомендательные документы министерств и ведомств, законодательные акты, справочники, материалы периодической печати, web-сайты зарубежных и российских организаций, оперативная информация, собранная самостоятельно.

**Научная новизна:**

− обоснованопонятие «региональная финансовая система» и раскрыты концептуальные основы формирования «региональная финансовая система», которая определена как совокупность рынков и финансовых институтов денежно-кредитной и бюджетно-налоговой политики, обеспечивающих функционирование финансовых активов в рамках тесно интегрированной группы стран при проведении ими структурной, антиинфляционной, социальной и валютной политики. Использование этого понятия позволяет более глубоко анализировать процессы на наднациональном уровне регулирования интеграционного сотрудничества;

− выделено четыре этапа формирования в ЕС региональной финансовой системы. На первом этапе (с 1947 г.) 17 западноевропейских стран подписали соглашение о Европейском платежном союзе и образовали зону свободной торговли. На втором этапе в Риме (с 1957 г.) был подписан договор об образовании Европейского экономического сообщества (ЕЭС), который был поэтапной программой экономической и валютной интеграции. На третьем этапе был подготовлен проект создания Экономического и валютного союза (ЭВС с 1989 г.), большинство стран − членов ЕС перешли на единую валюту евро, что привело к созданию еврозоны и двухуровневой модели региональной финансовой системы. Подписание Лиссабонского договора (в 2007 г.) − начало четвертого этапа. Согласно этому договору, усиливается роль наднациональных институтов. К их компетенции отнесены вопросы функционирования таможенного союза, внутреннего рынка, монетарной политики стран − членов еврозоны, общей коммерческой политики и т.д. Отказ в ЕС от унифицированного подхода к членству предполагает, что страны − члены ЕС будут согласовывать и выбирать статус и формат участия в региональной финансовой системе;

− доказано, что важнейшим фактором формирования в ЕС региональной финансовой системы является валютная интеграция. Образование двухуровневой модели финансовой интеграции, которая предполагает, что часть стран − членов ЕС, образовав валютный союз и делегировав наднациональным институтам полномочия на проведение денежно-кредитной политики, перешли на единую валюту и вошли в еврозону. Вошедшие в еврозону страны − члены ЕС должны осуществлять согласованную бюджетно-налоговую политику. Вторая группа стран − членов ЕС, которые не вошли в еврозону, должны проводить согласованную с ЕЦБ денежно-кредитную политику, но сохраняют за собой право на реализацию относительно независимой бюджетно-налоговой политики;

− раскрыта деятельность институтов, которые регулируют в ЕС формирование региональной финансовой системы и показатели, на основании которых ЕЦБ осуществляет мониторинг и анализ экономической ситуации в ЕС, еврозоне и остальном мире. Показано, что «при реализации денежно-кредитной политики оценка перспектив ценовой динамики дополняется информацией о движении денежной массы и другими характеристикам. К ним относятся: динамика заработной платы, обменных курсов, цен на долгосрочные государственные облигации; показатели производственной активности и потребительского спроса; индексы цен и издержек производства; изменение налоговых ставок»[[1]](#footnote-1); управление международными ликвидными резервами;

− определены институциональные основы и тенденции развития европейского фондового рынка.  Обосновано положение, что институциональный универсализм обеспечит устойчивость финансовой системы. При этом переход к евро является основой для реализации идеи о введении в ЕС единых еврооблигаций (общих долговых инструментов). Выявлены противоречия между странами − членами еврозоны по вопросу единых еврооблигаций. Доказано, что реализация данного проекта не стимулирует правительства проблемных стран сокращать дефицит бюджета и соблюдать финансовую дисциплину (их долги становятся частью долга всего ЕС). Сделан вывод, что одним из условий для укрепления устойчивости финансовой системы ЕС является усиление общеевропейского финансового, банковского и страхового надзора, а также единство практики пруденциального надзора;

 −обосновано положение, «что платежные системы, включающее всю рыночную инфраструктуру для осуществления платежей, торговли ценными бумагами и деривативами, являются одним из основных элементов формирующейся в ЕС региональной финансовой системы ЕС. Доказано, чтона современном этапе формирования в ЕС региональной финансовой системы для осуществления платежей и торговли финансовыми инструментами платежные и расчетно-клиринговые системы являются одним из самых динамично развивающихся компонентов»[[2]](#footnote-2) рыночной инфраструктуры. Показана ключевая роль в этих процессах Евросистемы, которая выступает оператором платежных систем, а также выполняет функцию по надзору и инициированию изменений;

− установлено, что основным международным финансовым институтом, регулирующим в ЕС формирование региональной финансовой системы, является Международный валютный фонд (МВФ), а также «Большая двадцатка» (G20) и связанный с ней Совет по финансовой стабильности. Деятельность международных финансовых институтов по регулированию региональной финансовой системы ЕС способствуют повышению транспарентности и контролируемости финансовых рынков, в том числе посредством модернизации международной финансовой инфраструктуры, преодоления возникающих в мировой экономике дисбалансов, внедрения новых стандартов финансовой деятельности. Через ЕЦБ, Еврокомиссию и другие институты они оказывают влияние на регулирование денежно-кредитной и бюджетно-налоговой политик в странах − членах ЕС;

− обосновано, что развитие двусторонних отношений в сфере регулирования финансовых отношений между ЕС и США, а также между ЕС и Россией, оказывает существенное влияние на формирование в ЕС региональной финансовой системы. Разно скоростное движение предполагает, что, во-первых, в рамках реализации режима «замещающего соответствия» в вопросах регулирования финансовой деятельности необходимо повысить эффективность принимаемых на уровне национальных государств соответствующих решений. Во-вторых, принимаемые международные правовые акты должны быть согласованы с интересами национальных государств. В-третьих, необходимо полностью отказаться от «практики исключений» в отношении отдельных субъектов (агентов) из общих действующих (на данный момент) международных норм и правил регулирования.

**Теоретическая и практическая значимость результатов исследования** определяется возможностью их применения при реализации интеграционных проектов на постсоветском пространстве, например, в процессе проведения политики направленной на интеграцию рынков капитала в Евразийском экономическом пространстве, а также при разработке программ стратегического развития внешнеэкономических связей России. «Рассмотрение финансовых и правовых условий и практики введения единой валюты в ЕС позволяет сделать выводы о дальнейших последствиях этого процесса для международных финансовых позиций России, сформулировать предложения и рекомендации в области финансовой и экономической политики и практических действий российских государственных учреждений, банков, компаний и предприятий»[[3]](#footnote-3).

Предложения автора по развитию сотрудничества России и ЕС в финансовой сфере, представленные в четвертой главе диссертационной работы, могут быть использованы государственными учреждениями и другими различными организациями при выработке новых подходов и механизмов взаимодействия России и ЕС.

Кроме того, данная работа будет способствовать дальнейшему развитию основных теоретических положений в области мировой экономики, а отдельные положения и выводы используются в преподавании дисциплин: «Экономика зарубежных стран», «Международная экономика», «Региональные финансовые системы и рынки», «Международные финансово-экономические организации» и другие спецкурсы.

**Соответствие содержания диссертации специальности, по которой защищается диссертация.** Выполненное исследование, выводы и предложения диссертации К.А. Зимарина соответствуют требованиям, предъявляемым к докторским диссертациям. Исследование рекомендуется к защите по специальности 08.00.14–Мировая экономика (экономические науки).

Диссертация соответствует паспорту специальности ВАК Мировая экономика (Экономические науки) по следующим пунктам:

4. Интернационализация хозяйственной жизни. Взаимодействие региональной интеграции и экономической глобализации;

8. Эволюция мирохозяйственного механизма. Регулирование экономических процессов на национальном и международном уровнях. Международная координация экономической политики. Сохранение и трансформация экономического суверенитета;

12. Мировая валютная система, тенденции ее дальнейшей эволюции. Валютные зоны. Мировые резервные и региональные валюты;

14. Мировой фондовый рынок, его механизмы и роль в развитии отдельных стран и мирового хозяйства в целом. Интернационализация деятельности фондовых бирж;

26. Внешнеэкономические интересы России на мировом рынке и в отношениях с отдельными странами и группами стран.

**Апробация работы.** Работа прошла апробацию на кафедре мировой экономики экономического факультета МГУ им. М.В. Ломоносова. Результаты проведенного автором исследования были представлены на международных конференциях, а также на ежегодных Ломоносовских чтениях на экономическом факультете МГУ им. М.В. Ломоносова и «круглом столе» на кафедре мировой экономики экономического факультета МГУ: «Россия и международные экономические организации», «Европейская интеграция – тенденция к переменам», «Инвестиционные процессы в условиях глобализации», «Общественный сектор в экономике России: теория и практика реформ». Материалы диссертационного исследования использовались в учебно-педагогической и научной деятельности кафедры мировой экономики экономического факультета МГУ им. М.В. Ломоносова. Основное содержание диссертационной работы полностью отражено в 34 научных работах и 4 монографиях, в том числе 15 работ опубликовано в изданиях, рекомендованных ВАК Минобрнауки России. Общий объем публикаций − 68,7 п.л., в том числе, в рецензируемых журналах, входящих в список ВАК − 7,1 п.л.

**Логика и структура исследования**. Диссертационное исследование состоит из введения, четырех глав, заключения и библиографии.

Первая глава посвящена теории формирования региональной финансовой системы. Рассмотрены важнейшие понятия, необходимые для выработки теоретических подходов и моделей, связанных с указанной проблематикой, в частности, понятия «финансовая система». Введено понятие «региональная финансовая система» применительно к наднациональному уровню, охватывающему определенную тесно интегрированную группу стран. Также рассмотрены четыре основных этапа формирования в ЕС региональной финансовой системы.

Во второй главе проведен подробный анализ современного состояния инфраструктуры региональной финансовой системы ЕС и определены основные тенденции ее развития. Особое внимание при этом уделено деятельности ЕЦБ и других финансовых институтов, обеспечивающих формирование в ЕС региональной финансовой системы. Подчеркивается, что были созданы две структуры, задача которых регулировать денежно- кредитные операции как в еврозоне, так и в рамках всего ЕС: Евросистема (Eurosystem), одна из ее задач − обеспечение надлежащего функционирования платежно-расчетных систем еврозоны, и Европейская Система Центральных Банков (European System of Central Banks).

В третьей главе диссертационной работы изучены роль и соответствующее влияние национальных финансовых систем стран − членов ЕС в обеспечении устойчивости при формировании региональной финансовой системы. Описаны факторы, характеризующие существенные различия в бюджетно-налоговой политике европейских государств включая страны Восточной Европы и Прибалтики. Кроме того, особое внимание уделено изучению структуры расходов консолидированного бюджета ЕС.

В четвертой главе рассмотрены роль международных финансовых институтов в регулировании региональной финансовой системы ЕС и механизмы их сотрудничества с европейскими наднациональными и национальными структурами. Кроме того, в четвертой главе проанализированы ключевые аспекты взаимодействия финансовых систем ЕС и США, поскольку это имеет существенное значение для функционирования региональной финансовой системы ЕС и поддержания ее устойчивости. Показано, что такое взаимодействие не только создает очевидные преимущества для развития европейской финансовой системы, но и сопряжено с определенными противоречиями и проблемами. В данной главе также рассмотрены вопросы взаимодействия ЕС и России. Описана история российско-европейских саммитов, выделены основные направления и механизмы сотрудничества.

**ГЛАВА 1. Теоретические основы формирования в Европейском Союзе региональной финансовой системы**

Данная глава посвящена всестороннему изучению теоретических вопросов и проблем формирования региональной финансовой системы ЕС. Рассмотрены важнейшие понятия, необходимые для выработки теоретических подходов и моделей, связанных с указанной проблематикой, в частности, понятия «система» и «финансовая система». Введено понятие «региональная финансовая система» применительно к наднациональному уровню, охватывающему определенную тесно интегрированную группу стран на общем для них экономическом и социальном пространстве. Приведены мнения ряда ведущих экономистов по данной теме и оценки со стороны различных научных школ. Сделан вывод о том, что региональная финансовая система в настоящее время находится в стадии формирования, а процесс ее создания основывается на делегировании полномочий со стороны национальных государств. К основным тенденциям развития региональной финансовой системы ЕС также относится активизация международной координации регулирования рынков, повышение транспарентности и усиление контроля над трансграничными операциями

Современные финансовые отношения, по своей природе, нуждаются в разветвленной и многоуровневой институциональной структуре, которая поддерживает их устойчивое развитие и непрерывное интенсивное взаимодействие с другими подсистемами и сегментами экономики. Поэтому

в первой части первой главы исследования отмечается, что институциональная структура мировых финансовых отношений в настоящее время состоит из многочисленных международных организаций, находящихся в тесном взаимодействии с национальными и региональными органами власти, финансового управления, контроля и надзора.

Во второй части первой главы рассмотрены четыре основных этапа формирования в ЕС региональной финансовой системы, являющейся, в том числе, средством проведения экономической политики, достижение целей и задач которой возможно в рамках единого экономического пространства. При этом применялся хронологический подход с особым акцентом на институциональную составляющую описываемых процессов.

В третьей части первой главы работы отмечено, что важнейшим фактором формирования региональной финансовой системы выступает валютная интеграция, поэтому данному процессу уделено значительное внимание. Изучены история, последовательность и причины постепенного перехода европейских стран от национальных валют к единой европейской валюте. В связи с этим значительное внимание также уделено ключевым положениям работ одного из главных теоретиков в области формирования оптимальных валютных зон Р. Манделла. Представлены взгляды и других экономистов, развивавших и дополнявших его теорию.

**1.1 Концептуальные основы формирования региональной финансовой системы**

Проведение исследования концептуальных основ формирования региональной финансовой системы в контексте европейской интеграции предполагает всестороннее рассмотрение понятия «финансовая система». При этом термин «система» мы понимаем в классическом смысле, как совокупность взаимосвязанных элементов[[4]](#footnote-4). В зарубежной экономической литературе понятие «финансовая система» в настоящее время принято определять как совокупность рынков, институтов и инструментов, используемых для заключения и реализации финансовых сделок, а также для обмена активами и рисками[[5]](#footnote-5).

Такой подход к пониманию финансовой системы предусматривает включение в нее не только рынков, но и различных институтов. К их числу относятся банки, инвестиционные и страховые компании, пенсионные и совместные фонды, фирмы, предоставляющие финансовые услуги, а также другие организации и механизмы, посредством которых частные компании, домохозяйства, правительственные и некоммерческие организации реализуют принимаемые ими финансовые решения. По мнению специалистов ЕЦБ, основными компонентами современной финансовой системы являются рынки, институты и платежная система (которая, в свою очередь, включает инфраструктуру для платежей, ценных бумаг и деривативов)[[6]](#footnote-6).

Важно отметить, что государственное регулирование рынка ценных бумаг и деривативов выступает в качестве одного из ключевых элементов поддержания стабильности и обеспечения дальнейшего эффективного развития мировой финансовой системы, а также региональных и национальных финансовых систем. В целом, по мнению А. Некипелова, особенность государства, как субъекта экономических отношений, вытекает из того факта, что оно призвано формулировать общественные интересы и подчинять всю свою деятельность их реализации[[7]](#footnote-7).

При этом на определенных отрезках времени (особенно в периоды кризиса) непосредственное вмешательство государства в экономику абсолютно необходимо, поскольку, как считает Н. Шмелев, не существует иной общественной силы, способной взять на себя решение наиболее актуальных задач в данной сфере[[8]](#footnote-8).

В контексте рассматриваемых проблем особенно важно подчеркнуть, что институциональная структура мировых финансовых отношений в настоящее время состоит из многочисленных международных организаций, находящихся в тесном взаимодействии с национальными и региональными органами власти, финансового управления, контроля и надзора. Часть международных финансовых институтов, располагая соответствующими ресурсами и полномочиями, осуществляет непосредственное регулирование финансовой деятельности, другие же институты представляют собой, скорее, дискуссионные площадки и форумы для обсуждения актуальных проблем, вопросов и задач, оперативной выработки рекомендаций, предложений, оказания консультативных услуг[[9]](#footnote-9). Под институтом понимается тенденция, которая в большинстве случаев поддерживается формальными правилами[[10]](#footnote-10).

При этом, согласно мнению видного специалиста по вопросам общественных финансов Дж. Стиглица, в условиях современной глобализации для эффективного и устойчивого развития финансовых отношений необходимо дальнейшее усиление соответствующих рыночных институтов[[11]](#footnote-11). По сути, в эпоху глобализации, которая, по мнению А.Т. Богомолова, это, прежде всего, активно растущая взаимозависимость и взаимосвязь стран, экономик, культур и народов[[12]](#footnote-12), мир трансформируется в целостную экономическую систему. И в этой экономической системе, как считает Ю.В. Шмелько, национальные хозяйства постепенно становятся составными элементами единого всемирного экономического организма[[13]](#footnote-13). Вместе с тем, нельзя не согласиться с М.Г. Делягиным, который обосновывает ту особую роль, которую в настоящее время во всемирном экономическом механизме играют новые, преимущественно компьютерные технологии[[14]](#footnote-14).

Важно подчеркнуть, что одним из наиболее заметных факторов, существенно усиливающих взаимосвязи национальных экономик, является формирование мирового финансового рынка, средой функционирования которого, по мнению М.Н. Осьмовой, стало глобальное информационное пространство и глобальные информационные сети, обеспечивающие непосредственную возможность мгновенного перевода любых сумм в финансовые учреждения и организации практически в любой точке земного шара[[15]](#footnote-15).

При этом, согласно взглядам И.П. Фоминского, в ближайшее время в мировой политике и экономике будет происходить дальнейшее повышение роли международных организаций[[16]](#footnote-16). Уже сейчас многие страны в своих взаимоотношениях и взаимосвязях все больше руководствуются международными соглашениями и правилами, выработанными в рамках международных организаций, таких, например, как Всемирная торговая организация (ВТО) или Международная организация труда (МОТ)[[17]](#footnote-17). Среди глобальных финансовых институтов выделим, прежде всего, МВФ. В настоящее время, по мнению М.В. Кулакова, основная функция МВФ состоит в том, чтобы «содействовать международному сотрудничеству в валютной сфере, а также в обеспечении экономической и финансовой стабильности государств-членов»[[18]](#footnote-18).

В контексте проводимого нами исследования важно отметить, что в настоящее время мировая финансовая система как модель организации мировых финансов находится в стадии трансформации и формирования, поскольку прежняя система, опиравшаяся сначала на Бреттон-Вудские соглашения (Бреттон-Вудская система), а впоследствии на «Вашингтонский консенсус», перестала отвечать современным требованиям. Это во многом связано с тем, что до последнего времени политика финансового регулирования, контроля и надзора, а также механизмы управления рисками и противодействия кризисам ориентировались в основном на независимые экономики национальных государств. К числу важнейших современных характеристик процесса реорганизации мировой финансовой системы относится то, что она создается на основе принципа делегирования полномочий наднациональным организациям, со стороны как национальных государств (что будет подробнее показано ниже), так и регулирующих институтов, обеспечивающих деятельность региональных финансовых систем. В контексте функционирования мировой финансовой системы следует отметить, что в отношении термина «международная финансовая архитектура», который в последнее время нередко используется не только политиками, но и профессиональными экономистами, пока нет окончательной ясности и четкого понимая его экономического содержания. Данное понятие впервые было использовано в сентябре 1998 г. в выступлении президента США Б. Клинтона в ходе заседания Нью-Йоркского Совета по внешним связям (New York’s Council on Foreign Relations), на котором обсуждались меры по борьбе с последствиями финансового кризиса 1997−1998 гг.[[19]](#footnote-19).

Кроме того, министр финансов Великобритании Г. Браун в октябре 1998 г. в своей статье «Новая глобальная финансовая архитектура» рассмотрел различные сценарии реформирования мировой финансовой системы[[20]](#footnote-20). По мнению Г. Брауна, экономики отдельных стран не могут находиться вне рамок глобальных финансовых потоков, поэтому необходимо начать проведение реформ, направленных на формирование новой финансовой архитектуры, как на уровне национальных государств, так и на глобальном уровне.

В то же время, мы полагаем, что понятие «международная финансовая архитектура» не является строго научным, а, скорее, имеет преимущественно публицистический характер, поэтому в логике данного исследования мы будет придерживаться использования термина «институциональная структура мировых финансов» (или «институциональная структура мировой финансовой системы»).

Далее рассмотрим основные принципы, на которых формируется современная мировая финансовая система. Эти принципы были разработаны группой профессиональных экспертов (Группа-22) и приняты министрами финансов на саммите Большой семерки (G7) в июне 1999 г. в Кельне. К числу данных принципов, в частности, относятся:

* необходимость снижения информационной асимметрии и повышения прозрачности на мировом финансовом рынке;
* возможность применения в развивающихся странах (в сравнении с экономически развитыми странами) более строгих регулятивных норм и методов;
* введение ряда кодексов поведения и стандартов;
* смещение акцента с механизмов предупреждения финансовых кризисов на определение инструментария для борьбы с ними.

Оценивая данные принципы, важно отметить, что в условиях взаимозависимости национальных финансовых рынков определяющей характеристикой экономической системы становится не способность избежать кризиса (это, порой, практически невозможно), а возможность его выдержать. Поэтому в настоящее время процесс реформирования мировой финансовой системы ориентирован, прежде всего, на институциональную трансформацию уже существующей системы.

Очевидно, что процесс трансформации мировой финансовой системы предполагает как появление новых наднациональных институтов, так и изменение старых, которые действовали еще на предыдущем этапе функционирования мировой финансовой системы. Современная институциональная структура мировой финансовой системы, в частности, включает межгосударственные и государственные институты (центральные банки, международные финансово-кредитные организации, различные фонды), негосударственные финансово-кредитные учреждения, компании со смешанным участием, а также ряд кодексов поведения и стандартов регулирования. Иерархию институтов регулирования мировой финансовой системы, с точки зрения решаемых задач, можно условно распределить на три категории. К первой относятся G20[[21]](#footnote-21), а также Совет по финансовой стабильности (Financial Stability Board). Во вторую группу входят международные финансовые организации: МВФ, Всемирный банк (World Bank Group), Организация экономического сотрудничества и развития (ОЭСР), Банк международных расчетов (BIS). К третьей категории относятся институты, устанавливающие различные стандарты и регламенты финансовой деятельности: Базельский комитет по банковскому надзору (Basel Committee on Banking Supervision, BCBS), Комитет по глобальной финансовой системе (Committee on the Global Financial System, CGFS), Комитет по платежным и расчетным системам (Committee on Payment and Settlement Systems, CPSS), Международная организация комиссии по ценным бумагам (IOSCO), Международная ассоциация регуляторов страхового рынка (International Association of Insurance Supervisors, IAIS), Совет по международным стандартам финансовой отчетности (International Accounting Standards Board, IASB) и ряд других структур.

Основным институтом, отвечающим за глобальные стратегические и политические вопросы функционирования мировой финансовой системы, следует считать саммиты лидеров государств G20, перед которыми обычно проходят встречи и консультации на уровне руководителей центральных банков и министерств финансов. Исторически G20 возникла согласно инициативе министров финансов G7, предложивших на переговорах 26 сентября 1999 г. расширить круг наиболее влиятельных стран, которых необходимо привлекать к обсуждению ключевых финансовых вопросов. Это было особенно актуально в контексте преодоления последствий финансового кризиса 1997−1998 гг. Затем формат встреч постепенно был повышен до уровня глав государств. Первый саммит на высшем уровне прошел в ноябре 2008 г. в Вашингтоне, после чего состоялось еще несколько заседаний G20 с участием первых лиц стран-участниц.

Институтом, который непосредственно готовит предложения и документы для G20, а также анализирует результаты имплементации соответствующих решений, принимаемых на саммитах, является Совет по финансовой стабильности. Штаб-квартира этой организации расположена в Базеле. Совет по финансовой стабильности включает представителей международных экономических организаций (МВФ, BIS и т.д.), а также национальных экономических министерств, ведомств и регуляторов. В частности, от России в работе Совета по финансовой стабильности принимают участие Минфин России и Банк России[[22]](#footnote-22).

Как уже отмечалось, процесс формирования мировой финансовой системы основывается на делегировании полномочий не только со стороны национальных государств, но и со стороны региональных финансовых систем. Например, представители европейских регуляторов являются участниками международных финансовых организаций, включая G20 и Совет по финансовой стабильности.

Вместе с тем, проекты введения собственных валют и создания финансовых систем разрабатываются или уже внедряются и в других регионах мира. В частности, рассматривается проект введения новой валюты в рамках торгово-экономического объединения США-Канада-Мексика. В Азиатско-Тихоокеанском регионе также изучается возможность введения азиатской валютной единицы АКЮ. Аналогичные процессы проходят и в группах стран Африки. Со своей стороны, Россия стремится к интернационализации использования рубля, прежде всего, в двусторонних расчетах с государствами ЕврАзЭС, а в перспективе планирует создание рублевой зоны. Таким образом, в мире наблюдается процесс постепенного создания валютных, а затем и финансовых региональных систем, которые будут способствовать процессу дальнейшей трансформации мировой финансовой системы и укреплению институтов, обеспечивающих ее устойчивое функционирование.

К основным тенденциям развития мировой финансовой системы в настоящее время относится активизация международной координации регулирования рынков, повышение транспарентности и усиление контроля над трансграничными операциями, минимизация рисков, преодоление последствий периодически возникающих кризисов, а также постепенное делегирование полномочий национальными государствами международными финансовым институтам. Данный процесс в настоящее время осуществляется по двум схемам – либо напрямую, либо опосредованно через промежуточное звено, в качестве которого выступают региональные органы финансового регулирования.

На этом фоне в современной отечественной экономической литературе сложились различные подходы к трактовке и анализу понятия «финансовая система». Так, значительный интерес представляет позиция И.Н. Жука, который полагает, что финансовая система − это совокупность государственных финансов и финансов частных предприятий, корпораций, монополий, которые в совокупности должны обеспечить реализацию государством своих политических и экономических функций[[23]](#footnote-23).

На наш взгляд, подобная трактовка понятия «финансовая система» ведет к некоторому противопоставлению интересов государства и общественных интересов. Мы будем придерживаться подхода, который предполагает максимально гармоничное соотношение общественных интересов и интересов государства. Данный подход наглядно отражен в теории экономики общественного сектора, сформулированной, в частности, известным экономистом Д. Стиглицем[[24]](#footnote-24).

При этом следует учитывать, что в отечественной экономической литературе понятие «финансовая система», как правило, рассматривается на национальном (федеральном) уровне либо на региональном (субфедеральном) уровне. В последнем случае региональная финансовая система интерпретируется как финансовая система какого-либо региона в рамках национального государства. Что касается общемирового и международного уровня, то здесь более употребительным является понятие «мировые (глобальные) финансы». Проявляя себя в качестве результата формирования глобального финансового пространства, мировые финансы все-таки пока не обрели такую организационную форму, при которой они могли бы выступать как полноценная мировая финансовая система, если рассматривать понятие «система» со строго научной точки зрения. В то же время мировые финансы оперативно интегрируют прогрессивные тенденции, передовые технологии и перспективные инновации, внедряемые на уровне национальных финансовых систем.

По мнению В.А. Мау, в теории региональных финансов все научные школы в проводимых исследованиях отмечали ключевую роль политики региональных органов власти, как одного из важнейших регуляторов экономического развития регионов[[25]](#footnote-25). Вместе с тем, В.А. Мау полагает, что научные школы делают порой акценты на разных направлениях развития теории региональных финансов. Например, в Германии в работах таких авторов, как А. Вебер, В. Лаунхардт, Р. Гроц, повышенное внимание уделяется проблемам размещения ресурсов, а также вопросам регионального роста и регулирования территориального развития. В Швеции можно выделить работы Г. Мюрдаля, Т. Палландера, Т. Хэгерстранда, которые разработали модели регионального роста, что существенно обогатило теорию регулирования территориального развития. Отдельный интерес представляют исследования французских экономистов Ф. Перру и П. Потье, которые в рамках теории региональных финансов, основываясь на институциональном подходе, уделяли большое внимание решению социальных вопросов.

Представляется, что в настоящее время в трактовке понятия «финансовая система» необходимо особо учитывать такой фактор, как институциональные структуры, которые во многом обеспечивают формирование и эффективное развитие финансовых отношений. Дело в том, что современные финансовые отношения, по своей природе, нуждаются в разветвленной и многоуровневой институциональной структуре, поддерживающей их устойчивое развитие и непрерывное интенсивное взаимодействие с другими подсистемами и сегментами экономики.

Если рассматривать данную тему в контексте классической дискуссии о соотношении рынка и государства в экономике, то, по мнению экспертов Всемирного банка, наиболее объективное и четкое понимание институтов и норм, воплощенных в рыночных механизмах, показывает, что для их регулирования необходимы дееспособные государственные институты, которые обеспечивают оптимальное функционирование и развитие финансовых рынков[[26]](#footnote-26).

С учетом сказанного, особого внимания заслуживает попытка осуществить синтез зарубежного и отечественного подходов, реализованная А.И. Балабановым. Он предложил рассматривать финансовую систему с институциональной точки зрения, что позволило ему её определить как совокупность финансовых учреждений (банков, бирж и т.п.). При этом с функциональной точки зрения это совокупность денежных отношений, действующих в государстве[[27]](#footnote-27).

В рамках приведенной дискуссии, как нам представляется, целесообразно ввести понятие «региональная финансовая система» применительно не к субфедеральному, а к наднациональному уровню, охватывающему определенную тесно интегрированную группу стран на общем для них экономическом и социальном пространстве. В данном контексте понятие «региональная финансовая система», следует определить как совокупность рынков и институтов денежно-кредитной и бюджетно-налоговой политики, которые обеспечивают функционирование финансовых активов, что предполагает проведение структурной, антиинфляционной, социальной, конъюнктурной политики и политики в области валютного регулирования. Являясь частью мировых финансов, региональная финансовая система в то же время находится в тесном взаимодействии и взаимосвязи с различными национальными финансовыми системами, как внешними, так и внутренними по отношению к ней. Посредством использования набора инструментов денежно-кредитной политики национальные органы власти совместно с наднациональными регуляторами должны стремиться к достижению макроэкономического равновесия в краткосрочном или, по крайней мере, в среднесрочном периоде. В перечень их задач входят оказание воздействия на уровень и динамику инфляции, стимулирование инвестиционной активности, максимальная помощь экономическому росту, регулирование денежного обращения, снабжение хозяйства кредитными ресурсами, а также обеспечение стабильности валюты и банковского обслуживания платежного оборота.

«В рамках бюджетно-налоговой политики правительства собирают налоги и расходуют средства государственного бюджета для регулирования уровня деловой активности, решают задачи обеспечения устойчивого экономического роста, реструктуризации экономики с помощью механизмов структурной политики или посредством поддержания платежеспособного спроса через конъюнктурную политику. Кроме того, важной частью бюджетно-налоговой политики является социальная политика. Активный подход к решению социальных задач связан, в первую очередь, с вложением в человека и качественным совершенствованием человеческих ресурсов, что предполагает масштабное финансирование образования, здравоохранения, науки, культуры. Пассивная социальная политика, в свою очередь, исходит из того, что рыночные механизмы при определенной настройке способны эффективно обеспечить занятость и достаточный для удовлетворения социальных нужд уровень доходов населения».[[28]](#footnote-28)

Отметим, что регулирование региональной финансовой системы осуществляется как с помощью рыночных (экономических, косвенных) механизмов, так и нерыночными (административными, прямыми) методами посредством активной деятельности и вмешательства соответствующих специальных институтов и уполномоченных органов власти.

На наднациональном уровне к административным методам регулирования финансовой системы относятся, прежде всего, механизмы контроля над доходами, ценами, учетными ставками, налогами, квотирование, лицензирование, оказание финансовой помощи, выделение субсидий, различные формы целевого и проектного финансирования.

К рыночным механизмам регулирования относится проводимая наднациональными органами власти политика в области денежно-кредитных, валютно-финансовых, внешнеэкономических отношений. Изменение нормы резервных требований, на наш взгляд, в настоящее время представляет собой важнейший инструмент денежно-кредитной политики.

Рыночные методы регулирования непосредственно влияют на структуру и конъюнктуру рынка, а также на производителей и потребителей товаров и услуг. Косвенные методы регулирования, как правило, действуют опосредованно и носят безадресный характер. При этом существенную роль для европейской региональной финансовой системы играет глобализация. Первоначально под термином «глобализация» понималось слияние рынков отдельных продуктов, производимых крупными транснациональными корпорациями (ТНК)[[29]](#footnote-29).

В настоящее время, по мнению зарубежных специалистов, процесс «глобализации» обусловлен все возрастающим объемом мировых потоков капитала и активной диффузии технологий, что ведет к увеличению экономической взаимозависимости стран[[30]](#footnote-30). В тоже время одним из ключевых последствий финансовой глобализации, по мнению Л.И. Глухарева является опережающий рост значимости финансовых рынков (в сравнение с развитием реального сектора экономики)[[31]](#footnote-31). Е.Ф. Авдокушин полагает, что в этих условиях «финансовый капитал, формируя … финансовые инновации, использует их креативный характер в основном для собственного развития, активно виртуализует операции и трансакции, слабо связанные или вовсе не связанные с реальным производством»[[32]](#footnote-32).

Важно также отметить, что в настоящее время национальные границы становятся все более открытыми для международного движения капитала и оказания разнообразных финансовых услуг. По мнению З.А. Пилипенко, это свидетельствует «о формировании нового качества связей участников международных экономических отношений, когда появляется специфический механизм мгновенной передачи шоковых явлений во все страны мира»[[33]](#footnote-33). В связи с этим необходимо особо подчеркнуть, что в условиях финансово-экономического кризиса, когда «…традиционные черты любого финансового кризиса − стадное поведение участников рынка, концентрация рисков – дополняются новыми явлениями либо обновленными традиционными механизмами»[[34]](#footnote-34), актуализируется вопрос, касающийся поиска новых форм и методов управления рисками.

Принимая во внимание отмеченные основные тенденции и концептуальные положения, следует заметить, что для управления рисками и развития финансовой устойчивости важную роль играет формирование региональной финансовой системы, которая в «функциональном аспекте представляет собой необходимое средство проведения экономической политики, достижение целей и задач которой возможно в рамках общего экономического пространства.

Важнейшими составляющими функционирования региональной финансовой системы, как уже отмечалось, являются кредитно-денежная и бюджетно-налоговая политики. Это объясняется тем, что «современное экономическое пространство определяется как смешанная экономика, в которой имеют место и общественное, и частное потребление. Обеспечение и производство благ осуществляются государственным и частным секторами, а роль национального государства в проведении социально-экономической политики, (в частности, через механизм финансовой системы) до последнего времени определялась реализацией стабилизационной функции, функции распределения ресурсов и функции распределения доходов. При этом к основным макроэкономическим задачам реализации стабилизационной функции традиционно относятся обеспечение полной занятости, устойчивый экономический рост, ограничение инфляции. Согласно последним исследованиям, соответствующая государственная политика должна использоваться не только для краткосрочной экономической стабилизации, но и для создания условий устойчивого долгосрочного роста, а также для повышения уровня экономического развития и благосостояния населения[[35]](#footnote-35).[[36]](#footnote-36).

В свою очередь, функция распределения доходов традиционно опирается на принципы теории общественного благосостояния. Политика перераспределения доходов должна быть направлена на стабилизацию среднего уровня жизни населения, уменьшение разрыва в уровне жизни между различными категориями и слоями населения. При этом функция распределения ресурсов предполагает распределение финансовых полномочий между различными уровнями власти и управления, формирование такой системы доходов (налоговой базы), которая обеспечит каждому уровню власти доступ к ресурсам для соответствующих расходов[[37]](#footnote-37).

В рамках единого экономического пространства регионы должны исполнять функцию распределения ресурсов (аллокационная функция), но не проводить стабилизационную политику и контролировать в полном объеме распределение доходов населения, хотя регионы и могут участвовать в соответствующих программах. Политика финансовой стабилизации не должна подлежать децентрализации, поскольку это провоцирует центробежные тенденции и ведет к дезинтеграции системы, в то время как политика в области распределения доходов населения может быть частично децентрализована. Реализация функции распределения ресурсов, в свою очередь, должна учитывать степень неделимости общественных благ; это означает, что ряд чистых общественных благ обязательно остается в ведении центра. Хотя социально значимые блага (например, услуги образования, здравоохранения, культуры) в силу важности и масштабности внешних эффектов имеют много общего с чистым общественным благом и попадают в сферу действия бюджетного равновесия, они одновременно относятся к исключаемым смешанным благам и могут быть объектом смешанного финансирования.

Проведенные в последние десятилетия исследования[[38]](#footnote-38) показали существенную разницу между скорректированными (досчитанными) и официальными показателями бюджетных расходов в экономически развитых странах. Разница составляет от 12% в Великобритании до 19% в Дании. При этом рост бюджетных расходов во многом связан с развитием системы многопартийной демократии, поскольку формирование коалиций предполагает поиск взаимоприемлемых решений.

Согласно традиционным положениям теории общественных финансов и теории общественного благосостояния[[39]](#footnote-39), функция распределения доходов (при существенных региональных различиях в уровне доходов населения) во многом не подлежит децентрализации, так как в противном случае в рамках одного экономического пространства возникает несколько функций благосостояния и усиливается неоднородность. Когда на региональные власти возложены какие-либо расходные обязательства, они должны быть обеспечены либо за счет собственных ресурсов региона, либо за счет дотаций. Как отмечал известный экономист Р. Масгрейв, важная задача бюджетного федерализма − закрепить за регионами функцию распределения финансовых средств с учетом специфических потребностей своих жителей, а за центральным правительством стабилизационную и распределительную функции государственных финансов, потому что только федеральный центр способен их полностью и эффективно реализовать[[40]](#footnote-40).

Финансовые средства, которые исполняют стабилизационную функцию или функцию перераспределения доходов населения, должны по возможности находиться под контролем центральных органов власти, так же, как и налоги с высокой мобильностью налоговой базы, поскольку в противном случае может возникать разрушительная налоговая конкуренция между регионами[[41]](#footnote-41).

Отметим, что сбор налогов с высокой мобильностью налоговой базы не может быть передан регионам. К примеру, подоходный налог и налог на прибыль корпораций должны регулироваться на центральном уровне, но доходы от их взимания могут быть разделены между уровнями бюджетной системы. В то же время налог на недвижимость и налог с продаж должны взиматься либо на региональном, либо на местном уровне. Противоположные действия могут привести к тому, что принцип субсидиарности (на котором основывается, например, европейская модель бюджетного федерализма) потеряет свою экономическую основу, в результате чего система может оказаться недееспособной».[[42]](#footnote-42)

С учетом описанных тенденций в процессе распределения функций при проведении финансово-экономической политики необходимо подчеркнуть существование двух концептуальных подходов к ее реализации.

Первый подход воплощает кейнсианские идеи об экономическом равновесии и непосредственно связан с регулирующей ролью государственного финансирования. Автор одной из важнейших в истории экономической мысли монографии «Общая теория занятости, процента и денег»[[43]](#footnote-43) Дж.М. Кейнс (и его многочисленные последователи) делал вывод о необходимости активного государственного регулирования экономики и отстаивали положение об относительной нестабильности капиталистической экономики»[[44]](#footnote-44), в которой, как считает Н. Макашова, важную роль играет фактор неопределенности[[45]](#footnote-45).

В этом контексте достаточно упомянуть работы таких известных экономистов, как Д. Тобин[[46]](#footnote-46) и Р. Харрод[[47]](#footnote-47), в которых, по мнению В. Автономова, удалось формализовать и всесторонне развить кейнсианский подход[[48]](#footnote-48), вступающий в явное противоречие с традиционной монетаристской теорией, ориентированной, на взгляд Д.С. Львова, на максимальное ограничение роли государства как активного субъекта экономического влияния[[49]](#footnote-49).

В рамках посткейнсианской парадигмы дискреционная финансовая политика должна быть подчинена решению задач стабилизации экономики и социальной защиты населения. Поскольку автоматические стабилизаторы часто ограничены по своему масштабу, активное использование дискреционных налогово-бюджетных мер, по мнению О.И. Пилипенко, обычно представляется как антициклический инструмент[[50]](#footnote-50). Финансовая политика при этом рассматривается в качестве инструмента достижения устойчивого экономического роста. Как отмечал С.Ю. Глазьев, современные научные разработки не подтверждают статистически значимую зависимость между темпом прироста денег и темпом инфляции[[51]](#footnote-51). Важно также учитывать, что мультипликаторы могут иметь разнонаправленный характер и неодинаковую длительность действия. Фактор времени представляет собой одну из ключевых проблем дискреционной финансовой политики. Дело в том, что экономические процессы обладают определенной инерцией, поэтому конечный эффект от мероприятий финансовой политики достигается с временным лагом (примерно от 0,5 года до 1,5 лет). Соответственно, происходит рассогласование между изменением целей и изменением инструментов финансовой политики[[52]](#footnote-52). Например, национальное государство может стремиться использовать мероприятия финансовой политики, необходимые при одной фазе экономического цикла, а их реализация, в силу запаздывания, происходит на другой фазе цикла, усиливая те самые тенденции, с которыми правительство предполагало бороться.

Кроме того, достаточно распространенным в мировой экономике является подход, при котором разработка и осуществление социально-экономической стратегии государства основывается на прогнозировании долгосрочных тенденций социально-экономического, инновационно-технологического, экологического и территориального развития. Данный подход предполагает выбор фундаментальных стратегических приоритетов и их реализацию с помощью стратегических и индикативных планов, национальных проектов и целевых программ[[53]](#footnote-53). В связи с этим различные отечественные и зарубежные специалисты[[54]](#footnote-54) поднимают вопрос о необходимости поиска новых форм и методов оценки эффективности бюджетных расходов, в том числе, об использовании программно-целевых методов планирования.

Второй концептуальный подход к реализации финансовой политики базируется на идеях экономической теории предложения и предусматривает, прежде всего, достижение сбалансированности бюджета в течение финансового года или в рамках определенного экономического цикла. В теории предложения расходы бюджета носят зависимый характер по отношению к структуре и объему доходов. Налог рассматривается сквозь призму теории общественного договора и является некоей ценой, особой формой платы за общественные блага, которые государство предоставляет налогоплательщикам. В этом случае государство выступает как субъект экономических отношений, действующий наряду с частными фирмами. Аналогия бюджетного равновесия с рыночным равновесием, а налогов с рыночной ценой обосновывается посредством процедуры участия граждан в принятии решений по вопросам финансовой политики через своих представителей в парламенте в ходе демократических выборов.

По мнению Л.И. Якобсона, механизм общественного выбора, безусловно, имеет некоторые схожие черты с рыночным механизмом[[55]](#footnote-55), тем не менее, как мы полагаем, абсолютного тождества не наблюдается. Понятно, что не существует равенства государства и гражданина в финансовой сфере, отношения строятся, в том числе, с помощью элементов принуждения, и ни в коем случае нельзя исключать со стороны государства действий, наносящих ущерб гражданам, которые находятся в зависимом положении от государства. Кроме того, в настоящее время происходит трансформация традиционной парадигмы «государства благосостояния», что, на взгляд Р.И. Капелюшникова, несомненно, приведет к определенным достаточно масштабным изменениям в государственной политике и механизмах ее реализации[[56]](#footnote-56).

Следует также отметить, что дискреционная финансовая политика действует в режиме запаздывания и избирательно, ориентируясь при этом на определенные социальные слои, группы населения и отдельных индивидов. Если ставка на сбалансированность государственного бюджета становится самоцелью, то игнорируются инструментальная функция финансовой политики и связь бюджетного равновесия с макроэкономическим равновесием. Поэтому при проведении дискреционной финансовой политики важно найти компромисс между внешними и внутренними аспектами бюджетного равновесия, сочетать стимулирующую и ограничительную направленность финансовой политики.

В настоящее время в экономической теории особо выделяются роль и значение социальной сферы, а также вопросы формирования социального капитала. Это объясняется тем, что человеческий и социальный капитал, в основе формирования которого находится социальная сфера, рассматривается экономистами в качестве ключевого фактора экономического роста[[57]](#footnote-57). В данном контексте особенно учитывается Индекс развития человеческого потенциала (Human Development Index, HDI), определяемый исследованиями ООН на основании статистических данных об ожидаемой продолжительности жизни, уровне грамотности среди взрослых, показателях обучающихся в начальных, средних и высших учебных заведениях и величине валового внутреннего продукта на душу населения[[58]](#footnote-58). Кроме того, в последние годы разработаны специальные модели количественного измерения человеческого капитала и оценки его стоимости[[59]](#footnote-59).

Вместе с тем, ОЭСР приняла решение о запуске в 2009 г. специального проекта по человеческому капиталу. В рамках данного проекта должна быть разработана унифицированная методология его измерения для межстрановых сопоставлений[[60]](#footnote-60).

Учитывая указанные положения и тенденции, можно сделать вывод, что современный инструментарий государственного регулирования экономики и проведения финансово-экономической политики должен становиться все более разнообразным и гибким. Также в настоящее время наблюдается процесс формирования региональных финансовых систем, что способствует дальнейшей трансформации мировой финансовой системы и укреплению институтов, обеспечивающих ее устойчивое функционирование в условиях глобализации. Процесс трансформации мировой финансовой системы осуществляется путем делегирования полномочий национальными государствами международными финансовым институтам либо напрямую, либо через промежуточное звено, в качестве которого выступают региональные финансовые системы.

Понятие «региональная финансовая система», следует определить как совокупность рынков и институтов денежно-кредитной и бюджетно-налоговой политики, обеспечивающих функционирование финансовых активов, что предполагает проведение структурной, антиинфляционной, социальной, конъюнктурной политики и политики в области валютного регулирования. Поэтому в концептуальном плане в процессе формирования региональной финансовой системы должно быть обеспечено проведение общей денежно-кредитной и согласованной бюджетно-налоговой политики, и также структурной, антиинфляционной, социальной, конъюнктурной и валютной политик. В данном контексте региональная финансовая система представляет собой необходимое средство для проведения экономической политики, направленной на создание и совершенствование наднационального инструментария урегулирования противоречий между национальными интересами и интересами общего экономического пространства.

**1.2. Этапы формирования в ЕC региональной финансовой системы**

Формирование в ЕС региональной финансовой системы представляет собой важнейшую составляющую экономической интеграции европейских стран, испытывая воздействие этого процесса и в то же время оказывая на него значительное влияние. При этом по мнению С.Ф. Сутырина, экономические факторы, с одной стороны, очевидным образом стимулировали развитие политических отношений в Европе, а с другой стороны, находились в определенной зависимости от международной политики[[61]](#footnote-61).

«Необходимо отметить, что фундаментальной основой европейской интеграции, несомненно, является социокультурная близость европейских народов. Распространенными в большинстве стран Европы стали характерные для эпохи Просвещения идеалы гражданского общества и личной свободы.

Национальные хозяйства западноевропейских стран постепенно оказались в теснейшей взаимозависимости и стали во многом дополнять друг друга. Уже перед Второй мировой войной удельный вес внутрирегионального оборота в Западной Европе являлся самым высоким в мире. Достаточно отметить, что в 1938 г. доля внутрирегиональной торговли в общем объеме экспорта в Западной Европе составляла 54,5%, а доля внутрирегиональной торговли в ВВП − 13,1%. Для сравнения аналогичные показатели за этот же год для региона Северной Америки составляли 21,2% и 3,9%, Восточной Европы (включая СССР) − 10,1% и 2,5%, соответственно[[62]](#footnote-62).

Кроме того, средняя воспроизводственная открытость национальных хозяйств стран Западной Европы по отношению друг к другу заметно превосходила такую открытость в других регионах мира. В то же время существовали очевидные политические препятствия для развития интеграционных процессов в европейской экономике, обусловленные недоверием государств друг к другу, нежеланием поступиться частью суверенитета и национальной независимости, конкуренцией за определенные территории, богатые природными ресурсами.

Несмотря на то, что идеи объединения Европы выдвигались еще в далеком прошлом, современная европейская интеграция стала развиваться в контексте событий, происходивших сразу после Второй мировой войны. Произошло осознание катастрофичности многочисленных войн, и был сделан вывод о несовместимости перспектив возрождения Европы с новым военным конфликтом между Германией и другими странами континента. Стало понятно, что необходимо создавать систему взаимозависимости и взаимодействия, которая позволит нивелировать потенциальные военно-политические конфликты и совместно добиваться экономического благополучия. Как сказал тогда заместитель министра финансов США Г.Уайт, «лучшие соседи – это процветающие соседи»[[63]](#footnote-63). Не менее существенной причиной стало беспрецедентное ослабление позиций европейских стран на мировой арене. П. Жербэ подчеркивал, что «одним из основных импульсов к объединению Европы послужило признание ее заметной слабости по отношению к внешнему миру. Когда Европа почувствовала явную угрозу извне, необходимость европейского единения стала очевидной»[[64]](#footnote-64).

С учетом того, что формирование региональной финансовой системы представляет собой не только важнейшую составляющую экономической интеграции стран ЕС, но и оказывает на нее значительное влияние, в этом процессе, на наш взгляд, можно условно выделить четыре основных этапа.

На **первом этапе, который начался** в 1947 г., 17 западноевропейских государств создали структуру, позднее названную Организацией европейского экономического сотрудничества. Страны, вошедшие в эту организацию, образовали зону свободной торговли. Необходимым дополнением к либерализации торговли стало соглашение о Европейском платежном союзе, который начал действовать с 1950 г. и обеспечивал регулирование платежных отношений, без чего либерализация торговли была бы неэффективна. Определенный импульс данным решениям придал «план Маршалла» − программа финансовой помощи США странам Европы. США были сильно заинтересованы во внешних рынках сбыта своих товаров, а, кроме того, не желали распространения коммунистической идеологии и усиления влияния Советского Союза в Западной Европе, где по причине тяжелого социально-экономического кризиса для этого имелись весомые предпосылки. Государственный секретарь США Дж. Маршалл мотивировал готовность оказания помощи странам Европы со стороны Вашингтона необходимостью сделать все возможное, чтобы Европа могла вернуться к нормальному экономическому положению, без которого не может быть ни политической стабильности, ни прочного мира. Сотрудничество в связи с распределением и освоением американской помощи поначалу было одной из основных задач ОЭСР.

Вместе с тем, на фоне нарастающей конфронтации между Востоком и Западом продолжался поиск модели окончательной нейтрализации франко-германского военно-политического и экономического противостояния. Руководитель Генерального комиссариата по вопросам планирования Франции Ж. Моннэ и министр иностранных дел этой страны Р. Шуман выдвинули актуальный проект включения Германии в систему тесного экономического сотрудничества с Францией и другими государствами, что позволило бы держать под контролем возрождение немецкой тяжелой промышленности и лишило экономического смысла новую, потенциально возможную, германскую военную агрессию.

В своем широко известном заявлении, сделанном 9 мая 1950 г., Р. Шуман следующим образом сформулировал данный план: «Объединение народов Европы требует преодоления складывавшегося веками противостояния между Францией и Германией. Исходя из этого французское правительство предлагает, чтобы франко-немецкое производство угля и стали находилось в ведении общего высшего руководящего учреждения в рамках организации, открытой и для других европейских стран. Объединение производства угля и стали сразу же станет способствовать созданию общей основы экономического развития, которое явится шагом к Европейской федерации и изменит судьбы регионов, издавна занимавшихся производством оружия, постоянными жертвами которого они сами и становились»[[65]](#footnote-65).

Данный проект был положительно воспринят истощенной войнами Германией, стремившейся к конструктивному сотрудничеству с европейскими партнерами. В 1951 г. было создано Европейское общество угля и стали (ЕОУС), в которое вошли Франция, ФРГ, Италия, Бельгия, Нидерланды, Люксембург. Представляется, что важнейшим шагом в рамках первого этапа процесса формирования региональной финансовой системы стало то, что при создании ЕОУС впервые в современной европейской истории был сформирован и эффективно задействован наднациональный механизм принятия решений. В рамках сталелитейной и угольной промышленности он использовался в сфере управления финансами, инвестициями, ценами, производством, условиями конкуренции, заработной платой, торговой политикой и транспортом. Как считает специалист по европейской проблематике В. Шемятенков, именно ЕОУС «было суждено коренным образом трансформировать Западную Европу и положить начало организации, которой принадлежит безусловное верховенство в ряду других, − Европейскому Союзу. Причина заключалась в том, что, в отличие от всех прочих европейских организаций, в зарождающемся объединении угля и стали впервые было воплощено наднациональное начало, реальный потенциал которого превзошел все ожидания»[[66]](#footnote-66). Положительный опыт взаимодействия в рамках ЕОУС стимулировал дальнейшее углубление экономической интеграции. Кроме того, Франция и Германия, во избежание повторения трагедий прошлого, стремились еще сильнее ограничить свободу действий друг друга, что привело к усилению федералистских тенденций, фиксации принципов политико-экономического сотрудничества и построению наднациональных институтов. Европейские страны не только стали вместе защищаться от внешних угроз и отстаивать общие интересы, но начали постепенно переходить к формулированию и реализации совместных целей и задач в рамках избранной стратегии политико-экономической интеграции.

Началом **второго этапа** формирования в ЕС региональной финансовой системы условно можно считать 1957 г., когда в Риме был подписан договор об образовании ЕЭС. Римский договор, по существу, представлял собой поэтапную программу экономической и валютной интеграции. Первым важным шагом к валютной интеграции являлось создание таможенного союза, который стал основой ЕЭС. Если в рамках действовавшей зоны свободной торговли страны постепенно снимали тарифные и прочие барьеры, то при таможенном союзе государства формировали также единый тарифный и нетарифный барьер в торговле с третьими странами. Это означает, что внешнеторговая политика в отношении всего остального мира у этих стран становилась во многом общей. Также это стало фактором появления соответствующих элементов общности в бюджетно-налоговой политике стран-участниц.

Дальнейшее движение по пути интеграции и формирования в ЕС региональной финансовой системы, согласно Римскому договору, предполагало создание общего рынка, обеспечивающего свободу перемещения товаров, услуг, капиталов, рабочей силы. Для этого в Договоре зафиксированы положения о гармонизации фискальных систем и экономического законодательства, совместном антимонопольном регулировании, поощрении конкуренции, соблюдении согласованных правил оказания государственной помощи предприятиям. Была достигнута договоренность о проведении общей сельскохозяйственной политики, предоставившей преимущества в виде стабильных и выгодных цен, а также субсидировании фермерских хозяйств, в чем тогда особенно была заинтересована Франция (которая остается сильно заинтересованной в этом и сейчас).

В качестве руководящих институтов ЕЭС были определены Европейский парламент, Европейский совет, Европейская комиссия и Европейский суд. Также был создан Европейский инвестиционный банк.

Процесс реализации программы Римского договора и дальнейшей экономической интеграции стран ЕС, безусловно, протекал не без проблем и потребовал достаточного времени. Если либерализация товарной торговли в странах Западной Европы проходила успешно, то создание общего рынка было сопряжено со значительными трудностями, не в последнюю очередь связанными с вопросами бюджетно-налоговой политики. Дело в том, что устранение нетарифных барьеров, обеспечение свободы перемещения капиталов, услуг и рабочей силы предполагают унификацию налоговых систем государств, выравнивание налоговых ставок и таможенных сборов. Это необходимо, поскольку прямые и косвенные налоги влияют на цены товаров, а значит, на их конкурентоспособность. Снижение ставок прямых налогов (подоходного налога и налога на имущество) является скрытым субсидированием экспорта, а повышение ставок косвенных налогов (акцизов, НДС) − альтернативой импортному тарифу. Таким образом, реализация механизма создания общего рынка затрагивала структуру и размеры доходов национальных бюджетов, напрямую оказывая влияние на бюджетную политику государств, включая инструменты по сдерживанию инфляции и поддержанию уровня жизни населения. Это означало, что национальные правительства должны были отказаться, по крайней мере, частично, от суверенитета в проведении бюджетно-налоговой политики в пользу наднациональных институтов. Государства ЕС очень медленно и с большими трудностями переходили к попыткам согласования и гармонизации общих принципов в данной сфере.

Для понимания процессов формирования в ЕС региональной финансовой системы важно также отметить, что координация различных аспектов внутриэкономической, в частности, денежно-кредитной политики требовалась и для обеспечения свободы движения капиталов. С точки зрения формирования региональной финансовой системы, свобода движения капиталов является существенным фактором, поскольку предполагает устранение барьеров к инвестированию капиталов предпринимателей одной страны в экономику других государств, а также беспрепятственный доступ к финансовым ресурсам любой страны, входящей в общий рынок. Это, с одной стороны, предоставляет возможность повысить эффективность размещения и перераспределения ресурсов, но, с другой стороны, связано с определенными рисками, поскольку одновременно открывает возможность для спекуляций на фондовых рынках, что может приводить к кризисным явлениям в финансовой сфере. Серьезные риски сопряжены также со спекуляциями на валютных биржах, оказывающими воздействие на курсы национальных валют, что, в свою очередь, отражается на внешнеэкономических отношениях государств. Предотвращение возможных негативных эффектов функционирования единого рынка капиталов требовало гармонизации соответствующих положений законодательств стран-участниц и сближения параметров работы финансовых рынков.

Таким образом, при формировании в ЕС региональной финансовой системы осуществлялся постепенный переход от простой отмены ограничений для субъектов хозяйственной деятельности к согласованию и сближению национальных экономических политик. Данный процесс проходил в таких чувствительных для национальных государств сферах, как денежно-кредитная и бюджетно-налоговая политики, а также в области валютного регулирования. Согласно терминологии экономиста Яна Тинбергена, страны Западной Европы переходили от «негативной интеграции», предполагающей взаимный отказ от ограничений, к «позитивной интеграции»[[67]](#footnote-67), включающей формирование в ЕС региональной финансовой системы.

На втором этапе процесса формирования в ЕС региональной финансовой системы важной составляющей являлась валютная интеграция. После прекращения действия Бреттон-Вудской системы в 1971 г., окончания периода фиксированных курсов и перехода к плавающим курсам национальные валюты государств Западной Европы стали хаотично колебаться по отношению к доллару и друг к другу, что отрицательно сказывалось на внешней торговле и производстве. Прекращение обмена долларов на золото во многом изменило характер финансово-экономических отношений во всем мире. Возникла необходимость защиты национальных валют, адаптации всего экономического пространства Западной Европы к изменившимся условиям экономической деятельности, совершенствования системы платежных отношений.

С учетом изменившихся условий в 1972 г. страны ЕС создали механизм совместного плавания своих валют, получивший наименование «валютной змеи». В условиях, когда европейские государства не могли сгладить перепады курсов между своими валютами и долларом, основная задача «валютной змеи» состояла в том, чтобы сдерживать резкие колебания валют внутри ЕС. Валюты стран ЕС были привязаны друг к другу, отклонение могло составлять не более 1,125% в ту или другую сторону. Тем не менее, несмотря на все прилагаемые усилия, достаточная степень валютной стабильности не была достигнута, что отрицательно сказывалось на формировании в ЕС региональной финансовой системы и на общем уровне экономического развития стран ЕС. С целью укрепления валютной стабильности в 1979 г. была образована Европейская валютная система (ЕВС), действовавшая вплоть до введения евро. В ЕВС привязка национальных валют друг к другу дополнялась тем, что этот набор взаимосвязанных валют прикреплялся к коллективной денежной единице — ЭКЮ (European Currency Unit). ЭКЮ складывалась из корзины валют государств ЕС. На долю марки приходилось 33% «корзины» ЭКЮ, поэтому европейскую валютную систему иногда называли «зоной марки». При этом ЭКЮ за период своего существования потеряла около 1/4 стоимости по сравнению с маркой, что служит яркой характеристикой надежности, которой обладала немецкая марка. ЕВС также обеспечивала действие различных механизмов, позволявших поддерживать колебания национальных валют в заданной амплитуде. В результате, валютная система ЕС обрела самостоятельность, существенно повысилась независимость экономики ЕС от доллара, была достигнута длительная валютная стабилизация, оказавшая позитивное влияние на экономику и формирование региональной финансовой системы.

Отметим, что в процессе валютной интеграции в ЕС под оптимальным валютным пространством первоначально было принято понимать группу государств, которые достигли соглашения о проведении согласованной общей политики для ограничения взаимных колебаний курсов национальных валют. В качестве цели формирования такого валютного пространства было заявлено содействие передвижению капитала между странами для обеспечения экономического роста и стимулирования структурных изменений в экономике. Вместе с тем, необходимо учитывать, что для создания оптимального валютного пространства, по мнению А.В. Захарова, требуется выполнение следующих условий[[68]](#footnote-68):

* политическая воля;
* движение факторов производства (товаров, услуг, капиталов и рабочей силы) между странами;
* активное использование национальных валют в обслуживании взаимных торгово-экономических связей, наличие развитых и ликвидных валютных рынков;
* обеспечение долговременной стабильности курсов национальных валют по отношению друг к другу, в том числе с помощью механизмов ограничения взаимных колебаний курсов.

Как уже отмечалось выше, в 1960-е годы в странах Западной Европы происходило формирование таможенного союза. Создание таможенного союза, с позиции оценки процесса формирования региональной финансовой системы, по существу, означало начало становления единой валютной системы ЕС, поскольку предполагало постепенное исключение валютного регулирования из перечня инструментов национальной финансовой политики. Дело в том, что создание интегрированного рыночного пространства невозможно без тесной наднациональной координации валютно-финансовой политики. Товарный рынок не является в полной мере единым и свободным, пока сохраняется несвязанное колебание рыночных курсов плавающих валют. Использование инструментов государственной финансовой политики для урегулирования внутренних проблем какой-то одной страны представляет собой очевидное препятствие для свободного функционирования рыночных механизмов в рамках единого таможенного союза. Это также может приводить к тому, что данные проблемы будут решаться за счет других стран − членов объединения.

При сохраняющейся возможности существенного отклонения рыночного курса валют от действующего паритета товары и услуги страны с падающей валютой приобретают дополнительную ценовую конкурентоспособность на рынках стран со стабильной валютой, а товары и услуги стран со стабильной валютой теряют часть ценовой конкурентоспособности на рынке страны с падающей валютой. С учетом данных обстоятельств Римский договор 1957 г., учредивший таможенный союз, включал разделы, которые были посвящены вопросам согласования конъюнктурной политики, поддержания устойчивости платежных балансов и координации валютной политики.

В то же время, оценивая процесс формирования в ЕС региональной финансовой системы, следует отметить, что социальная интеграция явно отставала от динамики экономической и валютной интеграции стран − участниц ЕС. Ожидалось, что социальная интеграция «явится результатом функционирования общего рынка, которое будет благоприятствовать гармонизации социальных систем»[[69]](#footnote-69) стран ЕС. Высокие темпы экономического роста и повышение уровня жизни населения поначалу способствовали урегулированию социальных противоречий. Но в начале 1970-х годов, с замедлением темпов роста экономики и обострением проблем занятости, отставание в сфере социальной интеграции стало все более ощутимым. Несмотря на то, что в базовых договорах ЕС социальному измерению уделялось определенное внимание, унифицированных механизмов регулирования социальной политики и создания единого социального пространства разработано не было, а основные инструменты проведения социальной политики находились в компетенции национальных правительств.

В 1972 г. руководители стран ЕС решили, что одной из важнейших целей интеграции должно стать создание «Европейского социального союза»[[70]](#footnote-70). Была подготовлена специальная программа, имевшая, правда, рекомендательный статус, но в условиях начавшегося мирового экономического кризиса ее осуществление стало нереальным. Проблемы в социальной сфере приобрели столь значительный характер, что главы государств и правительств ЕС на ряде саммитов признали сохранение занятости и создание новых рабочих мест самым серьезным вызовом Евросоюзу. В основе этого решения было понимание того, что экономический рост необходим, но далеко не достаточен для успешного развития, поскольку мероприятия по его стимулированию должны сочетаться с продуманной социальной политикой.

Несмотря на внешнее проявление озабоченности в связи с обострением социальных проблем, очевидно, что подходы, избранные ЕС для их решения, в значительной мере остаются в рамках системы пассивных методов социальной политики, предполагающих регулирование социального развития преимущественно посредством рыночных механизмов. Данная позиция явно контрастирует с принципами, используемыми ЕС при разработке и проведении политики в ряде других областей. В частности, наднациональные европейские структуры моделируют и контролируют реализацию финансовой политики.

К концу 1980-х годов государства ЕС в основном завершили формирование общего рынка, и перешли к следующему, **уже третьему этапу** процесса формирования региональной финансовой системы. Взаимная зависимость экономик стран ЕС фактически приобрела новое качество.

Отражением данной тенденции, в частности, стало то, что в середине 1990-х годов на партнеров по европейскому объединению приходилось 61,2% экспорта и импорта стран ЕС и 65% их прямых зарубежных инвестиций[[71]](#footnote-71). При столь сильном переплетении национальных хозяйств координация и согласование проводимых государствами политик уже не были вполне достаточными. Противоречие между принципами национального экономического регулирования и наднациональной координации экономической деятельности приобретало все более острый и очевидный характер. Отсутствие общего экономического курса заметно снижало эффективность национального экономического регулирования, в том числе и в вопросах, связанных с формированием региональной финансовой системы. К примеру, если в одной стране правительство способствовало повышению доходов населения, чтобы, увеличивая платежеспособный спрос, стимулировать производство, а в другой стране правительство, форсируя экспорт, поощряло инвестиционную активность, то при отсутствии таможенных барьеров свободные средства населения первой страны могли пойти на покупку импортных товаров второй страны. В результате национальные производители сталкивались с ростом инфляции, не получив изначально предполагавшихся преимуществ.

По оценкам В. Молле, низкая эффективность обособленных мероприятий национальных правительств отражалась на состоянии финансовых рынков и приводила к завышенным инфляционным ожиданиям[[72]](#footnote-72). Кроме того, в 1990-е годы потребность в единой экономической политике стран ЕС усиливалась общемировым процессом либерализации капиталов. Финансовые рынки стали очень емкими, а доступ к средствам сильно упростился. Циркуляция масштабных и мобильных финансовых потоков сделала Западную Европу избыточно зависимой от американского доллара и японской иены, а также от непредсказуемых колебаний мировой валютно-финансовой конъюнктуры.

Началом **третьего этапа** процесса формирования в ЕС региональной финансовой системы можно условно считать 1989 г., когда специальная комиссия Европейского совета подготовила проект создания ЭВС. Подписанный в 1992 г. в голландском городе Маастрихт договор заложил правовую базу ЭВС, зафиксировав необходимые законодательные положения, определил институциональную структуру, «дорожную карту» и временной график перехода к ЭВС. Договор также установил четыре критерия конвергенции макроэкономических показателей, которые являются обязательными для стран, вступающих в ЭВС, и определил приоритеты единой денежно-кредитной политики. Выполнение странами-участницами данных критериев должно проверяться по отчетам Европейской Комиссии и ЕЦБ. Перечень критериев следующий:

* дефицит государственного бюджета страны − участницы ЭВС не должен превышать 3 % ВНП, а государственный долг не должен быть выше 60 % ВНП;
* в стране-участнице условием перехода к единой валюте евро является высокий уровень стабильности цен. При этом инфляция в течение последнего года не может быть выше 1,5 % от уровня инфляции в трех других странах − членах ЕС, лучших по данному показателю;
* процентная ставка по долгосрочным кредитам (средний номинальный показатель) не может быть выше 2 % соответствующих средних параметров в трех других странах − членах ЕС, лучших по этому показателю;
* в течение последних двух лет колебания валютных курсов, в рамках установленных нормативами пределов, должны сохраняться.

Кроме того, при разработке принципов ЭВС особое внимание было уделено статусу и целям функционирования ЕЦБ, деятельность которого будет подробно рассмотрена нами во второй главе. Практически полная независимость ЕЦБ от какого-либо государственного национального или европейского института, призванная оградить денежную политику от политического давления, демонстрирует его особую роль в процессе европейской интеграции. Национальные центральные банки в своей работе в значительной мере руководствуются решениями ЕЦБ. При этом подготовка к введению единой валюты в странах ЕС явилась ключевым фактором трансформации механизмов проведения денежной политики в сторону усиления их соответствия основным принципам, разрабатываемым для ЭВС. В данном контексте необходимо особо подчеркнуть, что именно на третьем этапе формирования в ЕС региональной финансовой системы произошло создание еврозоны и переход большинства стран − членов ЕС на единую валюту евро. При этом страны ЕС, вошедшие в еврозону, должны проводить общую денежно-кредитную политику и согласованную бюджетно-налоговую политику. Страны ЕС, которые не перешли на евро, должны были проводить согласованную с ЕЦБ денежно-кредитную политику, но сохраняли формальное право на проведение относительно независимой бюджетно-налоговой политики.

Заметим, что с точки зрения формирования в ЕС региональной финансовой системы и учитывая имеющиеся серьезные диспропорции в уровнях социально-экономического развития различных регионов Европы, в ЕС проводится специальная региональная политика, поскольку без решения проблем отстающих в развитии европейских территорий полноценная экономическая и социальная интеграция не может быть достигнута.

На этом фоне на саммите в Ницце в декабре 2000 г. было принято решение о новой волне расширения ЕС, а уже 1 мая 2004 г. в ЕС официально вступили 10 новых стран, включая прибалтийские государства, ранее являвшиеся республиками в составе СССР, и восточноевропейские страны бывшего социалистического лагеря»[[73]](#footnote-73).

В Ницце главы государств и правительств стран − участниц ЕС определяли, каким образом подготовить ЕС и его институты к расширению и интеграции новых государств. Для этого, безусловно, было необходимо осуществить концептуальное реформирование и модернизацию сложившейся институциональной системы, поскольку система, созданная первоначально для шести стран-членов, не могла с достаточной эффективностью действовать при увеличении количества участников ЕС до 27 и даже более государств. В итоге, на саммите было принято решение о проведении институциональной реформы, произошло урегулирование вопросов о формировании состава Европейской комиссии, распределении голосов в Совете и оптимизации модели представительства стран в Европейском парламенте.

Тем не менее, даже после финального согласования официальными делегациями стран ЕС договор в Ницце подвергся достаточно жесткой критике. Причем эта критика исходила, как от сторонников дальнейшей активной европейской интеграции (которых иногда именуют федералистами), так и от евроскептиков, являющихся противниками углубления интеграции. Принятый компромиссный вариант договора, по сути, не удовлетворил в полной мере ни федералистов, ни их принципиальных оппонентов. Так, федералисты, в частности, полагали, что соглашение не только не решает проблему демократического дефицита и доминирования на пространстве ЕС евробюрократии, но даже увеличивает масштабы общей недемократичности и власти бюрократической надстройки. Евроскептики же критиковали новые условия распределения голосов и модернизационные процедуры, наделявшие дополнительными преимуществами большие страны, на фоне игнорирования интересов и возможностей влияния малых государств.

Кроме того, противники дальнейшей интеграции опасались, что вступление в силу договора создаст серьезную опасность сохранению национального суверенитета государств. Возникнет риск потери национальной идентичности и появления паневропейского государства, в рамках которого не останется места для самобытности отдельных наций и народов, что в эпоху глобализации воспринимается, порой, крайне болезненно. Проблема, наглядно отражающаяся в противоречии между приоритетами политических элит ЕС и скепсисе населения в отношении функционирования общеевропейских институтов, до сих пор является существенным препятствием для дальнейшего прогресса европейской интеграции[[74]](#footnote-74). Более того, постепенно все отчетливее стала проявляться тема «демократического дефицита» в ЕС.

В настоящее время трактовка этого понятия включает:

* рост влияния исполнительной и ослабление законодательной власти в государствах − членах ЕС;
* слабость Европарламента и отсутствие реального интереса со стороны избирателей к общеевропейским парламентским выборам;
* масштабные расхождения между решениями, принимаемыми на общеевропейском уровне, и «идеальными представлениями» граждан стран ЕС на национальном уровне (policy drift)[[75]](#footnote-75).

Практически во всех европейских государствах ратификация ранее упомянутого договора проводилась в парламентах, поскольку были вполне понятные опасения негативной реакции населения на референдумах. Только в Ирландии для ратификации данного международного соглашения, влекущего за собой изменение Конституции, требовалось в обязательном порядке проведение национального референдума. Результаты референдума оказались не в пользу договора: 53,87% − против и 46,13% − за. На общеевропейском уровне возник вопрос, как именно решать ирландскую проблему и как не допустить распространения «ирландского синдрома» на остальные регионы Европы.

15–16 июня 2000 г. состоялось заседание Европейского совета, на котором выступила президент Европейского парламента Н. Фонтен. Она высказалась против предоставления Ирландии особых условий, поскольку этим будет нанесен существенный вред результатам договоренностей в Ницце. Евросовет поддержал президента и подтвердил намерение расширять ЕС, а также продолжать переговоры со странами-кандидатами. Со временем данная проблема была урегулирована, и Ирландия присоединилась к своим европейским партнерам.

С точки зрения формирования в ЕС региональной финансовой системы, отметим, что в контексте развития интеграционной тенденции на саммите ЕС в декабре [200](http://ru.wikipedia.org/wiki/2001)1 г. было принято решение о начале работы по созданию общеевропейской Конституции. Согласно проекту, она должна была включать, в том числе положения о гимне, флаге, валюте и прочих атрибутах, присущих полноценному государству. Конституция ЕС, по мнению ее создателей, призвана способствовать формированию общеевропейского самосознания, стимулировать европейскую интеграцию и придать ЕС новую, более весомую и значимую роль в глобальном мире. Для разработки положений Конституции был создан особый Европейский конвент, состоявший из 105 представителей органов Евросоюза и стран − членов ЕС во главе с экс-президентом Франции Валери Жискар д`Эстеном. Функционирование конвента продолжалось до июля 2003 г. и завершилось публикацией окончательного проекта европейской Конституции. 29 октября 2004 г. на саммите в Риме финальный документ подписали лидеры всех стран ЕС.

Одобренное соглашение предусматривало изменение процедуры принятия решений в ЕС. Так, вместо консенсуса требовалось одобрение не менее 15 стран-членов, представляющих не менее 65% населения всего ЕС. Было сокращено число еврокомиссаров, в проекте также отражено введение постов президента и премьер-министра.

Для юридического оформления и вступления Конституции в силу требовалась ее ратификация в каждой из стран ЕС либо путем голосования в парламенте, либо на референдуме. Начиная с ноября 2004 г. документ был постепенно одобрен парламентами 17 стран, а также на референдумах в Испании и Люксембурге. Вместе с тем, процесс ратификации не был закончен, так как 29 мая и 1 июня 2005 г. на референдумах во Франции и Нидерландах большинство жителей (в обеих странах) высказалось против Европейской Конституции. После этого еще 7 стран (Великобритания, Швеция, Португалия, Польша, Ирландия, Дания и Чехия) отложили решение данного вопроса на неопределенный срок.

В этой ситуации, когда сама идея дальнейшего полноценного существования ЕС, как казалось, стала находиться под вопросом, 21–22 июня 2007 г. на саммите в Брюсселе лидеры ЕС договорились о восстановлении проекта Конституции в новом формате. Вместо первоначального проекта был разработан новый, несколько облегченный вариант конституционного договора. Разработчики постарались исключить из него статьи, в наибольшей степени, смущавшие многих европейцев. В договор, в частности, не вошло положение о европейских символах (гербе и гимне), а введение новой процедуры принятия решений в ЕС было отодвинуто до 2014 г.

По нашему мнению, церемонию подписания Лиссабонского договора (именно такое наименование получил новый документ), которая состоялась в столице Португалии 13 декабря 2007 г. в монастыре ордена Святого Иеронима, можно определить как начало **четвертого этапа процесса** формирования в ЕС региональной финансовой системы. Договор также ввел пост президента ЕС, который будет представлять организацию на международном уровне. Верховный представитель по общей внешней политике и политике безопасности, в соответствии с документом, получил полномочия министра иностранных дел ЕС.

Оценивая процесс формирования в ЕС региональной финансовой системы, следует особо подчеркнуть, что, согласно Лиссабонскому договору, базовые принципы, рассматривавшиеся ранее как декларативные − защита граждан ЕС по всему миру; экономическое, социальное и территориальное единство; культурное многообразие, а также важнейшие социальные цели − были провозглашены основополагающими задачами политики ЕС. Кроме того, к числу ключевых задач функционирования ЕС были отнесены формирование внутреннего рынка, достижение полной занятости, социального прогресса, высокого уровня защиты окружающей среды, борьба против дискриминации, социальная справедливость, защита прав детей.

После подписания Лиссабонского договора в ЕС начался процесс согласования и распределения полномочий между различными уровнями власти и управления. Наднациональный уровень ЕС приобрел исключительную компетенцию в вопросах общей внешней политики и политики безопасности. С точки зрения формирования в ЕС региональной финансовой системы, важно, что вопросы функционирования таможенного союза, внутреннего рынка, монетарной политики государств, официальной валютой которых является евро, общей коммерческой политики, и заключения международных договоров в ряде случаев также были отнесены к ведению ЕС. К сферам совместной компетенции стран − участниц ЕС договор относит функционирование внутреннего рынка, социальную и экономическую политику, сельское хозяйство и рыболовство, проблемы окружающей среды, защиту потребителей, транспорт, энергетику, проблемы здоровья населения, проведение различных научных исследований, технологическое развитие, космическое пространство, координацию занятости и социальной политики. ЕС оказывает поддержку странам‑членам в таких областях, как защита здоровья людей, культура, образование, туризм, промышленность, проблемы молодежи и спорт. В концептуальном плане указанный порядок распределения полномочий предполагает для стран − участниц ЕС проведение общей денежно-кредитной и согласованной бюджетно-налоговой политики, и также структурной, антиинфляционной, социальной, конъюнктурной и валютной политик.

Можно утверждать, что сам факт подписания Лиссабонского договора и то, как в дальнейшем проходила его ратификация в странах ЕС, свидетельствует об отказе от идей унифицированного (единого) подхода к членству в ЕС. Теперь в рамках общих правил и реально существующих ограничениях (например, НАТО и оборонная политика) члены ЕС (национальное государство) будут согласовывать статус и формат участия в ЕС.

Лиссабонский договор был представлен на ратификацию в национальных парламентах, для чего государствам ЕС отвели больше года. После неудачных национальных референдумов по Европейской Конституции во Франции и Нидерландах процедуру референдумов было решено не использовать. Единственной страной, которой предстояло одобрить соглашение на общенациональном референдуме, стала Ирландия (согласно, ее собственной Конституции). В 2008 г. население Ирландии высказалось против договора, однако результаты повторного референдума осенью 2009 г. стали положительными.

Кроме того, общеевропейскому соглашению поначалу активно противилась Польша. Наиболее резкое сопротивление Варшавы вызывала идея о так называемом «двойном большинстве». В Польше боялись, что такая система принятия решений приведет к усилению влияния крупных стран и серьезно ослабит позиции стран со сравнительно меньшим количеством населения. В итоге, Брюссель частично пошел навстречу Польше, указав в договоре, что новая система принятия решений вступит в силу лишь в 2014 г., при этом оставшиеся в меньшинстве страны смогут отсрочить такое решение в течение разумного периода времени.

Вместе с тем, Италии, выступившей радикально против перераспределения мест в Европарламенте, в результате чего у нее должно было оказаться меньше представителей, чем у Франции и Великобритании, были выделены дополнительные места. Рим получил квоту на 73 парламентария, как у Лондона. Данный вариант устроил Италию, и она не стала возражать против общеевропейского договора.

При этом больше всего уступок получила Великобритания, мотивируя свою особую позицию тем, что действующее в стране англосаксонское право сильно отличается от континентального права, и у британцев совсем другие традиции в сфере экономического и общественного регулирования. Так, Великобритания получила право не присоединяться к европейской Хартии по правам человека, вести самостоятельную внешнюю политику и придерживаться собственных норм в области налоговой и трудовой политики. Кроме того, Британия и присоединившаяся к ней Ирландия сохранили за собой право самостоятельно определять политику по вопросам иммиграции, предоставления убежища и визовым процедурам. В кратком виде история расширения ЕС представлена в табл. 1.1.

**Таблица 1.1**

**История расширения числа стран − участниц ЕС[[76]](#footnote-76)**

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| Дата | Страны | Общее количество участников ЕС |
| 25 марта 1957 г. | Бельгия, Германия, Италия, Люксембург, Нидерланды, Франция | 6 |
| 1 января 1973 г. | Великобритания, Дания, Ирландия | 9 |
| 1 января 1981 г. | Греция | 10 |
| 1 января 1986 г. | Испания, Португалия | 12 |
| 1 января 1995 г. | Австрия, Финляндия, Швеция | 15 |
| 1 мая 2004 г. | Венгрия, Кипр, Латвия, Литва, Мальта, Польша, Словакия, Словения, Чехия, Эстония | 25 |
| 1 января 2007 г. | Болгария, Румыния | 27 |

Таким образом, формирование в ЕС региональной финансовой системы условно можно разделить на четыре этапа. На **первом этапе, начиная с** 1947 г. 17-ть западноевропейских стран образовали зону свободной торговли и подписали соглашение о Европейском платежном союзе, без чего либерализация торговли была бы не эффективна. В этот период впервые в современной европейской истории был сформирован и эффективно задействован наднациональный механизм принятия решений. Данный механизм применялся в вопросах управления финансами, инвестициями, ценами, производством, условиями конкуренции, заработной платой, торговой политикой и транспортом. Началом **второго этапа** формирования в ЕС региональной финансовой системы условно можно считать 1957 г., когда в Риме был подписан договор об образовании ЕЭС, который был поэтапной программой экономической и валютной интеграции. Первым важным шагом к валютной интеграции являлось создание таможенного союза, что предполагало согласования конъюнктурной политики, а также поддержание устойчивости платежных балансов и координацию валютной политики. Движение по пути интеграции и формирования в ЕС региональной финансовой системы, согласно Римскому договору, предполагало создание общего рынка, обеспечивающего свободу перемещения товаров, услуг, капиталов и рабочей силы, т.е. появления элементов общности в проведении кредитно-денежной и бюджетно-налоговой политики стран-участниц.

Началом **третьего этапа** процесса формирования в ЕС региональной финансовой системы можно считать 1989 г., когда специальная комиссия Европейского совета подготовила проект создания ЭВС, который был подписан в 1992 г. в голландском городе Маастрихт. На данном этапе произошло создание еврозоны и переход большинства стран − членов ЕС на единую валюту евро. Поэтому при разработке принципов ЭВС особое внимание было уделено статусу и целям функционирования ЕЦБ, который имеет особое значение в процессе европейской интеграции. При этом важно, что национальные центральные банки стран-членов ЕС в своей деятельности руководствуются решениями ЕЦБ.Страны-члены ЕС, вошедшие в еврозону должны проводить общую денежно-кредитную политику и согласованную бюджетно-налоговую политику. Страны-члены ЕС, которые не перешли на ЕВРО должны были проводить согласованную с ЕЦБ денежно-кредитную политику. При этом они сохраняли формальное право на проведение относительно независимой бюджетно-налоговой политики.

Подписание Лиссабонского договора, по нашему мнению, можно определить, как начало **четвертого этапа процесса** формирования в ЕС региональной финансовой системы. В рамках данного соглашения в процессе распределения полномочийк компетенции наднациональных институтов отнесены вопросы функционирования Таможенного союза; внутреннего рынка; монетарной политики государств, официальной валютой которых является евро; общей коммерческой политики и, в ряде случаев, заключения международных договоров. Определены и сферы совместного регулирования. В концептуальном плане такой порядок распределения полномочий предполагает для стран участниц ЕС проведение общей денежно-кредитной и согласованной бюджетно-налоговой политики, и также структурной, антиинфляционной, социальной, конъюнктурной и валютной политик. При этом важно отметить, что в условиях отказа от идеи унифицированного подхода к членству в ЕС страны − члены ЕС (национальное государство) будут согласовывать статус и формат участия в ЕС.

**1.3 Валютный союз в основе региональной финансовой системы ЕС**

Валютная интеграция являлась необходимым условием и важнейшим фактором формирования в ЕС региональной финансовой системы. При этом следует подчеркнуть, что создание ЭВС и введение единой валюты евро имеет обоснование, с точки зрения концепции оптимального валютного пространства, основоположником которой был известный канадский экономист, лауреат Нобелевской премии 1999 г. Роберт Манделл. Премия была присуждена этому ученому за исследования в сфере денежной и фискальной политики в странах с открытой экономикой. Р. Манделл в 1961 г. первым написал о преимуществах и очевидной пользе валютных союзов, теоретически обосновал возможность и целесообразность отказа определенной группы стран от национальных денежных знаков в пользу единой валюты. Статья Р. Манделла «Теория оптимальных валютных зон»[[77]](#footnote-77), по существу, положила начало научной дискуссии по данной проблематике, придала заметный импульс дальнейшим разработкам.

Ранее, к началу 1960-х годов, в международной экономике доминировал режим фиксированных обменных курсов. В то время велось лишь осторожное теоретическое обсуждение преимуществ и недостатков системы плавающих курсов, а также введения механизма «валютной змеи». На этом фоне гипотеза Р. Манделла о возможности полного отказа от использования национальной валюты, выступавшей в роли одного из символов государства и важного признака суверенитета, представляла собой серьезный научный и политический вызов. Собственные валюты являлись предметом национальной гордости европейских народов.

Напомним, что в ходе исторического процесса некоторые валюты уже использовались для формирования валютных объединений, например, Латинского валютного союза (ЛВС), в основе которого был французский франк. Считается, что французский франк ведет свое происхождение от золотых монет с латинской надписью «Frankorum rex» (король франков). Тираж этих монет был выпущен специально для выкупа французского короля Иоанна II, который попал в плен к английским войскам в 1356 г. Затем Иоанн II в 1360 г. узаконил французский франк, подчеркнув в своем указе, что все золотые монеты, имеющие хождение во французском королевстве, будут называться золотым франком. С тех пор распространение франка достигло значительных масштабов. Более того, Франция сумела сформировать одно из самых масштабных в свое время валютных объединений − ЛВС. В 1830 г., после провозглашения государственной независимости, французскую валюту ввела у себя Бельгия. В 1848 г. к Бельгии присоединилась Швейцария, в 1861 г. − Италия, в 1867 г. − Греция и Болгария, тогда же было официально объявлено о создании нового валютного объединения, во главе которого находилась Франция. В разные времена в него входило до 18 стран, тем не менее, ЛВС просуществовал, как известно, относительно недолго, отличался крайней неустойчивостью и распался. Одной из ключевых причин развала ЛВС является то, что он создавался не столько по экономическим, сколько по военно-политическим причинам и не обеспечивал своим участникам достаточных финансовых преимуществ. В итоге, многие государства бывшего ЛВС предпочли иметь собственные денежные единицы (включая, такие широко известные в мировой истории валюты, как греческая драхма, итальянская лира и швейцарский франк).

На этом фоне в контексте парадигмы формирования оптимальных валютных зон исходным моментом рассуждений Р. Манделла был вопрос о том, как группа государств теоретически и практически может приспособиться к постоянным изменениям спроса на товары и услуги, иначе говоря, к шокам спроса. Р. Манделл рассмотрел модель, в рамках которой в двух условных странах А и Б существует полное равновесие, а именно полная занятость и равновесные платежные балансы. Под воздействием определенных факторов происходит рост уровня спроса с товаров производимых в стране Б на товары производимые в стране А*.* Если правительства стран А и Б оперируют традиционными инструментами экономического регулирования то, для сохранения стабильность уровня цен они должны будут допустить сокращение уровня заработной платы. В свою очередь власти страны А должны будут повысить стоимость своей валюты*.* Это может предотвратить появление безработицы в депрессивной стране Б и инфляции в прогрессивной стране А. Использование такого механизма представляется вполне возможным, если обменный курс валют не фиксирован.

Другим способом решения проблемы является привлечение факторов производства из страны Б в страну А, что достигается при наличии возможности их свободного перемещения между этими странами. Иначе говоря, когда происходят внезапные сдвиги спроса, условием одновременного преодоления инфляции и безработицы является достаточно высокая мобильность факторов производства между регионами. Далее Р. Манделл делает вывод о том, что для обеспечения соответствующей мобильности факторов производства соседние страны или регионы должны объединить свои валюты. Сформированный валютный союз будет представлять в указанном смысле оптимальную валютную зону.

Причем из экономических предпосылок вытекает, что границы такой зоны не обязательно должны совпадать с национальными границами государств. Например, депрессивные территории одной из стран могут не только не улучшить своего положения после ее вхождения в валютный союз, но даже деградировать в социально-экономическом отношении. Такие территории, с экономической точки зрения, не относятся к оптимальному пространству для формирования валютной зоны, но войдут в нее по политическим или иным причинам, вследствие чего возникнет необходимость их дополнительного дотационного субсидирования.

Вместе с тем, к очевидным преимуществам, получаемым группой стран, вводящим общую валюту, Р. Манделл относил, прежде всего, снижение трансакционных издержек, уменьшение различного рода рисков и неопределенности в относительных ценах. По мнению Р. Манделла, главным препятствием для поддержания стабильного уровня занятости в соседних странах при внезапном изменении спроса в одной из них или при иных несимметричных шоках является необходимость снижения заработной платы в рецессивном регионе, что, в свою очередь, может приводить к негативным социальным и политическим последствиям. В связи с этим Р. Манделл особо подчеркивал важность такой экономической характеристики, как мобильность рабочей силы[[78]](#footnote-78), которая помогает преодолеть указанную трудность. Оптимальная валютная зона должна объединять несколько стран, между которыми существует высокая мобильность факторов производства, и это позволяет гарантировать высокий уровень занятости в том случае, когда одна из стран будет испытывать действие несимметричного шока.

В статье Р. Манделла также отмечалось, что в регионе, обладающем характерными признаками оптимальной валютной зоны, отдельным государствам бывает трудно без дополнительных издержек поддерживать свою национальную валюту. В то же время обмен валют и осуществление соответствующих трансакций между странами, которые находятся рядом и вовлечены в интенсивный торговый обмен, создают значительные препятствия для эффективного размещения и перераспределения ресурсов. При этом странам со сходными и близкими экономическими условиями гораздо полезнее и эффективнее иметь единую валюту.

Кроме того, обращая внимание на очевидное противоречие между экономическими предпосылками к формированию валютных союзов и явлениями политической жизни, препятствующими данному процессу, Манделл апеллировал к авторитету известного экономиста XIX в. Дж. Ст. Милля, который писал: «В отношениях наиболее цивилизованных стран остается еще так много варварства, что почти все независимые государства предпочитают утверждать национальное достоинство (к своему собственному неудобству и неудобству своих соседей), устанавливая свою особую денежную систему»[[79]](#footnote-79).

После публикации упомянутой статьи Р. Манделла концепция оптимальных валютных зон получила дальнейшее активное развитие как в его последующих работах, так и в трудах других исследователей. Постепенно была признана важность таких критериев формирования оптимальных валютных зон, как мобильность капитала, региональная диверсификация производства, гармонизация механизмов налогообложения и трансфертных систем.

В частности, свой заметный вклад в развитие теории валютных пространств внес Питер Кенен, выдвинувший положение о том, что ключевым критерием создания оптимальной валютной зоны является диверсификация производства.

В описанном теоретическом контексте формирование общего внутреннего рынка ЕС, предполагавшее образование экономического и валютного союза и становление региональной финансовой системы, требовало устранения максимально возможного количества препятствий и барьеров для свободного перемещения товаров, услуг, капиталов и рабочей силы. В частности, такие препятствия существовали из-за разобщенности национальных валют, вследствие чего возникали проблемы, связанные с издержками конвертации, рисками колебания обменных курсов, нарушениями платежных балансов, заставляющими государства ограничивать внешнюю торговлю, и валютными кризисами, провоцируемыми, в том числе масштабными международными валютными спекуляциями, которые в условиях глобализации приобрели особенно угрожающий характер для европейских стран. Когда европейская страна обладала своей национальной валютой, она являлась гораздо более уязвимой для атак со стороны финансовых спекулянтов по сравнению с перспективной возможностью иметь в Европе единую валюту, надежно защищенную общей экономической мощью всех участников интеграционного объединения.

Более того, нестабильность в валютной сфере расшатывала ценовую ситуацию в ЕС, поскольку девальвация валюты в какой-либо стране приводит к повышению импортных цен, тем самым стимулируя рост внутренних цен, а девальвация удешевляет импортные товары, в определенной мере сдерживая инфляционные процессы. И то, и другое существенно влияет на динамику внутренних цен, которая, в свою очередь, воздействует на отраслевое распределение инвестиций, структуру производства и занятости. В таком случае под угрозой кризиса, упадка и деградации могут находиться целые сектора и отрасли экономики, что приводит к очевидным негативным последствиям в социальной сфере.

Таким образом, с учетом приведенных теоретических положений, тенденций, практических предпосылок, проблем и рисков, которые европейским странам следовало нивелировать, процесс формирования в ЕС региональной финансовой системы с необходимостью включал валютную интеграцию. Сначала она реализовывалась в рамках договоренностей о границах курсовых колебаний, механизма «валютной змеи» и определенного согласования валютной политики, а затем перешла к стадии образования полноценного валютного союза. ЕС постепенно стал представлять собой такой экономический организм, которому выгодно иметь единую валюту для эффективного размещения и перераспределения ресурсов, функционирования внутреннего рынка и создания общего социально-экономического пространства.

Кроме того, из-за чрезвычайно возросшей мобильности капитала в мировой экономике режим периодически фиксируемых и постоянно подстраивающихся обменных курсов продемонстрировал крайнюю ненадежность и уязвимость. В то же время переход к плавающим курсам показал, что и эта система не способна обеспечить в ЕС достаточно стабильные и предсказуемые условия для устойчивых и взаимовыгодных торгово-экономических отношений, прежде всего, по причине высокой волатильности курсов. Перспективная альтернатива, как это и доказывал Манделл, состояла в создании региональной зоны с единой валютой.

Реальные формы данный проект приобрел с образованием ЭВС. Его учредителями в 1998 г. стали 11 государств, первоначально образовавших еврозону. Затем в 2000 г. к ним присоединилась Греция, выполнив критерии конвергенции несколько позднее.

Важнейшей задачей в процессе формирования в ЕС региональной финансовой системы являлось достижение достаточной конвергенции экономик стран-участниц. При образовании еврозоны в качестве критериев конвергенции Маастрихтский договор в кредитно-денежной сфере определил следующие показатели:

* стабильность цен: уровень инфляции в течение последнего года перед вступлением в ЭВС не должен более чем на 1,5% превышать показатели трех стран ЕС с самыми низкими ее темпами;
* государственные финансы: дефицит бюджета не должен превышать 3% ВВП страны, а общий государственный долг не может быть выше 60% ее ВВП;
* обменные курсы валют: национальные власти должны соблюдать нормативы предельных отклонений и в течение двух лет не иметь серьезных девальваций и ревальваций своей валюты по отношению к валютам любой другой страны-участницы ЕВС;
* процентные ставки: в течение года средняя номинальная ставка по долгосрочным кредитам не должна более чем на 2% превышать ставку трех стран ЕС с наименьшими темпами инфляции[[80]](#footnote-80).

Прежде чем перейти к рассмотрению хронологии вступления европейских стран в еврозону, необходимо особо отметить позицию официальных представителей Еврокомиссии, которые посчитали, что вхождение в еврозону представляет собой значительно более сложный и длительный процесс, чем просто достижение политического членства в ЕС. Для полноценного и эффективного участия в еврозоне важно обеспечение не только формальной (когда учитываются лишь отдельные макроэкономические показатели), но и реальной конвергенции экономического развития стран − кандидатов на вступление в еврозону с экономическими системами действующих участников данного валютного объединения. Причем для этого требуется определенный переходный период, который для ряда стран может сильно затянуться.

В частности, в перечне качественных задач, стоящих перед государствами-кандидатами на вступление в еврозону, прежде всего, следует указать на необходимость завершения переходного этапа на пути становления конкурентоспособной рыночной экономики и проведения глубоких структурных реформ (приватизация, совершенствование правовой и институциональной систем регулирования экономики, укрепление банковской системы и развитие внутренних финансовых рынков).

Другой важный вопрос касается временных рамок и методов введения евро. Этот вопрос о том, какой фискальный режим станет более эффективным, с точки зрения снижения премиальных рисков в странах-кандидатах. Плавное сближение премиальных рисков с рисками, установившимися в еврозоне, является необходимостью с целью смягчения возможных негативных воздействий на финансовую систему. Контроль над этими рисками вполне может рассматриваться в качестве еще одного критерия для введения евро в дополнение к уже зафиксированным требованиям Маастрихтского соглашения. С чисто технической точки зрения, это приведет к повышению инфляционных премиальных рисков (разница между средней краткосрочной процентной ставкой и уровнем инфляции, соотнесенная к уровню, установившемуся в еврозоне), что означает установление более низкой процентной ставки. Вполне возможно, что такое развитие не будет оптимальным для переходных экономик, которые испытывают серьезные структурные изменения, сопровождающиеся регуляцией цен и приливом капитала.

Если рассматривать хронологию, то изначально в ЕВС официально входили 12 стран, сформировавших еврозону, а именно: Австрия, Бельгия, Германия, Греция, Голландия, Испания, Франция, Ирландия, Италия, Люксембург, Португалия и Финляндия (11 стран входили в еврозону с 1999 г., а Греция − с 2001 г.). В 2007 г. в еврозону вступила Словения, в 2008 г. − Кипр и Мальта, в 2009 г. − Словакия, в 2011 г. − Эстония. Поскольку не все страны − члены ЕС входят в еврозону, то в ЕС были сформированы две структуры − Евросистема (Eurosystem) и Европейская Система Центральных Банков (European System of Central Banks). Задача Евросистемы (Eurosystem) регулировать кредитно-денежные операции в еврозоне, а Европейской Системы Центральных Банков (European System of Central Banks) в рамках всего ЕС.

Также необходимо отметить, что четыре карликовых государства − Андорра, Монако, Сан-Марино и Ватикан, на территориях которых раньше имели хождение лира и франк, в полуофициальном порядке оказались в еврозоне после того, как лира и франк прекратили свое существование. Помимо Андорры каждое из остальных перечисленных мини-государств обладает правом чеканить собственные евро-монеты. Но на этом нюансы подсчета количества стран еврозоны не исчерпываются. С распадом Югославии в Черногории и Косово в обращение постепенно была введена в качестве основной валюты немецкая марка. Соответственно, с упразднением марки Черногория, являющаяся сейчас независимым государством, а также регион, обладающий спорным политическим статусом − Косово, автоматически вошли в число участников европейской региональной финансовой системы. При этом Черногория и Косово официально не считаются полноценными членами еврозоны.

Вместе с тем, 3 из 15 «старых» членов ЕС вообще отказались от введения на своей территории евро. В частности, в еврозону не вошли Великобритания, Дания и Швеция хотя эти страны полностью отвечали критериям конвергенции. Великобритания и Дания изначально обладали особым статусом в рамках ЕС и не были обязаны вводить у себя евро. В документах об образовании ЕС есть необходимая оговорка, предоставляющая Великобритании и Дании полную свободу выбора в отношении присоединения к еврозоне. В этих странах вопрос о присоединении к еврозоне может быть решен в случае соответствующего волеизъявления граждан на общенациональных референдумах. Для англичан фунт стерлингов — это предмет национальной гордости. Кроме того, экономика Великобритании по ряду ключевых параметров тесно завязана на работу именно с фунтом стерлингов, поэтому при отказе от фунта у нее будут большие экономические потери. Швеция такого особого валютного статуса в ЕС не имеет. В то же время правительство Дании самым тесным образом координирует свою кредитно-денежную политику с ЭВС. Поскольку в настоящее время Швеция и Дания имеют существенно отличающуюся от большинства европейских государств налоговую систему, а социальные гарантии для граждан скандинавских стран (пенсии, пособия, дотации на образование, медицинские страховки и т.д.) несопоставимы с гарантиями в других стран, они не готовы к переходу на более высокий уровень интеграции.

Кроме того, евро не был введен в Лихтенштейне (используется швейцарский франк),  [на](http://ru.wikipedia.org/wiki/%D0%9D%D0%B8%D0%B4%D0%B5%D1%80%D0%BB%D0%B0%D0%BD%D0%B4%D1%81%D0%BA%D0%B8%D0%B5_%D0%90%D0%BD%D1%82%D0%B8%D0%BB%D1%8C%D1%81%D0%BA%D0%B8%D0%B5_%D0%BE%D1%81%D1%82%D1%80%D0%BE%D0%B2%D0%B0) Антильских островах, являющихся автономным регионом Нидерландов (используется антильский гульден) и на Арубе (автономный регион Нидерландов, используется арубский флорин).

При этом важно, чтобы выполнение критериев Маастрихта страной-кандидатом носило систематический и постоянный характер, а не было связано с единовременными или краткосрочными мерами правительства либо же благоприятной экономической конъюнктурой. Это объясняется тем, что необходимо, чтобы членство новых стран в еврозоне не препятствовало проведению единой денежной политики, достижению политико-экономических и социально-экономических задач ЕС в целом. Приоритетами выступают равномерный и устойчивый экономический рост и низкий уровень инфляции. Отметим, что социальные аспекты экономического развития находятся на втором плане. В противном случае в среднесрочной или долгосрочной перспективе экономические проблемы вновь присоединившихся государств будут оказывать негативное влияние на экономику ЕС в целом и приводить к болезненным экономическим диспропорциям.

Словения, вступившая в еврозону в 2007 г., полностью соответствовала всем требованиям, оговоренным в Маастрихтских соглашениях, правительство и центральный банк Словении отлично подготовились к введению единой европейской валюты, страна продемонстрировала высокий уровень и темпы экономического развития.

Хотя экономический потенциал Словении составляет примерно 0,35%[[81]](#footnote-81) от совокупного потенциала всех стран ЕС, она рассматривалась чиновниками Еврокомиссии в качестве испытательного полигона для возможного в перспективе перехода на евро Словакии, Польши, Чехии и Венгрии. Это объясняется не в последнюю очередь наличием схожих существенных компонентов в экономических системах Словении и перечисленных стран. Испытав на таком рабочем плацдарме, как Словения, последствия введения единой европейской валюты в одной из стран ЦВЕ, специалисты Еврокомиссии могут более точно и последовательно оценивать последствия и перспективы перехода на евро других стран ЦВЕ. В 2009 г. к еврозоне присоединилась Словакия, но вступление других государств ЦВЕ в еврозону пока было приостановлено. Важнейшей причиной этого стал глобальный финансово-экономический кризис, негативно отразившийся на экономике стран еврозоны и стран ЦВЕ.

В 2007 г., помимо Словении, кандидатом на вступление в еврозону была Литва, но Еврокомиссия сочла ее недостаточно готовой к введению единой европейской валюты. Эстонии и Латвии также было отказано в возможности стать членами еврозоны в 2007 г. Ключевой причиной такого решения стало превышение требуемого уровня инфляции на 2,6%. Заявления правительств Эстонии и Латвии о стабильности цен в их странах были проигнорированы официальными представителями Евросоюза. По их мнению, правительства Прибалтийских государств путем краткосрочных искусственных мер пытались привести инфляцию к нужным макроэкономическим показателям. При этом реальное состояние развития экономики этих стран не давало им возможности полноценно интегрироваться в еврозону. Эстония смогла стать участницей еврозоны лишь в 2011 г., а Латвия – в 2014 г.

Подчеркнем, что Еврокомиссия и ЕЦБ проводят постоянный мониторинг экономической ситуации в странах, выступающих в качестве соискателей на вступление в еврозону. К примеру, в опубликованном в конце 2006 г. специальном докладе отмечалось, что Швеция, Чехия, Эстония, Кипр, Латвия, Венгрия, Мальта, Польша, Литва, Словакия достигли заметного прогресса в деле конвергенции показателей экономического развития. В то же время в этом докладе указывалось, что движение в данном направлении осуществляется с разной скоростью, и это может создать серьезные экономические диспропорции в случае одновременного вхождения этих государств в еврозону. Из новых членов ЕС к еврозоне в 2008 г. присоединились Кипр и Мальта, а на год позже − Словакия.

Кипрский фунт был заменен на евро по курсу 0,585274 кипрского фунта за 1 евро. Национальная валюта Кипра являлась одной из самых «тяжелых» в Европе, она была примерно на 15% дороже английского фунта стерлингов, к которому была привязана до 1960 г. Начиная с мая 2005 г. Республика Кипр стремилась в полной мере соответствовать жестким критериям еврозоны – подавляла инфляцию и сокращала дефицит бюджета. Дефицит бюджета Кипра в 2007 г. составлял менее 2% ВВП[[82]](#footnote-82), что ниже порога в 3%, установленного для стран еврозоны, а инфляция также постепенно снизилась до приемлемого уровня. Вместе с тем, учитывая негативный опыт Греции, имелись опасения, что вхождение Кипра в еврозону будет сопряжено с единовременным скачком цен и масштабными финансовыми спекуляциями. Правительство Кипра заранее приняло меры, чтобы пресечь попытки манипуляций в сфере обмена валют. На Кипре более 7 тыс. компаний добровольно приняли «кодекс честных цен», взяв на себя обязательства не повышать расценки. Основными плюсами для экономики Кипра от вступления в еврозону явились прозрачность цен (обменные риски стали исключены) и привлечение дополнительного количества туристов из Европы.

На этом фоне Чехия пока отказалась от проекта вступления в еврозону. Большинство членов чешского правительства не поддерживают идею участия в европейском региональном валютном союзе, ослабленном мировым финансово-экономическим кризисом. Против введения в Чехии европейской валюты евро выступил также центральный банк страны, мотивируя свою позицию, прежде всего, значительным размером дефицита государственного бюджета. Несколько ранее по аналогичным причинам Чехия уже отказалась от вступления в еврозону и в 2010 г.

Венгрия и Польша также пока не соответствуют требованиям Еврокомиссии по присоединению к зоне евро. Основная причина состоит в том, что в этих государствах, как и в Чехии, наблюдается высокий уровень бюджетного дефицита, существенно превышающий ограничения, накладываемые Еврокомиссией и ЕЦБ.

Оценивая результаты введения единой европейской валюты евро, следует отметить, что страны Центральной и Восточной Европы (ЦВЕ) получили определенные экономические преимущества. В частности, это связано с существенным сокращением расходов на валютообменные операции и уменьшением потерь, вызываемых колебаниями обменных курсов. Евро представляет собой валюту с достаточно устойчивым обменным курсом, стабильность которой поддерживается и надежно контролируется ЕЦБ. Кроме того, прозрачность цен и возросшая конкуренция в странах еврозоны приносят очевидные выгоды и для третьих стран. Немаловажным обстоятельством является также то, что фиксированные обменные курсы в сочетании с жесткой бюджетной дисциплиной способствуют установлению относительно невысокого уровня процентных ставок, в результате чего происходит удешевление кредитов для компаний и частных лиц, улучшаются условия и климат предпринимательской деятельности.

В долгосрочном периоде, как представляется, политические и экономические дивиденды от введения евро на своей территории для подавляющего большинства стран ЦВЕ вполне очевидны. Вместе с тем, достаточно критическое значение в данном случае может иметь фактор времени. Излишняя поспешность или медлительность в этом вопросе может привести к негативным последствиям и проблемам, решение которых потребует немалых ресурсов.

Сторонники как можно более быстрого введения евро считают, что это будет способствовать ускорению бюджетных реформ, качественным трансформациям на финансовых рынках и рынке труда, активному развитию торговли, росту доходов компаний, предприятий и населения. Вместе с тем, тезис о том, что введение евро может предшествовать по времени институциональным и структурным реформам в государствах ЦВЕ, на самом деле, не является однозначным. В качестве одной из основных предпосылок к данному утверждению обычно указывают на опыт различных развивающихся рынков, но их сходство с посткоммунистическими экономиками стран ЦВЕ сомнительно. Эти рынки институционально и структурно различаются, причем масштабы различий достаточно велики для того, чтобы можно было копировать определенные экономические модели и применять их в рамках ЦВЕ. Введение евро в странах ЦВЕ в качестве предварительных мероприятий требует, по меньшей мере, поддержания высокого уровня фискальной консолидации, стабильной, надежной и независимой денежной политики, сильных и конкурентоспособных финансовых институтов, наличия подвижного и мобильного рынка труда. Пока эти задачи не решены, переход на евро может отрицательно сказаться на экономике и уровне жизни людей.

Оценивая результаты и последствия от введения в странах ЕС валюты евро, необходимо особое внимание обратить на то, чтоформирование общей экономической политикиявляетсясущественным элементом ЭВС. «Для этого определяются цели и направления экономического развития ЕС, и координируется экономическая политика стран-членов. Поскольку большинство стран ЕС перешли с введением евро к централизованной кредитно-денежной политике при сохранившейся децентрализации налоговой и структурной политики, потребность в такой координации заметно усилилась. С 1998 г. координацией экономической политики в пределах одного года занимался Европейский совет. Это подразумевает, в частности, контроль над динамикой основных макроэкономических показателей, отслеживание курса евро и других валют ЕС, надзор за бюджетной дисциплиной, мониторинг динамики номинальной и реальной заработной платы, анализ национальных планов в области занятости, отслеживание структурных преобразований на рынках труда, товаров и услуг»[[83]](#footnote-83).

При этом в рамках экономической политики функция распределения доходов населения осуществляется, в основном, с помощью «бюджетно-налоговой политики посредством системы трансфертов между бюджетами и фондами разных уровней. Поскольку наднациональные органы еврозоны не проводят общую бюджетно-налоговую политику, ограничиваясь только ее координацией и согласованием (а страны ЕС, находящиеся вне еврозоны, осуществляют относительно независимую бюджетно-налоговую политику), «с точки зрения реализации функции распределения доходов, нельзя утверждать, что в ЕС созданы достаточные предпосылки, обеспечивающие формирование полностью интегрированного и единого социально-экономического пространства.

В то же время, поскольку стабилизационная функция экономической политики реализуется посредством денежно-кредитной политики и частично с помощью структурной и конъюнктурной политики, в ЕС наблюдается заметный дисбаланс в уровнях управления при осуществлении данной функции, что противоречит задаче углубления интеграции экономического пространства. В частности, так как бюджетно-налоговая политика, в основном, проводится национальными государствами, а за денежную эмиссию и прочие механизмы денежно-кредитной политики отвечают наднациональные органы ЕС[[84]](#footnote-84), то первая часть инструментов структурной и конъюнктурной политики оказывается на одном уровне управления, а вторая часть − на другом. Как минимум, это ведет к существенному повышению трансакционных издержек для проведения соответствующих согласований и принятия решений, а как максимум, может иметь результатом разнонаправленную политику на разных уровнях управления»[[85]](#footnote-85). Причем этот дисбаланс наблюдается как в странах ЕС, вошедших в еврозону, так и в государствах, оставшихся за ее пределами. В первой группе стран общая денежно-кредитная политика дополняется необходимостью согласования бюджетно-налоговой политики, но данное согласование требует значительных трансакционных издержек и далеко не всегда приводит к оптимальным результатам. Некоторая «свобода маневра» у участников еврозоны при проведении бюджетно-налоговой политики все-таки сохраняется, что периодически приводит к возникновению определенных проблем, связанных с ростом государственного долга (например, в Греции).

Вторая группа стран при согласовании денежно-кредитной политики с наднациональными европейскими институтами располагает возможностью реализации относительно независимой бюджетно-налоговой политики, хотя, безусловно, ее некоторая координация в рамках ЕС осуществляется. Тем не менее, этого не достаточно для урегулирования упомянутого противоречия, поскольку бюджетно-налоговая политика в отдельных странах ЕС оказывается не просто слабо согласованной с другими государствами, но порой даже разнонаправленной. Данная проблема не в последнюю очередь связана с тем, что между странами и отдельными регионами ЕС явно наблюдаются значительные различия, обусловленные объективным процессом исторического развития, конкретными социально-политическими, ментальными, психологическими и культурными особенностями. Именно данные факторы, в том числе обусловили реализацию двух уровневой модели европейской интеграции, когда часть стран вошла в еврозону, а ряд государств остался вне пределов валютного союза.

Данная двухуровневая модель региональной финансовой системы в значительно мере отражает предельно гибкий подход к процессу европейской интеграции, принятый в рамках ЕС, который ориентирован на то, чтобы в максимальной степени учитывать специфические особенности, ценности и социально-экономические приоритеты развития отдельных стран, не ущемляя их национальные интересы. Отметим, что одной из важнейших составляющих идеологии реализации европейского интеграционного проекта является поиск оптимальных компромиссов, взаимных уступок и достижение договоренностей с предельно широким консенсусом. Только после того, как определенное согласованное решение принято и одобрено, европейские государства приступают к следующей стадии или к следующему этапу интеграции.

В контексте исследования вопросов европейской экономической интеграции следует учитывать, что в ЕС региональная финансовая система в процессе своего создания обрела достаточно четкую организационную форму и институциональную структуру, строго закрепленную официальными межгосударственными договорами и юридическими соглашениями. У европейской региональной финансовой системы своя модель, регламент, принципы и инструменты управления, бюджет, внебюджетные фонды, собственные источники их формирования и установленные правила расходования. Причем, как отмечалось, механизмы регулирования и проведения экономической политики в странах ЕС, вошедших в еврозону, и в тех государствах, которые по тем или иным причинам находятся вне валютного союза, определенным образом отличаются.

В настоящее время в европейской региональной финансовой системе осуществляются финансовые отношения в соответствии с выработанными правилами, целями и задачами. Эта система включает, в том числе, органы управления, регламентирующие конкретный порядок формирования финансовых ресурсов, их распределение, перераспределение и использование. Движение финансовых потоков в рамках формирующейся в ЕС региональной финансовой системы обеспечивается интенсивно функционирующей системой рынков и развитой инфраструктурой, использующей передовые технологии и инновации. Вместе с тем, при оценке концептуальных основ формирования региональной финансовой системы ЕС следует подчеркнуть, что процесс европейской интеграции сталкивается с очевидными противоречиями, связанными, в том числе с реализацией экономической политики.

В связи с этим отметим, что в настоящее время для обеспечения устойчивости формирующейся в ЕС региональной финансовой системы наблюдается тенденция к дальнейшей гармонизации принципов бюджетно-налоговой политики стран ЕС, как входящих в еврозону, так и находящихся вне пределов валютного объединения. Это обусловлено особой ролью международных финансовых институтов, которые должны обеспечивать глобальную координацию экономической политики (включая финансовую политику). Прежде всего, это относится к G20, которая была образована согласно решению министров финансов стран «Большой семерки» (G7). Наднациональные институты европейской региональной финансовой системы делегировали ряд полномочий G20 и участвуют в планировании и реализации ее политики. Бюджетно-налоговая и денежно-кредитная политики не могут одновременно обеспечивать достижение таких различных целей, как макроэкономическая стабильность, устранение «провалов» рынка (market failures), эффективное перераспределение доходов и стимулирование экономического развития. Поскольку данные цели зачастую радикальным образом противоречат друг другу, то необходим поиск решения, обеспечивающего определенный компромисс между ними[[86]](#footnote-86). Подробнее деятельность G20 и ее взаимоотношения с ЕС будут рассмотрены в следующих частях работы.

После перехода на евро ЭВС приобрел определенный набор преимуществ, включая существенное сокращение трансакционных издержек, как это и было предварительно описано в теории оптимальных валютных зон Р. Манделла. В частности, при пересечении границ внутри валютного союза европейским гражданам не нужно конвертировать одну национальную валюту в другую, теряя на этом значительные суммы. Компании стран еврозоны получили возможность выставлять счета в той же валюте, в какой исчисляются их расходы и издержки. Отпала необходимость тратить значительные дополнительные средства на страхование от валютных рисков. Платежи и трансферты между странами стали гораздо более оперативными, надежными и дешевыми, перестала существовать ценовая неопределенность в торговле внутри еврозоны. Более того, оценивая по совокупности соответствующих признаков преимущества единой европейской валюты, экономист Уэрто де Сото выдвинул тезис о том, что евро является «второй наилучшей» монетарной системой после золотого стандарта, подтвердив тем самым теоретическую концепцию Р. Манделла об оптимальных валютных зонах[[87]](#footnote-87).

Формирование еврозоны юридически закрепило осуществление единой денежно-кредитной политики на большей части европейского континента. Теоретические модели и подходы, в соответствии с которыми осуществляется кредитно-денежная политика в ЕС, на наш взгляд, представляют собой очевидную синергию кейнсианства и монетаризма, учитывающую ключевые положения и важнейшие аспекты каждой из теорий. В расчете на долгосрочный период в денежно-кредитной политике преобладает монетаристский подход. Вместе с тем, в краткосрочном периоде ЕС не отказывается от воздействия непосредственно на процентную ставку в целях гибкого и максимально оперативного экономического маневрирования. При этом следует согласиться и с мнением тех специалистов, которые считают, что монетарными методами можно решать крайне ограниченный набор экономических проблем, и эти методы не способны заменять фундаментальные реформы, направленные на изменение структурных параметров экономической системы[[88]](#footnote-88).

Важно также отметить, что формирование в ЕС региональной финансовой системы и введение европейской валюты создало очевидные предпосылки для активного развития единого европейского фондового рынка, значительной трансформации юридических и нормативных принципов его работы, дальнейшего совершенствования институциональной и технологической инфраструктуры. При этом одним из ключевых элементов функционирования европейской финансовой системы и финансового рынка являются государственные облигации. После введения евро, несмотря на общее улучшение ликвидности рынка суверенных облигаций, отчетливо проявилась тенденция к его сегментации на основе кредитных рейтингов[[89]](#footnote-89) государств еврозоны. Это объясняется тем, что, несмотря на формальное соблюдение критериев конвергенции, страны еврозоны в социально-экономическом отношении, тем не менее, значительно отличаются друг от друга и обладают очень разным экономическим потенциалом. Более того, экономические проблемы (уровень безработицы, масштаб рецессии, недостаточный объем инвестиций, отношение государственного долга к ВВП и т.д.) в некоторых странах еврозоны имеют критически острый характер. Особенно отчетливо это проявилось после начала в 2007 г. мирового финансово-экономического кризиса (генезис и последствия влияния которого на устойчивость европейской региональной финансовой системы подробнее будут рассмотрены в следующих частях работы). Другой очевидной тенденцией является факт быстрого развития европейского фондового рынка корпоративных облигаций. На нем также наблюдается заметная фрагментация, а определенным преимуществом обладают наиболее крупные компании и банки, пользующиеся масштабной государственной поддержкой.

В то же время в процессе формирования в ЕС региональной финансовой системы есть определенные проблемы. Согласно теории Р. Манделла, для образования оптимального региона с единой валютой требуется создание гибкого рынка труда и высокая мобильность трудовых ресурсов. Основные затраты в современной экономике относятся именно к фактору труда, и от его цены во многом зависит ситуация в экономике. Поэтому двум странам с разной ценой труда не рекомендуется иметь единую валюту. Это объясняется тем, что возникнет значительный торговый дисбаланс, и одна страна должна будет содержать другую. Их объединение в валютный союз, как минимум, создаст серьезные социально-экономические диспропорции.

В данном контексте следует заметить, что в еврозоне наблюдается явное различие в экономическом развитии регионов, а рынок труда не отличается высокой степенью мобильности и гибкости. С дальнейшим расширением ЕС и присоединением к еврозоне новых участников (включая государства Прибалтики и Восточной Европы) упомянутые проблемы усиливаются. Для их урегулирования необходимо проведение унифицированной социальной политики со стороны наднациональных структур ЕС либо высокая степень гармонизации проводимой национальными государствами социальной политики и выравнивание социальных стандартов в европейских государствах.

Кроме того, в настоящее время также наблюдается очевидное противоречие между инвестиционной привлекательностью европейской экономики и инвестиционно-спекулятивной привлекательностью евро. Если учесть большую емкость современного валютного рынка, масштабные притоки и оттоки денежного капитала могут приводить к экономически необоснованным колебаниям процентных ставок, обменных курсов, валютным кризисам. Значительный размах спекулятивных операций с евро, вовлекающих все большие финансовые ресурсы, способствует выводу средств из реального сектора экономики. Спекулятивные манипуляции с ценами на суверенные облигации отдельных участников ЕС оказывают негативное воздействие не только на экономику этих государств, но и, в целом, на финансово-экономическое состояние ЕС.

Возникновению определенных кризисных явлений в ЕС, по мнению ряда специалистов[[90]](#footnote-90), также способствует недостаточная транспарентность международных трансфертных операций, проблемы контроля и не вполне эффективное регулирование финансовых рынков как на глобальном, так и на европейском региональном уровне. Поэтому возникла необходимость серьезного усиления контроля и расширения сотрудничества с властями оффшорных стран.

Таким образом, в рамках формирования европейской региональной финансовой системы можно выделить две модели (или два уровня) интеграции. Согласно первой модели, большинство стран ЕС перешло на единую валюту, образовав валютный союз и делегировав наднациональным институтам полномочия на проведение денежно-кредитной политики. При этом данная группа стран должна осуществлять согласованную бюджетно-налоговую политику. В то же время некоторые государства, входящие в ЕС, по ряду экономических и политических причин не стали участниками еврозоны. Они должны проводить согласованную с ЕЦБ денежно-кредитную политику, но сохраняют за собой право на реализацию относительно независимой бюджетно-налоговой политики. Поскольку не все участники ЕС входят в еврозону, были созданы две структуры, задача которых регулировать денежно-кредитные операции, как в еврозоне, так и в рамках всего ЕС – соответственно Евросистема (Eurosystem) и Европейская Система Центральных Банков (European System of Central Banks). Эта двухуровневая система в значительно мере отражает предельно гибкий подход к процессу европейской интеграции, принятый в рамках ЕС, который ориентирован на то, чтобы в максимальной степени учитывать специфические особенности, ценности и социально-экономические приоритеты развития отдельных стран, не ущемляя их национальные интересы.

Валютная интеграция представляет собой неотъемлемую часть и необходимое условие экономической интеграции ЕС. В ходе развития процесса валютной интеграции происходила все более тесная координация валютной политики стран ЕС, формировались наднациональные механизмы валютного регулирования, создавались межгосударственные валютно-кредитные и финансовые организации, реализовывались меры валютно-кредитного регулирования.

**ГЛАВА 2. Институциональные основы формирования в Европейском Союзе региональной финансовой системы**

Во второй главе диссертационной работы рассмотрены институциональные основы, которые обеспечивают формирование в ЕС региональной финансовой системы, определены ключевые тенденции и перспективы их дальнейшего развития. Особое внимание при этом уделено деятельности ЕЦБ, как основного института, ответственного за консолидацию европейского экономического пространства и за проведение кредитно-денежной политики в ЕС.

В первой части второй главы диссертационного исследования, в котором рассмотрены основные наднациональные институты ЕС, формирующие региональную финансовую систему, подчеркивается, что на определенном этапе интеграции валютных и финансовых рынков ЕС возникла необходимость в создании наднациональных органов финансового регулирования.

Во второй части второй главы обосновывается положение, что исчезновение «рисков, существовавших в связи с функционированием ограниченных национальных валютных и кредитных рынков, привело к ускорению оборота капитала и платежей»[[91]](#footnote-91), что стало одним из факторов, которые обеспечивают формирование в ЕС общего высоколиквидного фондового рынка. В настоящее время происходит дальнейшее повышение ликвидности и правовой гарантированности фондовых рынков ЕС. Особое внимание уделяется обсуждению предложений о введении в ЕС единых еврооблигаций. Это приведет к тому, что экономически более развитые страны (например, Германия) будет вынуждена «привлекать средства в свою экономику по более высокой цене. При этом единые еврооблигации лишат правительства проблемных стран стимула сокращать дефицит бюджета и следовать финансовой дисциплине, так как их долги станут частью долга всего ЕС, поскольку будут заложены в общие долговые инструменты»[[92]](#footnote-92).

В третьей части второй главы особо подчеркивается, что в настоящее время платежные системы в их широком понимании, включающем всю рыночную инфраструктуру для осуществления платежей, торговли ценными бумагами и деривативами, являются, наряду с рынками и финансовыми институтами, входят в число трех основных элементов финансовой системы ЕС. Эти платежные и расчетно-клиринговые системы стали одним из самых динамично развивающихся компонентов формирующейся в ЕС региональной финансовой системы.

**2.1. Институты ЕС, регулирующие формирование региональной финансовой системы**

К числу основных наднациональных институтов, которые регулируют формирование в ЕС региональной финансовой системы, на наш взгляд, можно отнести следующие:

* Европейский Центральный Банк (ЕЦБ);
* Евросистема;
* Европейская служба банковского надзора (EBA);
* Принципы корпоративного управления ОЭСР;
* Европейский Банковский Союз;
* Базельский комитет при Банке международных расчетов.

*Европейский Центральный Банк.*ЕЦБ − это институт, который занимает центральное место в процессе консолидации европейского экономического пространства и формировании в ЕС региональной финансовой системы. ЕЦБ несет ответственность за проведение в ЕС денежно-кредитной и валютной политики. Кроме того, ЕЦБ является единственной организацией, имеющей право разрешать эмиссию банкнот, выраженных в евро. «ЕЦБ осуществляет мониторинг и анализ экономической ситуации в еврозоне, ЕС и остальном мире, разрабатывает и реализует денежно-кредитную политику, проводит валютные операции в отношении третьих стран, хранит международные ликвидные резервы стран еврозоны и управляет ими, обеспечивает бесперебойное функционирование платежных и расчетных систем. «В рамках реализации денежно-кредитной политики ЕЦБ оценка перспектив ценовой динамики дополняется информацией о движении денежной массы и другими характеристиками экономического развития. К ним, в частности, относятся: динамика заработной платы, обменных курсов, цен на долгосрочные государственные облигации, показателей производственной активности и потребительского спроса, индексы цен и издержек производства, изменение налоговых ставок»[[93]](#footnote-93).

Поскольку на определенном этапе интеграции валютных и финансовых рынков ЕС возникла необходимость в создании наднациональных органов финансового регулирования, а в еврозону входят не все члены ЕС, то были созданы две структуры - Евросистема (Eurosystem) и Европейская система центральных банков (European System of Central Banks). Евросистема объединила ЕЦБ и национальные центральные банки тех членов ЕС, которые используют единую европейскую валюту. Национальные центральные банки Дании, Швеции и Великобритании, не участвующие в единой европейской валютной зоне и продолжающие проводить независимую денежную политику, не входят в Евросистему.

В соответствии со своим Уставом (статьи 17–24)[[94]](#footnote-94) ЕЦБ является главным институтом ЕС, отвечающим за проведение денежно-кредитной политики. В этом Уставе определены соответствующие инструменты её проведения: операций на открытом рынке, регулирование дисконтной ставки путем осуществления депозитно-ссудных сделок и установление минимальных резервных требований для кредитных институтов. Основной объект регулирования в рамках данных операций — ликвидность кредитных учреждений, которая непосредственно влияет на спрос и предложение денег в экономике, тем самым воздействуя на уровень инфляции. Совет управляющих ЕЦБ уполномочен разрабатывать денежно-кредитную политику, а исполнительная дирекция — претворять ее в жизнь.

Под руководством совета управляющих в ЕЦБ работает несколько комитетов:

* + по денежно-кредитной политике;
  + внутренних аудиторов;
  + бюджетный;
  + внешних коммуникаций;
  + бухгалтерского учета и денежных доходов;
  + юридический;
  + по рыночным операциям;
  + международных отношений;
  + статистический;
  + банковского надзора;
  + информационных систем;
  + платежно-расчетных систем.

ЕЦБ консультирует Совет Европы и правительства стран ЕС по всем проектам в рамках своей компетенции, в частности, по вопросам денежного обращения, платежно-расчетным средствам и системам, статистическим данным, кредитным организациям, финансовым рынкам. Приоритетной целью политики ЕЦБ в соответствии со второй статьей Устава ЕЦБ[[95]](#footnote-95) является обеспечение стабильности цен и противодействие инфляции. Для этого используются механизмы регулирования объема денежной массы и процентных ставок. Сохранение стабильности цен предусматривает возможность роста гармонизированного индекса цен на потребительские товары (HICP) до 2% в год. Данный индекс используется для определения в ЕС уровня инфляции потребительских цен. Гармонизированный индекс потребительских цен впервые официально был опубликован в 1998 г. для 11 стран, образовавших европейский валютный союз, хотя соответствующие расчеты проводились и ранее. После вступления в еврозону других государств индекс стал калькулироваться для всех стран-участниц. Индексы рассчитываются в каждом государстве ЕС, Исландии, Норвегии, а также в большинстве стран-кандидатов, а затем на их основе определяется индекс, как для еврозоны, так и для ЕС. Одна из ключевых целей расчета соответствующих индексов состоит в оценке устойчивости финансовой системы в краткосрочном периоде[[96]](#footnote-96). Для поддержания стабильности цен в еврозоне используется ставка рефинансирования, а операции на открытом рынке проводятся, чтобы обеспечить гладкое функционирование денежных рынков.

Количественное определение ценовой стабильности, как цели денежной политики, относится к числу важнейших принципов стратегии ЕЦБ. Мониторинг и прогнозирование динамики цен в еврозоне и количественное ограничение роста широкого денежного агрегата М3 принадлежат к основным средствам реализации этой цели.

В рамках существующей в еврозоне системы регулирования финансовый сектор экономики находится под жестким контролем ЕЦБ. В период мирового финансово-экономического кризиса, начавшегося в 2007 г., ЕЦБ с целью обеспечения непрерывного доступа к ликвидности[[97]](#footnote-97) активно использовал операции на открытом рынке, ставшие, по сути, основным средством его антикризисной политики[[98]](#footnote-98). Наполняя рынок ликвидностью, ЕЦБ преследовал решение задачи по увеличению объема кредитования и предотвращения нехватки денег[[99]](#footnote-99).

С мая 2009 г. ЕЦБ установил базовую процентную ставку на рекордно низком уровне в 1% годовых, стремясь способствовать повышению деловой активности и экономическому росту. В апреле и июле 2011 г. ЕЦБ, противодействуя рискам ускорения инфляции, дважды повышал ставку, которая достигла 1,5%. В июле 2011 г. показатель инфляции составил 2,5%[[100]](#footnote-100) в годовом исчислении, что превышает целевой уровень ЕЦБ в 2%.

В ноябре 2011 г. ЕЦБ понизил процентную ставку до 1%, стремясь способствовать экономическому росту в еврозоне и содействовать борьбе с долговым кризисом. Совет управляющих ЕЦБ также принял решение прибегнуть к новым мерам, которые должны облегчить доступ банковского сектора к ликвидности. В частности, ЕЦБ анонсировал проведение двух операций по рефинансированию банков на срок до трех лет, в рамках которых предоставит ликвидность в неограниченном объеме. Регулятор ослабил требования к ценным бумагам, которые берет в качестве обеспечения по своим кредитам: список этих бумаг был расширен, а требования к их рейтингу снижены.

На рубеже 2011−2012 гг. ЕЦБ предоставил банкам стран еврозоны максимальный с начала кризиса объем ликвидности – 1,048 трлн евро[[101]](#footnote-101). В январе 2012 г. ЕЦБ принял решение о сохранении процентной ставки на уровне 1% годовых, ожидая постепенного восстановления экономик стран ЕС.

В феврале 2012 г. ЕЦБ провел второй трехлетний аукцион и предоставил 800 банкам ЕС кредиты на общую сумму 529 млрд евро. Предыдущий аукцион был проведен в декабре 2011 г., когда банки получили 482,9 млрд евро. Предоставление кредитов было направлено на то, чтобы способствовать преодолению долгового кризиса в еврозоне и повышению ликвидности европейских банков.

В сентябре 2012 г. ЕЦБ принял программу прямых монетарных операций, в соответствии с которой ЕЦБ получил возможность приобретать на вторичном рынке неограниченное количество суверенных облигаций проблемных стран сроком обращения от 1 до 3 лет, если ставки доходности по ним будут высокими[[102]](#footnote-102).

Оценивая деятельность ЕЦБ по проведению в ЕС денежно-кредитной политики, важно отметить, что, реализуя задачи по поддержанию стабильности цен и обеспечивая надежное функционирование платежных систем, ЕЦБ проводит стабильную кредитно-денежную политику, на основе которой, при условии осуществления масштабных структурных преобразований, может быть реализован экономический потенциал ЕС. При этом в ситуации финансово-экономического кризиса одна из главных опасностей для стабильности европейской финансовой системы, финансовых рынков и европейской денежной единицы состоит в различных темпах развития экономик стран еврозоны. Дело в том, что проводимая ЕЦБ кредитно-денежная политика ориентируется на усредненные показатели, и страны с более низкими темпами роста оказываются в невыгодном положении. «Это может отрицательно сказываться на инвестиционной ситуации и требует проведения излишне жесткой бюджетной политики.

Кроме того, денежно-кредитная политика, жестко ориентированная на поддержание стабильности цен, приводит к негативным результатам в области производства, поскольку рост экономического потенциала в еврозоне зависит не только от денежно-кредитной политики, но и от таких факторов, как человеческие ресурсы, капитал, запас знаний и эффективность использования перечисленных факторов. Механизм, действующий в данном случае, называется «гистерезис» − феномен, при котором такие обстоятельства, как падение стоимости человеческого капитала и договоренности по заработной плате между уже находящимися на рынке лицами, не дают возможности получить работу претендентам извне, что является причиной нарушения экономического равновесия»[[103]](#footnote-103).

*Евросистема.*Одна из главных задач Евросистемы состоит в обеспечении надлежащего функционирования платежно-расчетных систем еврозоны. Платежные системы представляют собой важный инструмент для осуществления денежно-кредитной политики. Существенные нарушения в работе платежных систем могут негативно сказаться на стабильности финансовых институтов и рынков. Кроме того, надежность и эффективность платежных систем, безопасность платежных инструментов серьезным образом влияют на доверие к единой европейской валюте. Поскольку ЕЦБ и центральные банки стран ЕС традиционно принимали самое активное участие в работе платежных и расчетных систем в Европе, выступая в качестве операторов и участников этих систем, инициируя важнейшие изменения и контролируя действия участников рынка, Евросистема переняла их многостороннюю роль. Евросистема одновременно является оператором платежных систем, органом надзора и катализатором реформ.

Рассматривая вопросы, связанные с функционированием Евросистемы, отметим важную роль надзорных органов при формировании европейской региональной финансовой системы. В частности, необходимость надзора со стороны Евросистемы на рынке платежных и расчетно-клиринговых систем продиктована рядом причин, обусловленных той ролью, которую играет платежная и расчетная инфраструктура в современной экономике. Устойчивое и надежное функционирование этих систем оказывает существенное влияние как на способность всей Евросистемы проводить эффективную денежно-кредитную политику, так и на возможность обеспечивать финансовую стабильность в еврозоне, поддерживать высокую степень доверия к единой европейской валюте.

В осуществлении своих надзорных функций Евросистема исходит из четырех основных принципов:

* во-первых, обеспечение высоких стандартов транспарентности. Евросистема регулярно публикует необходимые требования в рамках своей политики надзора, а также предоставляет исчерпывающую информацию о надзорной деятельности;
* во-вторых, разделение операционной и надзорной функций. Внутри Евросистемы задачей надзора занимается самостоятельное подразделение. Тот же принцип действует и в национальных центральных банках стран еврозоны. Он направлен на то, чтобы избежать потенциального конфликта интересов, который может быть вызван тем, что центральный банк выполняет одновременно функции оператора и надзорного органа;
* в-третьих, применение единых принципов надзора ко всем системам, будь то частные системы или системы самих центральных банков. Это обеспечивает равноправие всех участников рынка;
* в-четвертых, несение владельцами и операторами систем основной ответственности за обеспечение надежного функционирования инфраструктуры, предоставление безопасных и эффективных платежных и расчетных услуг.

Надзорная деятельность Евросистемы имеет четкий правовой мандат и основывается на положениях договора о функционировании ЕС, которые предписывают Евросистеме следить за функционированием платежных и расчетно-клиринговых систем. При этом механизмы правовой ответственности участников рынка перед Евросистемой пока остаются не вполне отрегулированными. И это несмотря на то, что за последние 20 лет надзорная деятельность была значительно расширена и формализована, выводы и оценки экспертов Евросистемы носят в основном рекомендательный характер. Деятельность Евросистемы в области надзора ограничена, по существу, обеспечением безопасности и эффективности работы платежных и расчетно-клиринговых систем в еврозоне. Она не касается таких сфер государственного надзора, как, например, борьба с отмыванием денег и защита информации, которые являются прерогативой других государственных органов.

Помимо участия в работе платежной и расчетно-клиринговой инфраструктуры и надзора за платежными системами, Евросистема играет большую роль в повышении безопасности и эффективности платежных и расчетно-клиринговых операций. С этой целью Евросистема принимает активное участие в продвижении процессов финансовой интеграции и развития финансовых рынков еврозоны. В роли катализаторов этих процессов центральные банки способствуют внедрению изменений, которые призваны решить проблему фрагментации, негативно сказывающуюся на эффективности работы финансовых систем, и устранить риски, связанные с усложненной структурой рынка.

Поскольку финансовая интеграция является, в первую очередь, рыночно ориентированным процессом, Евросистема стремится, по возможности, передать инициативу самим игрокам рынка, ограничиваясь содействием при внедрении изменений и разработкой общей стратегии. В то же время при возникновении координационных проблем центральные банки берут на себя более активную роль, помогая участникам рынка наладить сотрудничество, определить направления развития и обеспечить эффективный обмен информацией.

Евросистема поддерживает постоянный контакт с основными участниками рынка и крупнейшими финансовыми ассоциациями, объединяющими представителей частного сектора, такими как Европейский платежный союз, Европейская ассоциация автоматизированных клиринговых палат, Европейская банковская ассоциация, Ассоциация европейских центральных депозитариев. ЕЦБ имеет возможность непосредственно обсуждать с участниками рынка предлагаемые инициативы и получать представление о том, как рынок оценивает работу самой Евросистемы. Примером такого сотрудничества является создание Контактной группы по вопросам инфраструктуры ценных бумаг (COGESI, Contact Group on Euro Securities Infrastructures) и Контактной группы по вопросам стратегии в области европлатежей (COGEPS, Contact Group on Euro Payments Strategy).

В рамках некоторых наиболее важных проектов Евросистема берет на себя задачу по управлению работой частного сектора, четко прописывая стратегические цели, которые должны быть достигнуты в результате запланированных изменений. Такая координация представляется необходимой в комплексных проектах, разработка и реализация которых занимает долгое время и охватывает большое число участников, как, например, в проекте SEPA. Евросистема также следит за тем, чтобы «правила игры» не менялись в ходе реализации таких инициатив, поскольку это может поставить под удар весь проект. В связи с тем, что создание интегрированного рынка еврозоны требует наличия общих стандартов для различных видов деятельности, Евросистема уделяет большое внимание процессу стандартизации инфраструктуры и рыночных операций. Там, где возможно, стимулируется использование международной практики, в других случаях разрабатываются новые европейские стандарты. В частности, активная работа по стандартизации платежных операций ведется с участием Евросистемы в рамках проекта SEPA.

Таким образом, система платежей в еврозоне развивается в направлении дальнейшей интеграции рынков, совершенствования и технологической модернизации инфраструктуры. Необходимые изменения осуществляются в сфере регулирования и правового обеспечения. Ключевая роль во всех этих процессах принадлежит Евросистеме, являющейся оператором платежных систем, а также выполняющей функции надзора и катализатора проводимых изменений.

*Европейская служба банковского надзора.* В результате мирового финансово-экономического кризиса, по мнению специалистов[[104]](#footnote-104), в ЕС будет продолжаться ужесточение законодательно-нормативного регулирования деятельности финансовых институтов. Существенная роль в этом отношении принадлежит EBA (European Banking Authority), которая была создана 24 ноября 2010 г. Весной 2011 г. EBA во взаимодействии с ЕЦБ и Европейским советом по системным рискам (European System Risk Board, ESRB) провела масштабные стресс-тесты крупнейших банков Европы. В ходе проверки симулировались условия экономического кризиса, в частности, обвал конъюнктуры и волнения на финансовых рынках. В рамках стресс-тестов EBA оценивала показатель достаточности капитала первого уровня. Минимальный порог для тестов − отношение этого капитала к взвешенным по риску активам, равное 5%[[105]](#footnote-105). Среди проваливших тесты оказались пять испанских региональных сберегательных банков, достаточность капитала первого уровня которых опустилась ниже предписанного показателя в 5%: CAM, Pastor, Caja3, Unnim и Catalunyacaixa. Тесты также не выдержали греческие ATEBank, Eurobank EFG и австрийский Volksbanken. Кроме того, еще 16 банков с трудом прошли стресс-тесты с показателями достаточности капитала в пределах 5–6%. Среди них семь испанских, два немецких, два греческих, два португальских и по одному банку из Италии, Словении и Кипра.

EBA также выяснила, что при негативном сценарии развития макроэкономической ситуации в ЕС протестированным банкам понадобится дополнительно 407 млрд евро резервов в 2011 и 2012 гг. В частности, в 2012 г. им может потребоваться 197 млрд евро. Доходы банков в 2011–2012 гг. окажутся на несколько миллиардов евро ниже резервов. Таким образом, согласно выводам EBA, банки, в целом, выйдут в убыток. Совокупная прибыль до резервов (операционная прибыль) составит 180 млрд евро за 2011–2012 гг., упав на 28% по сравнению с показателем 2009–2010 гг., составившим примерно 250 млрд евро.

В своем докладе EBA отметила, что банки, которые не прошли стресс-тесты, обязаны в трехмесячный срок представить властям план повышения капитализации. Регуляторам также следует потребовать от тех банков, которые успешно прошли стресс-тесты, повышать уровень капитализации в дальнейшем, в том числе ограничивая выплаты по дивидендам и обеспечивая приток денежных средств.

Кроме того, согласно решению саммита ЕС, состоявшегося в конце октября 2011 г., ключевой показатель достаточности основного капитала системообразующих банков ЕС должен быть увеличен до 9%.

8 декабря 2011 г. EBA опубликовала результаты осенних стресс-тестов. Из 91 банка 31 провалили данную проверку. Особо следует подчеркнуть, что стресс-тесты провалили 6 банков Германии. Для поддержания на предписанном уровне базового капитала Deutsche Bank, Commerzbank, DZ Bank, Landesbanken NordLB, Helaba и WestLB не хватило 13,1 млрд евро. Что касается финансовых институтов других европейских стран, то им для обеспечения предписанной нормы было необходимо в общей сложности 114,7 млрд евро. По итогам проверки EBA рекомендовала национальным властям потребовать у банков увеличить капитал, создавая капитальный буфер. В соответствии с рекомендациями EBA, государственные власти должны потребовать, чтобы банки представили свои планы, детализирующие меры, которые они намереваются предпринять. Данные планы должны быть согласованы с EBA. На этом фоне в немецких банковских кругах выразили недовольство в связи с обнародованием результатов стресс-тестов. Так, Федеральный союз немецких банков (BDB) подверг действия EBA резкой критике, порекомендовав экспертам EBA в будущем лучше организовывать стресс-тесты и тщательнее подбирать критерии. В начале 2012 г. EBA приняла решение перенести очередные стресс-тесты банковской системы ЕС 2012 на более поздний срок.

*Принципы корпоративного управления.*Специальные нормативные акты европейских регулирующих органов делают корпоративное управление обязательным для всех кредитных учреждений. В частности, в соответствии с директивой о корпоративном управлении в кредитных институтах необходимо наличие четко описанных механизмов, регулирующих:

* организационную структуру;
* подготовку и предоставление отчетности;
* контроль над эффективностью менеджмента;
* оптимизацию системы риск-менеджмента;
* правила и порядок внутреннего контроля;
* административные и бухгалтерские процедуры.

В настоящее время основным документом в области международных стандартов корпоративного управления являются Принципы корпоративного управления ОЭСР (OECD Principles of Corporate Governance). Они были приняты на заседании Совета ОЭСР в мае 1999 г. Принципы корпоративного управления ОЭСР предназначены не только для стран − членов этой организации, но и для других государств, а также для фондовых бирж, компаний, инвесторов. Принципы корпоративного управления ОЭСР носят, скорее, не обязательный, а рекомендательный характер, могут быть использованы при усовершенствовании национальных законодательств.

В 1990 г. была основана Конфедерация ассоциаций европейских акционеров (сокращенное название − «Евроакционеры»). В ее состав вошли 8 национальных ассоциаций акционеров (Бельгии, Великобритании, Германии, Голландии, Дании, Испании, Франции и Швеции). Основная задача данной структуры состоит в поддержке процессов совершенствования корпоративного управления, представительстве интересов отдельных акционеров в рамках ЕС, защите мелких акционеров, повышении прозрачности рынков капитала, увеличении стоимости акционерного капитала компаний. «Евроакционеры» на основании Принципов корпоративного управления ОЭСР издали собственные директивы, которые содержат ряд рекомендаций, касающихся реальных целей деятельности компаний, прав голоса акционеров и заинтересованных лиц, защиты от поглощений, прав на информацию, роли совета директоров. Отметим, что Россия также внедряет Принципы корпоративного управления ОЭСР[[106]](#footnote-106). В 2002 г. в России была опубликована специальная Белая книга, посвященная данной теме[[107]](#footnote-107). С позиции оценки процессов формирования региональной финансовой системы, следует особо подчеркнуть, что широкая практика распространения принципов корпоративного управления позволяет внедрять в кредитных учреждениях механизм внутреннего контроля. Это обеспечивает надлежащий мониторинг и снижение для всех участников рынка возможных операционных рисков.

*Европейский Банковский Союз.*На саммите ЕС 29 июня 2012 г. европейскими лидерами было принято принципиальное решение о создании в еврозоне профильного агентства для надзора за банками. По сути, это явилось первым шагом в процессе формирования банковского союза. Предполагается, что под контроль агентства попадут примерно 25 крупнейших банков еврозоны. Остальные будут подотчетны национальным центральным банкам, работу которых в данном направлении, в свою очередь, будет контролировать новое агентство. В частности, оно будет следить за выполнением европейских банковских норм по достаточности капитала.

Также получил одобрение проект создания единого для стран ЕС казначейства, которое будет следить за исполнением общего бюджета и национальных бюджетов. Решения казначейства будут обязательны для исполнения всеми странами ЕС. Для претворения в жизнь решений ЕС, по мнению экспертов, необходимо учредить пост европейского министра экономики и финансов[[108]](#footnote-108), который возглавит Совет министров экономики и финансов стран ЕС (Экофин) и одновременно будет являться членом Еврокомиссии. Реализация этого решения может оказать заметное влияние на систему принятия решений в ЕС в отношении распределения экономических и финансовых ресурсов.

*Базельский комитет.* В 1974 г. при Банке международных расчетов руководителями центральных банков стран G11 (Бельгия, Великобритания, Германия, Италия, Канада, Нидерланды, США, Франция, Швейцария, Швеция, Япония) был основан Базельский комитет, которому принадлежит особая роль в регулировании финансового сектора ЕС. В задачи Базельского комитета (вместе с ЕЦБ) входит обеспечение стабильности, надлежащего функционирования и экономической устойчивости финансовой системы, соблюдение интересов инвесторов, сохранности денежных средств вкладчиков.

В состав Комитета также вошли Люксембург и Испания, а в 2009 г. Комитет принял решение о расширении количества участников и пригласил к работе представителей России, Австралии, Бразилии, Китая, Индии, Южной Кореи, Мексики, что еще больше расширит возможности этой организации в осуществлении надзора и внедрении единых стандартов в области банковского регулирования.

В настоящее время принципы регулирования банковской деятельности в еврозоне подразделяются на три части: «Базель II» (Международная конвергенция измерения капитала и стандартов капитала, о которой подробно рассказывалось в гл. 1), корпоративное управление (Corporate Governаnce − совокупность специальных нормативных актов европейских регулирующих органов, обязательных для всех кредитных учреждений) и директива Еврокомиссии «О рынках финансовых инструментов» (MiFID − Markets in Financial Instrumets Directive).

Положения «Базель II», которые в 2010 г. были дополнены положениями «Базель III», касаются таких важных вопросов, как формирование капитала, оценка рисков и адекватность капитала. «Базель II» пришел на смену действовавшему в 1992–2007 гг. документу «Базель I», преимущественно ориентированному на управление кредитными рисками. «Базель II» ввел более современные правила регулирования и расчета капитала для снижения кредитных, рыночных и операционных рисков, что способствовало смягчению последствий глобального экономического кризиса, начавшегося в 2007 г. Если в системе «Базель I» оценка рисков проводится на основе собственных методик, то «Базель II» устанавливает стандартный подход к оценке рисков на основании рейтингов международных агентств или особой внутренней процедуры, одобренной национальным регулятором.

Кроме того, в «Базель I» активы взвешивались с учетом единого коэффициента риска внутри каждой группы активов, а в «Базель II» для каждого актива используется свой набор коэффициентов, зависящий от рейтингов страны, индивидуальных кредитных рейтингов и сроков операции. Что касается минимального коэффициента достаточности капитала, то «Базель I» устанавливал его на едином для всех банков уровне, а, согласно «Базель II», он зависит от уровня риск-менеджмента и может быть установлен на более высоком уровне, чем минимальный. В соответствии с требованиями «Базель II», подверглись уточнениям правила расчета максимального риска на материнскую структуру или группу связанных лиц. В них указывалось, что риск-менеджмент должен осуществляться обособленным структурным подразделением, необходимо регулярное проведение стресс-тестов для контроля и учета влияния всех типов рисков на достаточность капитала. В рамках «Базеля II» важными положениями, в частности, являются:

* правила расчета регуляторного капитала для снижения кредитного, рыночного и операционного рисков;
* общие принципы оценки рисков − она осуществляется на основании стандартного подхода (на базе рейтингов международных агентств) или специальной внутренней процедуры, одобренной национальным регулятором;
* расчет достаточности капитала (коэффициент достаточности капитала зависит от уровня риск-менеджмента и может быть установлен на более высоком уровне, чем минимальный);
* наличие специальных процедур управления рисками (риск-менеджмент должен осуществляться обособленным структурным подразделением, регулярное проведение стресс-тестов для контроля и учета влияния всех типов рисков на достаточность капитала);
* контроль регулятора, как за нормативами, так и за качеством процедур;
* требования о раскрытии информации.

Отношение капитала к активам исчисляется с использованием определения регулятивного капитала и взвешенных по риску активов. Отношение совокупного капитала к активам не должно быть ниже 8%[[109]](#footnote-109). Капитал второго уровня не должен превышать 100% капитала первого уровня[[110]](#footnote-110). Подробнее принципы соглашения «Базель II» в систематизированном виде изложены в табл. 2.1.

**Таблица 2.1**

**Основные принципы «Базель II»**[[111]](#footnote-111)

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| Минимум достаточности капитала (Minimum Capital Requirements) | Надзорные процедуры (Supervisory Review Process) | Рыночная дисциплина (Market Discipline) |
| Капитал должен быть достаточен для покрытия кредитных, операционных и рыночных рисков | Контроль со стороны регулятора направлен на оказание содействия в создании системы эффективного управления рисками и выявление проблем с достаточностью капитала на начальной стадии | Информация об уровне достаточности капитала и принимаемых рисках должна быть максимально доступна для других участников рынка |
| Для оценки кредитных рисков должна использоваться стандартная методика (на основе рейтингов международных агентств) или внутренняя методика, утвержденная национальным регулятором | Банки должны действовать в соответствии с процедурами, обеспечивающими эффективное управление рисками, и иметь необходимые стратегии для поддержания достаточного уровня капитала | Регулятор на основании рекомендаций и национального законодательства устанавливает формы отчетности, позволяющие максимально подробно раскрыть уровень принимаемых рисков |
| Для оценки влияния операционных рисков должна использоваться одна из трех методик, основанных на размере дохода. Методики, отличные от стандартных, должны быть утверждены национальным регулятором | Регулятор рассматривает и оценивает внутренние процедуры, связанные с управлением рисками, и вправе требовать их изменения | Регулятор вправе требовать составления и предоставления обязательной отчетности и публикации части или всех сведений, содержащихся в ней Банки обязаны подвергать всю отчетность независимому аудиту |
| Для оценки влияния рыночного риска должна использоваться стандартная методика (основанная на рейтингах международных агентств) или внутренняя методика, одобренная национальным регулятором | Банк обязан поддерживать достаточность капитала на уровне, превышающем минимальные требования Регулятор вправе потребовать от банка увеличения достаточности капитала, если полагает, что принимаемых банком мер недостаточно | Банк обязан руководствоваться МСФО при подготовке всей отчетности и раскрывать информацию о достаточности капитала и принимаемых рисках не реже чем раз в полгода (раз в квартал для крупных международных банков) |

В сентябре 2010 г. Базельским комитетом по банковскому надзору были приняты новые правила по регулированию банковской деятельности, известные как «Базель III»[[112]](#footnote-112). Одной из причин введения стандартов «Базель III» стало осознание экономистами и регулирующими органами особой актуальности проблемы избыточного роста кредитования и масштабных трансграничных потоков краткосрочного капитала[[113]](#footnote-113).

Стандарты «Базель III», по сути, представляют собой попытку масштабной реформы системы регулирования капитала и ликвидности, направленную на укрепление банковского сектора, существенное повышение его стабильности и устойчивости, улучшение способности выдерживать последствия колебаний экономической конъюнктуры и кризисов, независимо от конкретного источника их происхождения, а также на усиление эффективности контроля и надзора за банками. Основные положения концепции «Базель III», в частности, включают:

* учет при оценке достаточности капитала максимально широкого спектра потенциальных рисковых позиций (в том числе, данные, касающиеся производных финансовых инструментов);
* повышение качества структуры капитала;
* введение дополнительных инструментов контроля над рисками банковской деятельности;
* установление контрциклических требований к резервированию капитала;
* введение новых стандартов качества управления ликвидностью;
* установление более жестких требований в отношении раскрытия показателей уровня риска и достаточности капитала.

Правила «Базель III» изначально предусматривали, что доля акционерного капитала в общем объеме взвешенных по риску активов должна составлять не менее 4,5%. Кроме того, от банков требуется создание дополнительного защитного механизма в размере 2,5%[[114]](#footnote-114) капитала с целью противодействия возможным кризисам в будущем. Капитал первого уровня в банках должен быть не менее 6%. Тем банкам, которые не соблюдают данные нормативы, будет запрещено выплачивать дивиденды, хотя их и не будут принуждать к пополнению капитала. При этом адаптационный период для банков продлен до 8 лет[[115]](#footnote-115). Согласно новым нормам, для поддержки бизнеса по торговому финансированию банкам необходимо увеличить в 5 раз объем капитала − с 20 до 100% обязательств о выделении кредитных ресурсов[[116]](#footnote-116).

В июле 2011 г. Еврокомиссия одобрила новый проект правил банковского регулирования. Документ был подготовлен на основе предложений Базельского комитета по банковскому надзору. Новые правила банковского регулирования должны повысить устойчивость европейского финансового сектора и оградить налогоплательщиков от затрат на спасение обанкротившихся финансовых компаний. Значительная часть этих предложений касается реализации согласованных на международном уровне принципов банковского регулирования «Базель III». В соответствии с ними достаточность капитала первого уровня должна быть на уровне 7% активов, взвешенных по степени риска. Для системообразующих банков действует дополнительное требование − буфер в размере 1–2,5% объема активов в зависимости от размера и значимости организации.

Для повышения эффективности надзора за рисками ликвидности, согласно «Базель III», предполагается установить два регуляторных стандарта ликвидности: показатель покрытия ликвидности (LCR, Liquidity Coverage Ratio) и показатель чистого стабильного фондирования (NSFR, Net Stable Funding Ratio).

Помимо контроля над обязательным соблюдением нормативов ликвидности надзорные органы обязаны применять механизмы мониторинга ликвидности, в том числе запрашивая от банков информацию о не соответствии притоков и оттоков ликвидности по контрактным срокам, концентрации фондирования, имеющихся в наличии необремененных активах, которые могут быть использованы как обеспечение на вторичных рынках. По оценкам Еврокомиссии, стандарты «Базель III» могут способствовать увеличению темпов экономического роста в Европе благодаря снижению рисков возникновения финансовых кризисов. Европейский вариант банковской реформы коснется примерно 8200 банков и инвестиционных компаний.

Таким образом, можно сделать вывод, что за последние десятилетия в ЕС сложились определенные наднациональные институты, которые играют очень важную роль в регулировании процесса формирования региональной финансовой системы. В частности, ЕЦБ не только осуществляет мониторинг и анализ экономической ситуации по трем основным уровням − еврозона, ЕС и остальной мир, но и разрабатывает и реализует денежно-кредитную политику. Одним из приоритетов в деятельности ЕЦБ является обеспечение бесперебойного функционирования платежных и расчетных систем. Для этого он проводит валютные операции в отношении третьих стран, а также хранит и управляет международными ликвидными резервами государств еврозоны. В рамках денежно-кредитной политики проводимая ЕЦБ оценка перспектив ценовой динамики дополняется информацией о движении денежной массы и другими характеристиками экономического развития.

**2.2 Формирование в ЕС общего фондового рынка**

Формирование в ЕС региональной финансовой системы на базе единой валюты и «переход к согласованной экономической политике положили начало качественно новому этапу в развитии фондовых рынков ЕС. Исчезновение рисков, существовавших в связи с функционированием ограниченных национальных валютных и кредитных рынков, ускорение оборота капитала и платежей, снижение операционных расходов предприятий, создание единой денежно-кредитной системы явились факторами формирования общего высоколиквидного фондового рынка. В настоящее время происходит дальнейшее повышение ликвидности и правовой гарантированности фондовых рынков ЕС. Национальные законодательства европейских стран совершенствуются в соответствии с согласованными совместными действиями по формированию общего рынка. Проводятся мероприятия по защите интересов миноритарных акционеров, кроме того, в странах ЕС вырабатываются общие правила для предотвращения злоупотреблений на рынке ценных бумаг.

Поскольку возможности, предоставляемые рынком еврооблигаций, делают его привлекательным для различных эмитентов, к заимствованиям на данном рынке прибегают самые разнообразные заемщики − от суверенных правительств до частных предприятий»[[117]](#footnote-117). В настоящее время существует несколько подходов к определению термина «еврооблигация» (евробонд). Под широкое определение попадают все облигации, размещаемые за пределами страны, в валюте которой выражена номинальная стоимость облигаций.

В соответствии с более узким понятием, еврооблигация − это:

* необеспеченная долговая ценная бумага, по которой эмитент обязуется выплатить номинальную стоимость бумаги в будущий период и в дополнение к этому заплатить проценты по оговоренной годовой ставке;
* ценная бумага, выпускаемая национальными корпорациями, международными корпорациями или суверенными государствами для привлечения долгосрочного финансирования;
* ценная бумага, выпускаемая и размещаемая в странах, отличных от валюты страны, в которой евробонд номинирован, среди широкого круга инвесторов посредством синдикатов андеррайтерских фирм и банков таким способом, который избавляет эмитента и синдикат от необходимости выполнять требования законодательства страны размещения по раскрытию информации.

Еврооблигации обычно не выпускаются специально для какого-либо рынка, а размещаются по всему миру. Они, как правило, размещаются в частном порядке среди инвесторов и не предлагаются для открытой продажи, чтобы избежать требований о предоставлении проспекта эмиссии, регистрации, лицензий, листинга. Еврооблигации почти всегда предполагают использование имеющихся в законодательстве разных стран освобождений от регистрационных требований, существующих для профессиональных участников рынка. Каждый из членов синдиката андеррайтеров должен взять на себя ответственность за то, что размещение бумаг среди инвесторов конкретной страны будет соответствовать ее законодательству.

Конечными покупателями и держателями еврооблигаций, как правило, являются профессиональные участники рынка:

* банки;
* финансовые институты;
* страховые компании;
* инвестиционные фонды;
* пенсионные фонды;
* международные корпорации.

В случае, если для конечного инвестора валюта, в которой номинированы еврооблигации, отличается от его национальной валюты, то инвестор принимает на себя кредитный и валютный риски. Особо важно отметить, что еврооблигации не имеют кредитных рейтингов, но инвесторы ориентируются на страновой или корпоративный рейтинг заемщика, поэтому они обращают большое внимание на его репутацию и статус, отдавая предпочтение крупным и известным заемщикам.

С учетом указанных особенностей в традиционном понимании еврооблигация является ценной бумагой на предъявителя. Это придает ей большую ликвидность и обеспечивает анонимность приобретателя, хотя могут быть выпущены и именные еврооблигации.

Еврооблигации могут выпускаться (в документарной и бездокументарной форме):

* посредством публичного размещения на биржах;
* частным образом среди профессиональных участников рынка при посредничестве синдиката андеррайтеров (частное размещение);
* частным образом напрямую заранее определенному одному, нескольким или группе инвесторов (частное-частное размещение).

Еврооблигации, как правило, предполагают получение инвестором дохода без всяких налоговых вычетов. Заемщик, планирующий привлечь средства путем выпуска еврооблигаций, создает дочернюю структуру в одной из специальных юрисдикций, освобождающих эмитентов от обязанности удерживать налог с доходов, выплачиваемых иностранным держателям этих ценных бумаг. Такая дочерняя структура непосредственно выступает эмитентом, производит эмиссию и размещение еврооблигаций (гарантированных материнской компанией) среди инвесторов. При выплате дохода по еврооблигациям с территории такой юрисдикции инвестор получает доход без всякого вычета, а эмитент освобождается от необходимости производить увеличение выплат (gross-up), чтобы после удержания налогов инвестор получил причитающиеся ему суммы.

Средства, вырученные эмитентом от размещения ценных бумаг, предоставляются материнской компании эмитента в виде долгосрочного кредита под проценты, необходимые эмитенту для расчетов с держателями еврооблигаций. Погашение еврооблигаций и выплата процентов обеспечиваются специальной гарантией, выданной материнской компанией своей дочерней структуре-эмитенту на срок до полного погашения выпуска. В случае, если заемщиком выступает государство, освобождение доходов по еврооблигациям от налогообложения может достигаться специальными положениями законодательства страны-заемщика. В некоторых схемах выпуска еврооблигаций, во избежание взимания налогов, вместо дочерней структуры в безналоговой зоне эмитентом выступает иностранный банк, а компания получает средства в виде кредита от банка-эмитента.

В качестве признака, определяющего еврооблигацию, зачастую также выделяется необходимость проведения операций через международные расчетно-клиринговые компании Euroclear и Clearstream (ранее Cedel).

В контексте некоторых нормативных актов Еврокомиссии к еврооблигациям могут применяться критерии, установленные соответствующими документами в отношении европейских ценных бумаг (Euro-securities).

Это должны быть оборотные ценные бумаги, которые:

* первоначально приобретаются и распределяются синдикатом инвесторов, состоящим, по крайней мере, из двух членов, зарегистрированных в различных государствах ЕС;
* предлагаются в значительных объемах в одном из государств ЕС, где зарегистрирован эмитент;
* размещаются либо первоначально приобретаются через кредитные или финансовые организации.

«Развитию рынка еврооблигаций способствовали также и такие факторы, как мягкая система регулирования, возможность страхования от валютных рисков, стремление инвесторов к приобретению высококачественных ценных бумаг. Ассоциация участников международного рынка ценных бумаг (ISMA), которая создана самими участниками этого рынка, является саморегулируемой организацией, ее решения не носят директивного характера, а являются рекомендательными. При этом практически все члены Ассоциации предпочитают соблюдать данные правила, которые упорядочивают рынок, обеспечивают его ликвидность, делают привлекательным как для эмитентов, так и инвесторов. Секретариат ISMA располагается в Цюрихе, но большая часть работы проводится в Лондоне, где находится дочерняя компания, занимающаяся сбором и обработкой информации о функционировании международного рынка ценных бумаг. Сделки, совершаемые членами организации на внебиржевом рынке, фиксируются в специальной системе подтверждения сделок TRAX.

«Вместе с тем, консолидированный подход к регулированию рынка ценных бумаг ЕС реализуется на трех уровнях:

* первичного законодательства, в частности, учредительных договоров, положения которых имеют прямое действие на территории всех стран ЕС»[[118]](#footnote-118);
* вторичного законодательства, к которому относятся директивы, различные нормативы и регламенты, разработанные системообразующими институтами ЕС;
* национального законодательства стран − членов ЕС.

Акты первичного и вторичного правовых уровней относятся к области интеграционного законодательства ЕС. Если какие-то вопросы не урегулированы интеграционным законодательством, то они регулируются странами на национальном уровне. На уровне первичного законодательства (к которому, в частности, относятся Договор о создании Европейского экономического сообщества, Лиссабонский договор и другие базовые документы) не содержатся положений, напрямую касающихся рынка ценных бумаг. Интеграционное регулирование данной сферы в основном осуществляется посредством директив.

«Деятельность компаний по ценным бумагам, в том числе оперирующих еврооблигациями, сначала регулировалась Директивой об инвестиционных услугах (ISD, Investment services directive), регламентировавшей введение единого паспорта, что давало возможность организации, зарегистрированной в любом из государств ЕС, иметь доступ на рынок всех остальных стран сообщества. В отношении отделений и дочерних компаний использовался различный подход. Если к первым применялись правила страны прохождения, то ко вторым − нормы принимающей стороны. Директива предусматривала возможность для компаний по ценным бумагам торговать на фондовых биржах наравне с банками»[[119]](#footnote-119).

Отметим, что состояние фондового рынка государств континентальной Европы во многом зависит от особенностей их финансово-кредитных систем, которые значительно отличаются от финансово-кредитных систем США и Великобритании, сформировавшихся в рамках англосаксонской политико-экономической традиции. Поэтому одна из задач ISD состояла в том, чтобы внести объединяющее начало в регулятивные подходы различных правовых культур участников ЕС, формируя целостную систему регулирования рынка финансовых услуг. Вместе с тем, необходимо принимать во внимание, что в ЕС входят как государства, финансовый рынок которых строился на системе универсальных банков (например, Германия), так и страны, традиционно разделяющие банковскую сферу и рынок финансовых услуг (например, Великобритания). Так, в Соединенных Штатах, по закону Гласа-Стигала от 1933 г.[[120]](#footnote-120), коммерческие банки отделены от инвестиционных банков и брокерских структур, а реальный сектор экономики кредитуют преимущественно институциональные инвесторы. При этом в США несколько последних десятилетий наблюдался заметный рост количества небанковских институтов и увеличение их значения в экономике. Активно развивались страховые компании, частные пенсионные фонды, инвестиционные компании, трастовые фонды[[121]](#footnote-121).

В то же время в ЕС банки представляют собой более универсальные институты, поскольку исполняют эмиссионные, депозитарно-ссудные и инвестиционные функции. В ЕС (кроме Великобритании) банки обладают правом приобретать акции нефинансовых корпораций, что дает возможность иметь практически исчерпывающую информацию о клиентах. Кроме того, в ЕС не существует требования обязательной публикации квартальных отчетов, соответственно сведения о фирмах поступают на рынок один раз в год. Таким образом, в проведении операций с ценными бумагами в ЕС банки обладают определенными преимуществами перед фондовыми биржами. Одним из следствий указанных особенностей финансово-кредитной системы ЕС является меньшее, чем в США, количество акционеров в процентном отношении к общей численности населения»[[122]](#footnote-122).

«Изменения, происходящие на фондовых рынках, в частности, на рынках еврооблигаций, осуществляются в координации между всеми странами ЕС. Вместе с тем, основные направления формирования финансового рынка Европы во многом зависят от Германии, как одного из европейских экономических лидеров. Существенное влияние на ход данного процесса оказывает германская модель универсального банка, отличительными чертами которой являются преобладание банковского кредитования и эмиссия долговых ценных бумаг в качестве источников финансирования реального сектора, а также значительные размеры участия банков в капитале промышленных предприятий. В связи с этим при рассмотрении ключевых векторов развития в ЕС рынка ценных бумаг представляется целесообразным особое внимание уделять процессам, происходящим в Германии.

Так, с января 2002 г. в Германии вступил в действие заметно укрепивший позиции страны на международных рынках Закон о покупке и передаче ценных бумаг. Он регулирует покупку и передачу ценных бумаг, а также обязательства по ним. Положения Закона распространяются на национальные компании, акции которых участвуют в торгах на биржах Германии или любом рынке стран ЕС. В феврале этого же года был введен Закон о прозрачности и правилах публикации отчетности, а также разработан Кодекс корпоративного управления, устанавливающий правила поведения, принятые на международных рынках, что способствовало повышению доверия к компаниям со стороны инвесторов, большей открытости в управлении компаниями. Во всех перечисленных действиях с очевидностью просматривается тенденция к приведению норм регулирования рынка ценных бумаг ЕС в соответствие с международными правилами, без чего в эпоху глобализации финансовых отношений затруднено эффективное развитие национальных и региональных рынков.

В мае 2002 г. в Германии был создан единый орган контроля над всем финансовым рынком − Федеральное управление по надзору за финансовыми услугами, что позволило консолидировать усилия надзорных структур и интегрировать систему контроля над различными секторами финансового рынка.

В 2003 г. была принята государственная Программа по улучшению финансовой ситуации в Германии, где в перечне важнейших вопросов были выделены:

* завершение пенсионной реформы;
* защита прав и интересов инвесторов;
* обеспечение доступа к капиталу малым и средним фирмам.

Постепенно было завершено формирование принципов и методов гарантирования прав держателей ценных бумаг, чтобы не ущемлялись интересы как крупных акционеров, так и обладателей небольших пакетов. Кроме того, на Немецкой бирже была введена трансъевропейская система параллельных рынков (Euro Neuer Markt) для доступа на рынок малых и средних компаний. Система позволяла проводить займы с помощью эмиссии акций, прежде всего, фирмам, имеющим венчурный характер и функционирующим в сфере телекоммуникаций, мультимедиа, электронных методов обработки информации. Для выхода на этот рынок необходимо было соблюдать ряд условий, а именно: объем выпуска акций должен быть не менее 1,5 млн евро, портфель ценных бумаг диверсифицирован не менее чем на 20%, акции должны быть обыкновенными. От компаний требовалось в обязательном порядке выпустить проспект эмиссии в соответствии с Международным стандартом бухгалтерского учета (IAS) или Общепринятыми принципами бухгалтерского учета (GAAP)[[123]](#footnote-123).

В Германии значимой составляющей рынка акций была система индексов. Главный фондовый индекс Германии Dax (от Deutscher Aktienindex, индекс курсов немецких акций) характеризует общее состояние экономики Германии, учитывая 30 основных ценных бумаг («голубых фишек») ведущего сегмента с наивысшими объемами продаж. Dax в значительной мере отражает производственную структуру немецкой экономики и представляет около 60% всего капитала, допущенного к котировке на германских биржах. Процентное участие в DAX той или иной компании зависит от размера ее основного капитала. Чем больше размер капитала, тем больше процент участия в индексе.

Наряду с DAX на фондовых рынках Германии использовались и другие индексы. В частности, TecDAX отражает показатели 30 наиболее ликвидных акций высокотехнологичных компаний, MDAX представляет собой индекс акций 50 крупнейших предприятий традиционных отраслей промышленности, SDAX является индексом акций 50 компаний ведущего сегмента, уступающим по показателям ликвидности компаниям, входящим в MDAX. 30 акций DAX, 50 акций MDAX и 30 акций TecDAX вместе формируют HDAX. Новый индекс Midcap Market Index, включающий акции MDAX и TecDAX, показывает котировки акций компаний среднего уровня капитализации»[[124]](#footnote-124).

Следует отметить, что вместо ISD была принята усовершенствованная и более современная директива MiFID, которая закрепила ключевые понятия рынка ценных бумаг ЕС. MiFID официально вступила в действие 1 ноября 2007 г. после принятия Еврокомиссии соответствующей директивы «О рынках финансовых инструментов». Это стало важным шагом в процессе формирования в ЕС региональной финансовой системы. Необходимо подчеркнуть, что данная директива существенным образом повлияла на создание в ЕС единого рынка капиталов, поскольку изменила основные правила его регулирования, придя на смену ISD, с помощью которой был начат процесс стандартизации регулирующих правил для рынков капитала. MiFID не полностью установила наднациональный контроль, сохранив определенную степень национального регулирования рынков капитала. Вместе с тем, ее положения отменили некоторые местные ограничения, оставив за национальными регуляторами только право экстренного реагирования в кризисных ситуациях.

MiFID вводит унифицированные правила обслуживания клиентов на финансовых рынках, процедуры распределения функций при обслуживании клиентов, требование проведения сделок в их интересах на условиях максимальной прозрачности.

Регулируя инвестиционные сделки в Европе, MiFID обеспечивает:

* создание единых стандартов качества предоставляемых инвестиционных услуг;
* упрощение правил для трансграничных сделок между странами Европы;
* создание равных условий для всех участников финансовых рынков;
* повышение уровня прозрачности рынков финансовых услуг;
* усиление защищенности клиентов на финансовых рынках.

При обслуживании клиентов MiFID требует проведения для каждого из них специального теста, позволяющего корректно классифицировать его в качестве розничного (Retail), профессионального (Professional) или независимого (Eligible Counterparty) участника рынка, устанавливая определенные правила совершения сделок для соответствующей группы.

С целью совершенствования процесса регулирования рынков MiFID устанавливает процедуры учета и представления отчетности о совершенных сделках, требует прозрачности заключаемых сделок вне зависимости от типов торгов и площадок. MiFID также оптимизировала правовое регулирование деятельности как традиционных европейских институтов, так и новых игроков рынка, выделив три вида торговых площадок и определив правила их функционирования:

* традиционные биржи (называемые в директиве «регулируемыми рынками»);
* многосторонние торговые структуры (multilateral trading facilities);
* систематические интернализаторы (systematic internalisers) — компании, которые на организованной и систематической основе действуют вне регулируемых рынков и многосторонних торговых структур.

Существенной характеристикой MiFID является ее универсализм, поскольку она действует на всей территории Европы, в отличие от ISD, которая не подразумевала единых общеевропейских правил. MiFID также унифицирует положения о раскрытии информации по сделкам с ценными бумагами, устанавливая требования к предоставлению единого для ЕС пакета информации по конкретному финансовому инструменту и хранению информации о сделках. В то же время в рамках MiFID уточняются требования к операциям с новыми финансовыми инструментами, в том числе активами страховых компаний.

MiFID сняла ограничения на операции с деривативами во Франции, Испании и Италии, где ранее местные биржи имели фактическую монополию на проведение этих торгов. MiFID также упростила возможность работы в государствах ЕС филиалов страховых, брокерских и инвестиционных компаний из других стран.

Изменения после вступления в действие MiFID увеличили степень защиты инвестора. Так, был внедрен механизм прямой компенсации инвестору в случае нарушений правил директивы. MiFID ввела новую классификацию профессиональных участников рынка и новые правила для проведения операций с капиталом, что потребовало создания адекватной системы раскрытия информации ведущими банками ЕС. Директива способствовала привлечению финансовыми организациями новых заказов, увеличению количества международных трансакций, внедрению более эффективных и качественных исполнительных процедур, уменьшению расходов, расширению границ предоставления услуг.

Отметим, что в 2009 г. в условиях продолжавшегося «мирового финансово-экономического кризис рабочая группа представила Европейской комиссии доклад о развитии системы надзора за финансовыми учреждениями стран ЕС. Было предложено создать Европейский совет по системным рискам (ECSR), который должен осуществлять макроэкономический надзор за ситуацией во всех сегментах финансовых рынков. Также было рекомендовано учредить Европейскую систему финансового надзора (ESFS), которая обеспечит координацию действий национальных надзорных органов и выработку новых стандартов в данной области. В декабре 2009 г. министры финансов ЕС согласовали вариант создания органов общеевропейского банковского, финансового и страхового надзора, работа которых должна проводиться совместно с ECSR»[[125]](#footnote-125).

На этом фоне следует подчеркнуть, что валютная структура рынка еврооблигаций изначально характеризовалась лидерством американского доллара, вслед за которым все более прочные позиции завоевывали немецкая марка и японская иена. Затем происходил постепенный рост доли евро. «Если до введения евро, по данным на 1997 г., около 60% займов в мире было эмитировано в долларах США, а валюты государств, образовавших еврозону, занимали 24% рынка, то после введения евро уже в 1999 г. доля европейской валюты составляла 48%, а доля американского доллара − 43,3%[[126]](#footnote-126). Одной из причин отмеченной тенденции были более низкие, по сравнению с США, процентные ставки по долгосрочным займам в странах еврозоны. Вместе с тем, происходило постепенное расширение перечня используемых на рынках еврооблигаций валют.

При этом на рынке ценных бумаг принято подразделять эмитентов по нескольким категориям. В табл. 2.2 показана структура эмитентов по числу обращающихся выпусков еврооблигаций с 1980 по 1999 г. (к моменту введения евро).

**Таблица 2.2**

**Структура рынка еврооблигаций по категориям эмитентов**

**(за 1980–1999 гг.)**[[127]](#footnote-127)

|  |  |
| --- | --- |
| Эмитент | Доля, % |
| Наднациональные институты | 7 |
| Суверенные заемщики | 7 |
| Банки | 25 |
| Корпорации | 56 |
| Другие | 5 |

Данные табл. 2.2 наглядно демонстрируют, что более половины еврооблигаций выпускалось корпорациями. В основном на этом рынке оперируют крупные транснациональные корпорации. По показателю доли от числа выпусков более чем в 2 раза им проигрывают банки. Следует принимать во внимание, что при учете объемных показателей в структуре рынка заметно возрастает доля суверенных и наднациональных эмитентов, поскольку их эмиссии намного крупнее, чем у других категорий заемщиков.

На фоне роста объемов эмиссий со стороны наднациональных и государственных институтов корпорации, банки и другие финансовые учреждения, тем не менее, сохраняют доминирующую роль на рынке еврооблигаций, выпуская от 55 до 75% общего объема еврозаймов. Основная цель корпоративных эмитентов состоит в диверсификации финансирования, использовании альтернативных источников получения средств. Кроме того, по сравнению с традиционными источниками, к которым, прежде всего, относятся банковские кредиты, рынок еврооблигаций не столь обременен регламентирующими положениями, бюрократическими и юридическими формальностями, на эмитента налагается гораздо меньше различных обязательств. Экономия финансовых издержек за счет этого на рынке еврооблигаций может достигать 20%, выигрыш по времени также бывает весьма значительным.

«Отличительной чертой рынка еврооблигаций является то, что в качестве эмитентов выступают надежные заемщики, чья репутация и кредитоспособность не вызывают сомнений. Только в этом случае есть гарантия размещения облигационного выпуска. Для выхода на рынок еврооблигаций необходим рейтинг. Высокий рейтинг не является абсолютно обязательным условием размещения займа, но позволяет удешевить заем, установив более низкую процентную ставку. Рейтинговые агентства (Standart&Poor`s, Moody`s и Fitch) сейчас представляют собой неотъемлемую часть инфраструктуры рынка. Это, по сути, профессиональные консультанты или посредники, оценивающие кредитные риски и качество кредита. Рейтинговые компании в определенной степени способствуют преодолению ассиметрии информации, существующей между эмитентами и инвесторами»[[128]](#footnote-128).

Вместе с тем, в период мирового финансово-экономического кризиса, который начался в 2007 г., деятельность рейтинговых компаний подверглась масштабной критике. Дело в том, что функционирование рейтинговых агентств, в основном, сводилось к проциклическому воздействию, усиливавшему восходящие и нисходящие колебания на финансовых рынках. В ходе расследования деятельности кредитных рейтинговых агентств в период экономического кризиса американская Комиссия по ценным бумагам и биржам (Securities and Exchange Commission) установила, что эти компании неадекватно управляли конфликтом интересов и нарушали внутренние процедуры, присваивая высокие рейтинги ипотечным облигациям.

Европейский орган по надзору за рынком ценных бумаг (ESMA) призвал Standard&Poor’s, Moody’s и Fitch соблюдать правила, установленные для рейтинговых агентств в Европе. В отличие от США, где требования к агентствам довольно размыты, в ЕС они являются более жесткими»[[129]](#footnote-129). Поэтому ESMA считает, что системы надзора за агентствами в Европе и в США не соответствуют друг другу. В ЕС была предпринята попытка инициировать начало реализации проекта по созданию собственного рейтингового агентства, но после принятия в США новых правил, регламентирующих деятельность рейтинговых агентств, ЕС приостановил реализацию данного проекта.

«Среди заемщиков по ряду показателей выделяется группа наднациональных институтов, к которым относятся Мировой банк, Европейский инвестиционный банк, Международная финансовая корпорация и другие аналогичные структуры, которые считаются самыми надежными эмитентами и имеют наивысший рейтинг («ААА»). Для них стоимость привлечения ресурсов на рынке минимальна. Широкие возможности рынка еврооблигаций при этом позволяют гибко варьировать параметры эмиссий, соответствующим образом реагируя на политико-экономическую конъюнктуру. Значительную группу составляют суверенные заемщики, то есть государственные институты, к которым относятся:

* правительства суверенных государств;
* региональные органы власти той или иной страны;
* государственные (полугосударственные) организации.

«Правительства всех стран еврозоны с введением евро также фактически вышли на рынок еврооблигаций. Дело в том, что если ранее правительства выпускали государственные ценные бумаги исключительно на внутреннем рынке, то теперь ценные бумаги зачастую эмитируются в масштабе всего ЕС в соответствии с правилами и стандартами европейских фондовых рынков.

Региональные и местные правительства стран ЕС все охотнее стали прибегать к заимствованиям на рынке еврооблигаций, что не в последнюю очередь обусловлено процессами децентрализации финансовых и политических полномочий. Риск этих квазисуверенных эмитентов тесно связан с риском государства в целом. Рейтинг региональных правительств, согласно существующим правилам, не может превышать рейтинг страны, при этом рейтинги кредитоспособности регионов даже одного государства могут сильно различаться между собой»[[130]](#footnote-130).

Среди тех, кто приобретает ценные бумаги на рынке еврооблигаций, принято выделять категории институциональных и розничных инвесторов. К институциональным инвесторам относятся страховые компании, пенсионные фонды, фонды управления активами, хедж-фонды, банки и другие институты. Поскольку в ЕС существует значительный потенциал для развития современных форм коллективного инвестирования, можно спрогнозировать дальнейшее увеличение роли институциональных инвесторов в ЕС. Институциональные инвесторы также именуются профессионалами, поскольку их работа проводится при всестороннем обеспечении процесса инвестирования, включая макроэкономические исследования, макроэкономические моделирование и прогнозирование, всесторонний мониторинг, управление рисками. Институциональные инвесторы играют большую роль в большинстве сделок на рынке еврооблигаций.

Вместе с тем, в ЕС сильное влияние оказывают также и розничные инвесторы. К этой категории относятся частные лица, располагающие значительным состоянием, а также относительно небольшие финансовые институты. «Формы работы на рынке розничных инвесторов отличаются от деятельности институциональных инвесторов. В частности, они склонны приобретать хорошо известные типы облигаций с высоким уровнем рейтинга. Выпуски ценных бумаг, приобретаемых розничными инвесторами, менее ликвидны, однако отличаются большей устойчивостью котировок, как при росте, так и при падении рынка»[[131]](#footnote-131).

«Особо следует отметить, что суверенные евробонды являются важным рыночным индикатором состояния экономики, что наглядно проявилось в период мирового финансово-экономического кризиса. В частности, ключевой параметр в этом отношении − доходность 10-летних государственных облигаций. Сигналом о возможном кризисе неплатежеспособности страны считается преодоление 7%-го уровня доходности. В табл. 2.3 приведены данные о кредитных рейтингах стран еврозоны и доходности их 10-летних гособлигаций»[[132]](#footnote-132) на декабрь 2013 г.

**Таблица 2.3**

**Кредитные рейтинги стран еврозоны и доходность гособлигаций, декабрь 2013 г.**[[133]](#footnote-133)

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| Страна/Рей-тинговое агентство | Moody's | S&P | Fitch | Инвестицион-ный уровень | Доходность 10-летних гособлигаций, 31.12.2013 г., % |
| Австрия | Aaa | AA+ | AAA | Инвестицион-ный уровень | 2,279 |
| Финляндия | Aaa | AAA | Отозван | 2,150 |
| Франция | Aa1 | AA | AA+ | 2,432 |
| Германия | Aaa | AAA | AAA | 1,941 |
| Люксембург | Aaa | AAA | Отозван | − |
| Нидерланды | Aaa | AA+ | AAA | 2,243 |
| Бельгия | Aa3 | AA | AA | 2,558 |
| Эстония | A1 | AA+ | A+ | 1,941 |
| Словакия | A2 | A | A+ | − |
| Мальта | A3 | BBB+ | A | 3,130 |
| Словения | Ba1 | A- | BBB+ | 4,997 |
| Италия | Baa2 | BBB | BBB+ | 4,098 |
| Ирландия | Ba1 | BBB+ | BBB+ | 3,466 |
| Испания | Baa3 | BBB- | BBB | 4,145 |
| Кипр | Caa3 | B- | B- | Спекулятив-ный (мусорный) уровень | 6,00 |
| Португалия | Ba3 | BB | BB+ | 6,157 |
| Греция | Caa3 | B- | B- | 8,570% |

«Как видно из табл. 2.3, государственные облигации Германии имеют очень низкую доходность, а самым сильным недоверием инвесторов пользуется Греция. Такое расхождение в доходности гособлигаций является одним их барьеров на пути консолидации в ЕС общего экономического пространства. Так, обсуждаемое в ЕС предложение о введении единых еврооблигаций означает, что Германии в этом случае придется привлекать средства в свою экономику по более высокой цене.

Более того, единые еврооблигации лишат правительства проблемных стран стимула сокращать дефицит бюджета и следовать финансовой дисциплине, так как их долги станут частью долга всего ЕС, поскольку будут заложены в общие долговые инструменты. Не случайно наиболее активно за введение единых еврооблигаций выступают самые проблемные страны − Греция, Италия, Португалия и Испания, а самым жестким противником является Германия, которая полагает, что единые облигации еврозоны не смогут принципиальным образом решить проблему долгового кризиса, но при этом снизят мотивацию для проведения программ строгой экономии.



*Источник:* Bloomberg

**Рис. 2.1. Изменение доходности 10-летних гособлигаций стран еврозоны, 2009–2013 гг. [[134]](#footnote-134)**

На рис. 2.1 показано, как менялась доходность 10-летних государственных облигаций стран еврозоны в период с 2009 по 2013 г. Очевидно, что наибольшую остроту кризис в проблемных странах еврозоны приобрел в 2011–2012 гг., причем в самом тяжелом положении находилась Греция, балансировавшая на грани суверенного дефолта. Тревожная ситуация также складывалась на Кипре, в Италии, Португалии, Испании. На этом фоне достаточно благополучно чувствует себя Финляндия, также очень устойчивы позиции Германии»[[135]](#footnote-135).

Со своей стороны, ЕЦБ в период мирового финансово-экономического кризиса стал периодически покупать государственные бумаги проблемных стран еврозоны в рамках системы мероприятий SMP (Securities Markets Programme), которые были инициированы в мае 2010 г. Это делалось для снижения доходности государственных облигаций кризисных стран и снятия напряжения с рынков. В частности, в рамках первого этапа SMP ЕЦБ приобретал бумаги Греции, Ирландии и Португалии. В августе 2011 г. ЕЦБ приступил к интервенциям на рынках государственных облигаций Италии и Испании, которые также начали серьезно страдать от недоверия инвесторов»[[136]](#footnote-136).

Другим важным фактором, оказывающим существенное влияние на формирование в ЕС фондового рынка, является то, что в последнее время все большее распространение в Европе получает торговля ценными бумагами в режиме онлайн на электронных рынках, которая ведется круглосуточно и из любой точки мира. Она имеет очевидные преимущества, состоящие в минимизации временных издержек и потерь, связанных с курсовыми колебаниями в процессе совершения и оформления сделок. Сокращение издержек при торговле в режиме онлайн оценивается в 30% и более по сравнению с обычным форматом осуществления сделок. Внедрение новых информационных и коммуникационных технологий на фондовых рынках ЕС привело к тому, что конкуренцию традиционным торговым площадкам, не приспособленным в достаточной степени к международным операциям, стали составлять новые трансграничные посреднические структуры. Они именуются «электронные сети коммуникаций» (ECN) и являются, по сути, альтернативные электронные системы торговли, предоставляющие такой же набор услуг, как и фондовые биржи. Спецификой указанных организаций в том то, что состав их собственников определяется транснациональными финансовыми институтами, не имеющими видимых национальных интересов. Объемы онлайн-торговли в ЕС растут очень быстро и становятся все более существенной частью фондовых рынков. Это позволяет участвовать в операциях значительному количеству физических лиц.

Таким образом, «стабильность и устойчивость дальнейшего развития фондовых рынков ЕС не в последнюю очередь будет зависеть от порядка регулирования этих рынков, от того, насколько успешно будет происходить унификация регулирующих положений национальных законодательств, различных правил и предписаний, действующих в странах ЕС. При этом одним из факторов роста эффективности функционирования фондовых рынков ЕС является процесс стандартизации и повышения прозрачности бухгалтерской отчетности для корпоративных и других негосударственных эмитентов, действующих на рынке международных займов, а также приведение этой отчетности в соответствие с международными стандартами. В связи с этим следует отметить, что в рамках ЕС установлены правовые рамки, регламентирующие покупку и передачу ценных бумаг и обязательств по ценным бумагам»[[137]](#footnote-137). Выработаны правила о прозрачности и публикации отчетности, укрепившие доверие инвесторов к компаниям. Одновременно осуществляется и постепенная интеграция контроля над секторами финансового рынка: банковским, страховым и рынком ценных бумаг.

«Вместе с тем, на рынке еврооблигаций острой и актуальной проблемой является соблюдение баланса в заимствованиях между эмиссией государственных облигаций и показателями реального экономического роста в странах ЕС. В случае нарушения равновесия возникает угроза повышения нагрузки на бюджеты разных уровней, что приводит к бюджетному дефициту и нехватке средств на выполнение государственных обязательств, особенно в период мирового финансово-экономического кризиса. В связи с этим реализация идеи о введении в ЕС единых еврооблигаций (общих долговых инструментов) в настоящее время представляется маловероятной, поскольку данный проект не будет стимулировать правительства проблемных стран сокращать дефицит бюджета и следовать финансовой дисциплине, так как их долги станут частью долга всего ЕС»[[138]](#footnote-138).

**2.3 Современная инфраструктура региональной финансовой системы**

«В последнее время значение рыночной инфраструктуры для осуществления платежей и торговли финансовыми инструментами в ЕС существенно возросло благодаря как небывалому росту объемов финансовых трансакций, так и большому количеству инноваций и усовершенствований в области информационно-коммуникационных технологий. На современном этапе формирования в ЕС региональной финансовой системы платежные и расчетно-клиринговые системы являются одним из самых динамично развивающихся компонентов. Это объясняется тем, что функционирование в ЕС региональной финансовой системы практически невозможно без эффективной и надежной работы платежных систем. Поэтому за короткое время они заметно эволюционировали и, безусловно, претерпят еще немало изменений в ближайшем будущем».[[139]](#footnote-139)

Платежи в ЕС осуществляются с помощью двух общеевропейских систем расчетов: ТАRGЕТ (Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system), на смену, которой затем пришла система второго поколения TARGET2, а также EURO1 (система Европейской банковской ассоциации).

ТАRGET представляет собой систему межбанковских расчетов в евро, функционирующую в режиме реального времени. ТАRGET состоит из связанных между собой национальных автоматизированных систем оптовых расчетов — RTGS (Real Time Gross Settlements), размещенных в каждой из стран-участниц ЭВС. Центры RTGS спланированы как расчетные палаты, где дебетовые и кредитовые зачисления обрабатываются по мере поступления.

На рис. 2.2 показана система связей между национальными системами RTGS. Осуществление платежей в еврозоне на современном этапе основывается на двух главных принципах: принцип единой валюты и принцип «единого паспорта». Первый подразумевает, что все платежи в евро и трансакции по ценным бумагам в еврозоне считаются внутренними. Таким образом, предполагается, что все деноминированные в евро трансакции, осуществляемые в еврозоне, должны проводиться в едином порядке, независимо от того, находятся участники в одной стране или в разных странах. Второй принцип позволяет институтам, имеющим лицензию в одной из стран ЕС, предоставлять услуги в любой другой стране.

Европейский центральный банк

Центр RTGS национального Центрального банка

Центр RTGS национального Центрального банка

ТАRGET

Банки Банки

*Источник*: составлено автором.

**Рис. 2.2. Система связей между национальными системами RTGS**

Изначально платежные и расчетно-клиринговые системы в еврозоне были сравнительно разрозненными, создавались в соответствии с требованиями местных рынков европейских стран и не отвечали потребностям единой валютной зоны. С введением евро рыночная инфраструктура платежей претерпела фундаментальные изменения. Наиболее существенными были нововведения в сфере расчетных систем для крупных сумм (Large-Value Payment Systems, LVPS), благодаря чему эти системы качественно усовершенствовались. Более медленными темпами, чем в сегменте крупных платежей, в еврозоне идут процессы гармонизации, интеграции и консолидации систем розничных платежей.

На момент введения единой валюты в еврозоне действовало шесть LVPS, которые могли совершать операции в евро. Две из них — TARGET и EURO1 − функционировали на всей территории еврозоны. Остальные четыре были более локализованы: EAF в Германии, PNS во Франции, SPI в Испании и POPS в Финляндии. Крупнейшей из них на тот период была немецкая EAF, выполнявшая в 1999 г. около 50 000 трансакций в день со средним объемом ежедневных трансакций в 150 млрд евро[[140]](#footnote-140). Это были платформы разного типа: SPI представляла собой систему по многосторонним расчетам на нетто-основе, POPS − систему по двусторонним расчетам на нетто-основе, а EAF и PNS − гибридные системы, объединявшие элементы систем валовых и нетто-расчетов. Впоследствии три системы (EAF, SPI и PNS) прекратили свое существование, а POPS была переквалифицирована в систему розничных платежей.

Постепенно разрозненные национальные системы были заменены трансъевропейской автоматизированной экспресс-системой валовых расчетов в режиме реального времени − TARGET. Разработка проекта TARGET осуществлялась с целью решения трех основных задач. Во-первых, новая система должна была ускорить интеграцию денежного рынка еврозоны, облегчив ЕЦБ проведение единой кредитно-денежной политики. Во-вторых, она должна была создать безопасный и надежный механизм для расчетов в деньгах центрального банка на основе системы валовых расчетов в режиме реального времени (RTGS). И, в-третьих, ставилась задача по повышению эффективности платежей в евро.

Временные рамки для реализации проекта были довольно жесткими: создание единого валютного рынка требовало скорейшего решения всех трех задач, поэтому создать с нуля полноценную систему RTGS общеевропейского охвата не представлялось возможным. В связи с этим в своем первоначальном виде система TARGET имела децентрализованную структуру и базировалась на уже существующих платформах. Фактически она представляла собой «систему систем», объединившую национальные системы RTGS. В итоге TARGET полностью выполнила первоначально стоявшие перед ней задачи. Она стала основной платформой для обработки крупных платежей, тем самым существенно снизив системные риски. Кроме того, доступность услуг системы на всей территории еврозоны способствовала укреплению единого денежного рынка и увеличила эффективность трансграничных платежей.

Вместе с тем, децентрализованная структура системы TARGET первого поколения не позволяла добиться необходимого сокращения издержек, повышения конкурентоспособности европейского рынка и тормозила расширение еврозоны. Для решения этих проблем в 2002 г. ЕЦБ приступил к разработке проекта TARGET2, в рамках которого децентрализованная система первого поколения была заменена единой платформой SSP. Операторами SSP стали центральные банки Италии, Франции и Германии. Переход на систему TARGET2 начался в ноябре 2007 г. и был полностью завершен к маю 2008 г.

TARGET2 является сейчас основной системой для проведения всех платежных и расчетных операций в евро. Это ключевая система для управления и поддержания банковской ликвидности в еврозоне. В TARGET2 платежи обрабатываются в непрерывном режиме на основе принципа необратимости трансакций. Система может использоваться для всех кредитовых переводов, осуществляемых в евро. В ней обрабатываются как межбанковские, так и клиентские платежи, нижних и верхних лимитов по объемам платежей не существует.

TARGET2 используется в обязательном порядке для всех платежей с участием национальных центральных банков стран еврозоны, а также для расчетных операций неттинговых систем для крупных сумм. Для всех других платежей, например, межбанковских и коммерческих, участники рынка могут применять TARGET2 или любую другую систему на свой выбор. TARGET2 используется также для расчетных операций многих внешних систем, таких как системы розничных платежей и расчетно-клиринговые системы для сделок с ценными бумагами. Уникальной особенностью TARGET2 является то, что платежные услуги в евро доступны на территории, которая географически выходит за границы еврозоны. Национальные центральные банки и банковские сообщества стран ЕС за пределами еврозоны имеют возможность на добровольной основе при соблюдении определенных условий присоединиться к данной системе.

В 2006 г. в системе TARGET было 1058 прямых и 9317 непрямых участников. Переход к системе TARGET2 привел к сокращению их количества. К концу 2009 г. в ней насчитывалось 800 прямых и 3687 непрямых участников. В 1999 г. рыночная доля TARGET составляла 70% по количеству платежей и 52% по объему платежей. В абсолютных цифрах ежедневный оборот составлял в среднем около 239500 платежей и 925 млрд евро. К 2009 г. рыночная доля TARGET2 возросла до 89,4% по количеству платежей и до 60,3% по объему платежей. Ежедневный оборот достиг в 2009 г. в среднем 345768 платежей и более 2 трлн евро[[141]](#footnote-141).

Второй по значимости LVPS в еврозоне является система EURO1. Она действует на основе отложенных нетто-расчетов. Система EURO1 управляется компанией EBA CLEARING Company, созданной Европейской банковской ассоциацией, в которую входит 190 банков-участников из стран-членов ЕС, Норвегии, Швейцарии, США, Австралии, Японии, Китая, Индии, Филиппин и ОАЭ.

После введения евро несколько систем, обслуживающих европейскую валюту, было создано за пределами еврозоны. Крупнейшая из них − система связанных непрерывных расчетов (CLS, Continuous Linked Settlement System). Это − международная система для осуществления расчетов по конверсионным операциям, действующая на основе механизма «платеж против платежа». Запуск CLS в сентябре 2002 г. сыграл большую роль в снижении рисков при расчетах в иностранной валюте.

Таким образом, в связи с введением единой валюты Евросистема приняла участие в создании новых механизмов и структур для проведения расчетов в евро, трансграничного использования залогового обеспечения в кредитовых операциях, а также для расчетов по сделкам с ценными бумагами. Эти задачи были реализованы в проектах TARGET/TARGET2, модели центральных банков − корреспондентов CCBM (Сorrespondent Сentral Banking Model), которые уже действуют на рынке, и в проекте по созданию системы для расчетов по сделкам с ценными бумагами T2S. Все эти три проекта образуют базовую инфраструктуру для проведения финансовых операций в еврозоне, способствуют финансовой интеграции европейских рынков, повышению качества и эффективности платежных и расчетно-клиринговых услуг.

0

500

1000

1500

2000

2500

3000

1999 г.

2000 г.

2001 г.

2002 г.

2003 г.

2004 г.

2005 г.

2006 г.

2007 г.

2008 г.

2009 г.

*Млрд евро*

CLS

TARGET (ЕС)

Fedwire (США)

CHIPS (США)

BOJ-NET

(Япония)

*.*

*Источники:* Банк Японии, CHIPS, CLSServicesLtd, ЕЦБ, Федеральный резерв.

**Рис. 2.3. Ежедневный оборот ряда ведущих LVPS**

На рис. 2.3 хорошо видно, что еще в середине 2002 г. TARGET2 стала одной из крупнейших систем в мире по расчету крупных платежей, наряду с CLS и американской Fedwire, и занимала в 2009 г. второе место в мире по показателям объема ежедневных платежей. В течение периода после введения системы TARGET2 значительно увеличилось как количество ежемесячных платежей, так и среднее число платежей за сутки. В табл. 2.4 представлены данные за первые два месяца 2014 г.

**Таблица 2.4**

**Количество платежей через систему TARGET2, январь-февраль 2014 г.[[142]](#footnote-142)**

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
|  | Январь 2014 г. | Февраль 2014 г. |
| Количество платежей | 7 872521 | 7 282724 |
| Число платежей в среднем за сутки | 357842 | 364136 |

Для обеспечения максимальной безопасности расчетных операций с крупными суммами Евросистема настоятельно рекомендует использовать именно TARGET2.

Для сравнения приведем также показатели функционирования второй по значимости европейской системы − EURO1 за январь−февраль 2014 г. (табл. 2.5).

**Таблица 2.5**

**Количество платежей через систему EURO 1 (EBA), январь-февраль 2014 г.[[143]](#footnote-143)**

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
|  | Январь 2014 г. | Февраль 2014 г. |
| Количество платежей | 4 941471 | 4 617433 |
| Количество платежей в среднем за сутки | 224612 | 230872 |

При сравнительном анализе данных, представленных в табл. 2.4 и 2.5 видно, насколько доминирующей в еврозоне является система TARGET2 и как велико ее значение для эффективного функционирования всей европейской финансовой системы.

Важно также проанализировать, как платежи через систему TARGET2 распределяются по государствам ЕС. В табл. 2.6 представлены показатели межстрановых сравнений за январь−февраль 2014 г.

**Таблица 2.6**

**Количество операций через систему TARGET2, совершенных странами ЕС в январе-феврале 2014 г.[[144]](#footnote-144)**

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| Страна | Январь 2014 г. | Февраль 2014 г. |
| Австрия | 94,955 | 92,118 |
| Бельгия | 201,363 | 199,126 |
| Болгария | 16,237 | 16,550 |
| Греция | 66,339 | 66,261 |
| Дания | 16,304 | 15,412 |
| Ирландия | 78,778 | 69,094 |
| Испания | 630,356 | 591,882 |
| Италия | 962,123 | 894,492 |
| Кипр | 13,423 | 11,106 |
| Латвия | 9,777 | 9,824 |
| Литва | 31,162 | 26,706 |
| Люксембург | 102,452 | 100,801 |
| Мальта | 7,076 | 6,485 |
| Нидерланды | 620,338 | 554,851 |
| Польша | 67,994 | 65,237 |
| Португалия | 103,940 | 93,816 |
| Румыния | 16,848 | 17,934 |
| Словакия | 27,220 | 29,541 |
| Словения | 58,235 | 53,610 |
| Финляндия | 34,333 | 31,154 |
| Франция | 770,134 | 748,522 |
| ФРГ | 3,920,466 | 3,565,574 |
| Эстония | 7,606 | 9,051 |

Табл. 2.6 наглядно демонстрирует, что по количеству операций через систему TARGET2 явно лидируют наиболее развитые в экономическом отношении и имеющие наибольший масштаб экономики страны ЕС, среди которых на первом месте находится Германия. Со значительным отставанием вслед за Германией следует Италия, затем Франция, Испания и Нидерланды. В числе аутсайдеров, прежде всего – государства Прибалтики, имеющие относительно небольшой масштаб экономики и переживающие существенные экономические трудности. Кроме того, приведенная таблица показывает, что страны Восточной Европы и Прибалтики еще сравнительно слабо интегрированы в европейскую финансовую систему, а их финансовые рынки не достаточно развиты.

В 1999 г. в Европе была сформирована модель центральных банков − корреспондентов CCBM. Она была создана для того, чтобы все участники Евросистемы имели возможность трансграничного использования залоговых обеспечений в кредитовых операциях. Формирование модели было обусловлено введенным в Устав ЕСЦБ требованием, чтобы все кредитовые операции Евросистемы осуществлялись с соответствующим залоговым обеспечением. ССВМ предоставила участникам кредитовых операций возможность использовать в качестве залогового обеспечения все имеющиеся у них приемлемые активы, независимо от страны депонирования. Поскольку инфраструктура европейского рынка ценных бумаг остается сегментированной, до сих пор не выработаны единые стандарты по формам и процедурам обеспечения, модель ССВМ была введена как временное решение, но в отсутствии достойных альтернатив действие ССВМ было продлено. В табл. 2.7 показаны операции ССВМ в сравнении с другими основными операциями, осуществляемыми в рамках Евросистемы во втором полугодии 2013 г. по месяцам.

**Таблица 2.7**

**Основные операции в рамках Евросистемы (2013 г., млрд евро)[[145]](#footnote-145)**

|  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|  | Июль | Авг. | Сент. | Окт. | Нояб. | Дек. |
| Внутрен-ние операции | 2079,3 | 2080,2 | 2055,0 | 2049,5 | 1920,1 | 1873,3 |
| Трансгра-ничные  операции | 626,5 | 626,4 | 605,4 | 587,9 | 579,7 | 597,6 |
| CCBM | 338,6 | 341,9 | 328,8 | 320,6 | 314,1 | 328,2 |

Из данных, приведенных в табл. 2.7, видно, что среди операций лидируют внутренние. Более чем в три раза им уступают трансграничные, а объем операций ССВМ почти в два раза меньше, чем трансграничных. Вместе с тем, поскольку ССВМ не вполне отвечает требованиям, предъявляемым к эффективной системе мобилизации залоговых обеспечений, участники Евросистемы приняли решение приступить к разработке новой системы управления обеспечениями, получившей название ССВМ2 (Collateral Central Bank Management). ССВМ2 будет обслуживать местные и заграничные обеспечения, охватывая все виды приемлемых обеспечений и залоговых механизмов.

Планируется, что ССВМ2 образует единую IT-платформу для управления любыми активами, которые могут использоваться в кредитовых операциях Евросистемы. Она будет базироваться на совместной системе управления обеспечениями центральных банков Бельгии и Голландии. Проект предполагает высокую степень гармонизации услуг на базе единого интерфейса в стандартах SWIFT. Система будет полностью совместима с TARGET2 и Т2S, в том числе при использовании коммуникационных интерфейсов и расчетных процедур Т2S по ценным бумагам.

Еще одной масштабной инициативой Евросистемы по интеграции финансовой инфраструктуры европейских рынков и оптимизации их функционирования стал проект T2S (TARGET2-Securities). Его целью, как уже отмечалось, является создание единой технической платформы для расчета сделок с ценными бумагами. В то время как с запуском TARGET2 Евросистема обеспечила единую площадку для расчетов платежей в деньгах центрального банка, расчеты по ценным бумагам до сих пор осуществлялись на разных платформах центральных депозитариев. В рамках нового проекта расчетную функцию центральных депозитариев по ценным бумагам планируется перенести по принципу аутсорсинга на платформу T2S. Планируется, что система T2S будет введена в действие в 2014 г. и станет мультивалютной технической платформой, используемой центральными депозитариями для расчетов по сделкам с ценными бумагами. Запуск T2S позволит снизить операционные издержки за счет объединения рынков и создания вместе с другими механизмами Евросистемы (TARGET2 и CCBM2) единой инфраструктуры.

Следует отметить, что до последнего времени в инфраструктуре платежных инструментов наличные расчеты оставались самым важным инструментом розничных платежей в еврозоне, хотя объемы трансакций в разных странах значительно варьируются. В свою очередь, среди безналичных платежных инструментов преобладают платежные карты, кредитовые переводы, прямое дебетование и чеки. В последние годы наиболее быстрыми темпами развивается рынок платежных карт. Платежные карты потеснили кредитовые переводы и прямое дебетование с первых позиций в перечне наиболее широко применяемых платежных инструментов. Использование чеков, напротив, постепенно сокращается, в некоторых странах они были выведены из обращения. Что касается электронных денег, то они пока не сумели занять заметное место среди основных платежных инструментов и сохраняют маргинальные позиции в еврозоне.

Национальные предпочтения по-прежнему оказывают большое влияние на использование безналичных платежных инструментов в Европе. Например, в Греции, Португалии и Финляндии половина и более всех безналичных трансакций приходится на платежные карты, в Словении и Словакии — на кредитовые переводы, в Германии — на прямое дебетование. В Бельгии, Германии, Люксембурге, Австрии, Словении, Словакии и Финляндии практически отказались от использования чеков, в то время как на Кипре и Мальте на долю чеков приходится более 30% безналичных трансакций в сфере розничных платежей.

Кредитовые переводы традиционно являются в еврозоне наиболее широко используемым платежным инструментом. На их долю приходится треть всего объема безналичных трансакций на рынке розничных платежей. И хотя в 2007 г. по количеству трансакций карточные платежи вышли на первое место, по показателям объема платежей кредитовые переводы продолжают оставаться самым важным платежным инструментом. Это объясняется тем, что они используются, как правило, при проведении крупных платежей: средняя сумма кредитовых переводов составляет около 12400 евро в еврозоне в целом и колеблется от 1000 евро в Ирландии и Словении до более 40000 евро в Греции[[146]](#footnote-146).

Платежные карты, напротив, используются по большей части для осуществления небольших по объему платежей, например, оплаты покупок. Средняя сумма платежа по картам в еврозоне составляет всего 56 евро. В большинстве европейских стран наиболее широко используются дебетовые карты. Их больше в обращении, чем кредитных карт и дебетовых карт с отложенным сроком, и они используются в 3 раза чаще.

В табл. 2.8 представлены обобщенные данные об относительной важности основных платежных инструментов по разным странам еврозоны в 2012 г.

**Таблица 2.8**

**Значение платежных инструментов в странах ЕС (2012 г., % от числа трансакций)** [[147]](#footnote-147)

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
|  | Кредитные трансферты | Прямое дебетование | Карты | Чеки |
| Бельгия | 37,51 | 11,41 | 49,01 | 0,22 |
| Болгария | 82,49 | 3,06 | 14,44 | – |
| Чехия | 55,64 | 13,30 | 30,23 | 0,06 |
| Дания | 17,00 | 11,96 | 70,81 | 0,24 |
| Германия | 33,79 | 48,37 | 17,47 | 0,19 |
| Эстония | 30,56 | 5,84 | 63,59 | 0,00 |
| Ирландия | 22,00 | 15,72 | 51,37 | 10,91 |
| Греция | 40,38 | 8,80 | 39,87 | 8,34 |
| Испания | 14,60 | 41,95 | 41,58 | 1,44 |
| Франция | 17,14 | 19,61 | 46,91 | 15,53 |
| Италия | 29,11 | 13,90 | 39,21 | 6,36 |
| Кипр | 30,81 | 7,06 | 41,05 | 20,12 |
| Латвия | 49,35 | 1,62 | 48,47 | 0,00 |
| Литва | 53,73 | 4,23 | 42,00 | 0,04 |
| Люксембург | 5,81 | 1,33 | 7,12 | 0,03 |
| Венгрия | 61,95 | 7,21 | 29,58 | 0,00 |
| Мальта | 22,10 | 4,41 | 49,46 | 23,90 |
| Нидерланды | 28,94 | 23,38 | 45,15 | – |
| Австрия | 41,05 | 36,80 | 20,14 | 0,07 |
| Польша | 58,37 | 0,78 | 40,85 | 0,00 |
| Португалия | 11,62 | 14,26 | 68,60 | 5,01 |
| Румыния | 52,99 | 1,93 | 43,22 | 1,87 |
| Словения | 47,12 | 12,99 | 39,85 | 0,03 |
| Словакия | 55,12 | 14,20 | 30,66 | 0,01 |
| Финляндия | 49,06 | 3,33 | 47,60 | 0,01 |
| Швеция | 25,67 | 8,88 | 65,45 | 0,01 |
| Великобритания | 19,96 | 18,46 | 56,99 | 4,58 |

Следует подчеркнуть, что платежные системы розничных платежей в еврозоне в настоящее время значительно менее интегрированы, по сравнению с LVPS. Платежные привычки европейцев в разных странах имеют свои традиции и особенности. По-разному организованы процессы клиринга и расчетов. Как известно, еще в 2002 г. в ЕС было принято решение создать единую зону платежей − SEPA (Single Euro Payments Area). Ее основная цель − сформировать в еврозоне полностью интегрированный рынок розничных платежей без каких-либо различий между трансграничными и национальными платежами. Розничные платежи в еврозоне сейчас в большинстве случаев осуществляются с использованием национальных платежных инструментов и систем. Национальные платежные системы, безусловно, обладают определенными преимуществами: они оказываются, как правило, дешевле и эффективнее и предоставляют пользователям более высокий уровень услуг, когда речь заходит о внутренних платежах. Вместе с тем, в сфере трансграничных платежей их использование серьезно усложняет процесс расчетов и снижает качество услуг. Национальные системы розничных платежей создавались в соответствии с требованиями и деловыми традициями каждой отдельной страны, сильно отличаются по своим стандартам и поэтому эффективны в основном в рамках национальных границ. Для данных национальных систем характерны различные принципы организации клиринговых и расчетных услуг. В некоторых странах, например, клиринговые и расчетные модели специфичны для различных платежных инструментов, в то время как в других странах все трансакции централизованы и осуществляются в рамках единой инфраструктуры.

Перечень систем розничных платежей, охватывающих всю еврозону, сегодня представлен, по сути, двумя платформами − STEP1 и STEP2, дополняющими платежную систему для крупных сумм EURO1. Можно предполагать, что с запуском единой зоны платежей SEPA европейский рынок будет постепенно перестраиваться в направлении использования общих платежных инструментов и расчетных систем, и уже в ближайшей перспективе картина на рынке розничных платежей может измениться. Главной целью инициативы по созданию SEPA является внедрение общих инструментов, стандартов и инфраструктуры для осуществления розничных платежей в евро. Предполагается, что пользователи смогут осуществлять платежи в евро на территории всей Европы с использованием единого набора платежных инструментов так же просто и безопасно, как в рамках национальных платежных систем.

Процесс создания и внедрения проекта SEPA разделен на три основные фазы: разработка инфраструктуры, внедрение инфраструктуры и миграция. Первая, подготовительная фаза, началась в 2004 г. и продолжалась до 2007 г. Она включала создание новых схем кредитовых переводов и прямого дебетования, процессинговой инфраструктуры, инфраструктуры наличных и карточных платежей, а также разработку необходимых стандартов. В 2007–2008 гг. был проведен второй этап − внедрение системы. В 2008 г. ЕС вступил в переходный этап, когда национальные системы еще какое-то время будут существовать наряду с SEPA, а затем постепенно новая платформа будет окончательно внедрена. Изначально планировалось, что подавляющая часть платежей будет переведена на платежные инструменты SEPA уже к концу 2010 г. Такие сроки оказались труднореализуемыми. И поэтому конечную дату решено было отодвинуть.

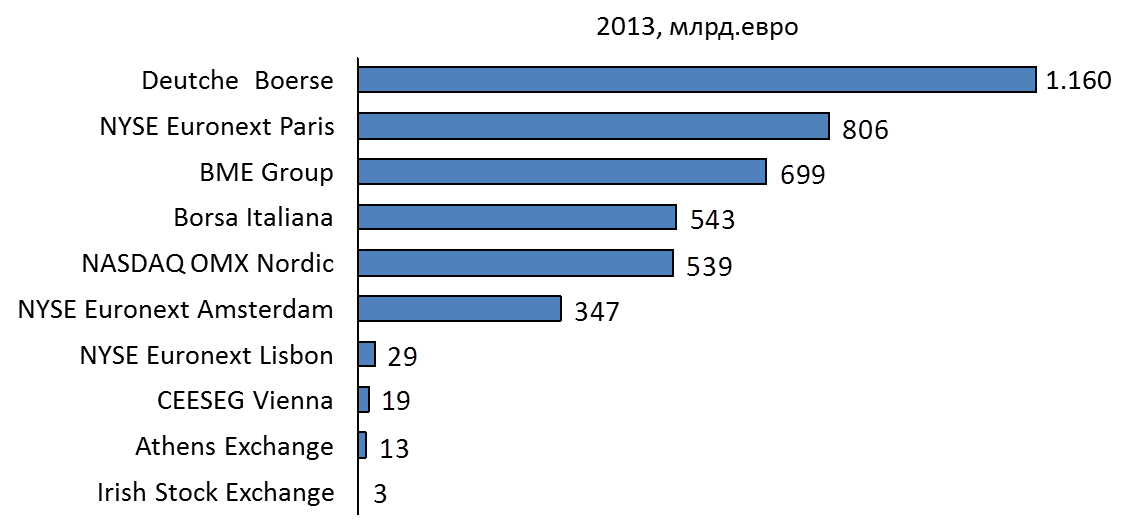
Как представляется, переход к новой системе должен существенно повысить влияние ЕЦБ и национальных центральных банков стран ЕС на рынок розничных платежей. В настоящее время их роль в этом сегменте сводится, по сути, к функции регулятора. Ожидается, что реализация проекта SEPA будет способствовать изменению инфраструктуры платежных инструментов в сегменте розничных платежей, в частности, систем платежных карт, на долю которых сегодня приходится основной объем безналичных платежей в еврозоне. До недавнего времени активному распространению платежных карт способствовало наличие дешевых и эффективных национальных систем дебетовых карт, дополняемых международными системами кредитных карт. Дебетовые карты занимают сильные позиции на местных рынках, но имеют слабое распространение за пределами собственной страны.

Можно прогнозировать, что многие национальные системы платежных карт столкнутся с трудностями при введении SEPA. Не исключено, что некоторые системы платежных карт перестанут существовать и будут заменены на более универсальные, но более дорогостоящие. В связи с этим сейчас рассматриваются варианты создания единой европейской системы платежных карт, которая помогла бы оптимизировать инфраструктуру карточных платежей в еврозоне и снизить издержки.

Другим важным аспектом при реализации инфраструктурных проектов в процессе формирования в ЕС региональной финансовой системы является консолидация «трейдинговых и расчетно-клиринговых инфраструктур, которые проходят в двух основных формах: горизонтальной и вертикальной консолидации. Горизонтальная консолидация сопровождается объединением операций в рамках одного уровня деятельности, будь то трейдинг, клиринг или расчеты, в то время как вертикальная охватывает разные уровни деятельности и объединяет различные виды операций. Например, на фондовом рынке горизонтальная консолидация осуществляется путем слияний и поглощений между местными фондовыми биржами, что зачастую сопровождается акционированием и листингом самих бирж. В рамках вертикальной консолидации фондовые рынки объединяют как трейдинговые, так и посттрейдинговые операции, что дает биржам возможность укрепить контроль над всей торговой цепочкой и снизить операционные издержки.

Консолидация инфраструктуры осуществляется на трех уровнях: национальном, европейском и трансатлантическом. На национальном уровне процессы слияния региональных бирж начались задолго до введения евро. Так, немецкая Deutsche Borse была образована в 1992 г. в результате слияния 8 региональных фондовых бирж. В Испании четыре региональные биржи (Barcelona, Bilbao, Madrid и Valencia) действуют с 1999 г. под единым брендом «Bolsasy Mercados Espanoles» (BME).

Начало консолидации на европейском уровне стало логическим продолжением соответствующих процессов, протекавших на уровне отдельных стран. В частности, в 1998 г. появилась крупнейшая в Европе биржа по торговле деривативами − Eurex. Она была образована и продолжает управляться двумя европейскими биржевыми группами: Deutsche Borse и SIX Swiss Exchange. В 2000 г. в результате слияния бирж Амстердама, Брюсселя и Парижа была создана площадка Euronext. Euronext затем приобрела Лондонскую международную биржу финансовых фьючерсов и опционов LIFFE, а в 2002 г. объединилась с португальской BVLP. Еще одним характерным примером консолидации на европейском уровне является слияние итальянской BorsaItaliana с Лондонской фондовой биржей LSE, состоявшееся в октябре 2007 г.



**Рис. 2.4. Объем торгов по акциям на основных биржах в еврозоне, декабрь 2013 г.** (в млрд евро) [[148]](#footnote-148)

Из представленных на рис. 2.4 данных видно, что, несмотря на сохраняющуюся пока определенную фрагментарность финансового рынка еврозоны, основная часть денежного оборота приходится на крупнейшие площадки. При этом, в результате консолидации в европейской трейдинговой индустрии, сформировалось несколько крупных трансграничных структур и ряд национальных бирж. Отметим, что процесс трансатлантической консолидации был запущен в апреле 2007 г. с созданием холдинговой компании NYSE Euronext, объединившей Нью-йоркскую группу NYSE и европейскую Euronext. Благодаря этому слиянию под эгидой NYSE Euronext оказалось 6 акционерных площадок в пяти странах мира и 6 бирж деривативов.

Важно отметить, что в последние годы в еврозоне было осуществлено несколько инициатив, направленных на дальнейшее ускорение интеграционных процессов и оптимизацию работы рынков ценных бумаг. Так, в 2001 г. специальная консультативная группа банковских экспертов составила доклад о ситуации в области трансграничного клиринга и расчетов, в котором выявила 15 барьеров, препятствующих созданию эффективной среды для расчетно-клиринговой деятельности в еврозоне. Список барьеров получил название «барьеры Джованнини» (Giovannini barriers). Они связаны с определенными техническими стандартами, правовыми аспектами, а также различиями в налоговых процедурах. В частности, среди препятствий для дальнейшей интеграции расчетно-клиринговой инфраструктуры в рамках еврозоны назывались местные различия в применяемых информационных технологиях, различное понимание прав собственности в странах ЕС, несовпадения в продолжительности расчетных циклов, разные операционные часы. Во втором докладе Джованнини, опубликованном в 2003 г., была предложена стратегия по устранению этих барьеров»[[149]](#footnote-149).

В ноябре 2006 г. европейские ассоциации, объединившие представителей фондовых рынков и посттрейдинговой инфраструктуры, подписали так называемый «Кодекс поведения» (Code of Conduct). Он направлен на расширение конкуренции и повышение эффективности расчетно-клиринговой деятельности в ЕС посредством обеспечения прозрачности цен и услуг, эффективных прав доступа и операционной совместимости фондовых рынков, центральных контрагентов и центральных депозитариев.

В частности, значительный прогресс был достигнут в сфере создания более безопасных и эффективных систем клиринга и расчетов с ценными бумагами. Современные системы расчетов с ценными бумагами предлагают механизмы на основе принципа «поставок против платежа» (delivery-versus-payment), обеспечивают эффективное управление залоговым обеспечением, а в сделках с иностранной валютой все чаще используют принцип «платеж против платежа» (payment-versus-payment). Распространение данных механизмов способствовало повышению стабильности и предсказуемости платежных рынков, устранению ряда системных рисков.

В то же время интенсивное развитие международных торговых связей, усиливающаяся интеграция фондовых рынков (включая глобальный рынок деривативов) и огромные объемы финансовых потоков способствовали росту спроса на механизмы, обеспечивающие осуществление трансграничных платежей, что, в свою очередь, создало определенные проблемы, касающиеся принципов функционирования всей системы платежей и предупреждения новых возможных рисков. В связи с этим неизбежно возникает вопрос о повышении ответственности участников рынка и необходимости выработки более эффективных механизмов, позволяющих контролировать рыночные процессы.

Помимо технологических нововведений характерной чертой нынешнего этапа развития фондовых рынков ЕС является распространение единых стандартов, сыгравших важную роль в реформировании платежной инфраструктуры. Разработка соответствующих стандартов в области безопасности и технологий позволила добиться большей совместимости платежных систем, облегчить взаимодействие между ними, заметно увеличить их доступность за счет создания межбанковских сетей.

Благодаря быстрому развитию международной торговли и финансов в последнее десятилетие широкое распространение получили трансграничные платежи. Активно налаживается взаимодействие между платежными системами различных стран и валютных зон. В связи с этим все чаще поднимается вопрос о необходимости унификации платежных систем, выдвигаются предложения по разработке единых требований к их безопасности и надежности.

«Таким образом, платежные системы в их широком понимании, включающем всю рыночную инфраструктуру для осуществления платежей, торговли ценными бумагами и деривативами, являются наряду с рынками и финансовыми институтами одним из трех основных элементов финансовой системы ЕС. В период, предшествующий введению единой валюты, инфраструктура для осуществления торговли, клиринга и расчетов формировалась, в первую очередь, под требования местных рынков, поэтому с появлением евро возникла необходимость в выработке общих принципов, механизмов и стандартов. Переход к евро стал главным катализатором усилий по реформированию, оптимизации и интеграции инфраструктуры рынка ценных бумаг в еврозоне. Это должно было снизить стоимость трансакций, расширить возможности для диверсификации, обеспечить эффективное размещение капиталов, предоставить участникам рынка новые инвестиционные и коммерческие возможности»[[150]](#footnote-150).

В то же время введение евро, использование новых коммуникационных и информационных технологий, либерализация рынков, увеличение масштабов финансовых операций оказали заметное влияние на фондовые рынки ЕС и определили ряд особенностей их развития, в частности, повышение транспарентности, ликвидности и эффективности. Кроме того, появились новые финансовые инструменты на рынках акций, облигаций, процентных ставок.

**ГЛАВА 3. Роль национальных финансовых систем стран-членов ЕС в обеспечении устойчивости региональной финансовой системы**

В данной главе изучены роль и соответствующее влияние национальных финансовых систем стран-членов ЕС на процесс формирования региональной финансовой системы и обеспечения ее устойчивости. В этом контексте рассмотрены, в частности, актуальные вопросы, связанные с гармонизацией бюджетно-налоговой системы и условий функционирования фондового рынка.

На фоне заметного обострения проблем в ЕС в контексте развития мирового финансово-экономического кризиса отмечено, что при формировании в ЕС региональной финансовой системы для обеспечения ее устойчивости необходимо гармонизировать финансовые и налоговые системы государств − членов ЕС. Данный вывод сделан, в том числе, и на основе тщательного анализа показателей и структуры бюджетов, а также ключевых тенденций в рамках реализации бюджетно-налоговой политики в странах ЕС. Описаны факторы, характеризующие существенные различия в бюджетно-налоговой политике европейских государств, включая страны Восточной Европы и Прибалтики. Определено, что неоднородность бюджетно-налоговых политик выступает в качестве существенного ограничения для обеспечения устойчивости и дальнейшей консолидации европейской региональной финансовой системы.

Кроме того, особое внимание уделено изучению структуры расходов консолидированного бюджета ЕС, рассмотрены важнейшие статьи этого бюджета и динамика изменений с учетом особенностей предкризисного и кризисного периодов в мировой экономике. Показано, что общий бюджет ЕС пока не оказывает существенного влияния на формирование региональной финансовой системы, где ключевые направления экономической политики во многом остаются под контролем ведущих национальных государств − членов ЕС, и, прежде всего, Германии.

Для решения актуальных задач формирования региональной финансовой ЕС системы на нынешнем этапе политико-экономической интеграции европейских стран требуется единство или, по крайней мере, высокий уровень согласованности бюджетно-налоговых политик, гармонизация налогового законодательства государств − участников ЕС. Одной из важных предпосылок для этого является развитие процесса гармонизации бюджетных расходов, устранение и сглаживание существующих диспропорций.Несмотря на то, что структура бюджетных расходов в государствах ЕС во многом схожа, есть существенные различия по странам в объемах и специфике социальных расходов, которые занимают самую большую долю расходов во всех государствах ЕС. Это отражает различия в подходах к социальной политике.

В данной главе особое место уделено рассмотрению вопросов взаимодействия региональных и национальных финансовых систем в преодолении мирового финансово-экономического кризиса, который начался в 2007 г. и продемонстрировал тесную зависимость еврозоны от глобального рынка капиталов. Отмечается, что одним из важнейших последствий кризиса стало понимание необходимости реформирования системы регулирования финансовых рынков как на уровне отдельных стран, так и на международном уровне.

**3.1. Гармонизация бюджетно-налоговой системы и условий функционирования фондового рынка**

В ЕС важной характеристикой интеграционных процессов является их институционализация. Интеграция стран ЕС реализуется в условиях ведущей роли государств и правительств, создающих наднациональные органы с исполнительно-координационными функциями. «В частности, функционирование внутреннего рынка сильно зависит от наличия общей системы налогообложения всех трансакций внутри ЕС, благодаря чему должно обеспечиваться свободное обращение товаров и услуг. Более того, многие направления внутренней политики ЕС, перераспределительные по своей природе (в частности, единая сельскохозяйственная политика, социальная и региональная политика), зависят от эффективности, проводимой в ЕС общей бюджетной политики. И, наконец, основой валютного союза непременно должна быть скоординированная фискальная политика. В существующей практике налоговая среда внутри ЕС и во многих вступающих в него странах еще не гармонизирована, но, тем не менее, базируется на общих принципах. Так, в настоящее время положения, определяющие налоговую политику в ЕС, представляют собой совокупность отдельных решений, которые оформляются в виде директив, регламентов, рекомендаций и заключений наднациональных институтов»[[151]](#footnote-151).

При этом к ключевым задачам бюджетно-налоговой политики в ЕС относятся обеспечение равномерности экономического пространства и государственные социальные гарантии, что достигается посредством действующей системы трансфертов. В основе бюджетных отношений в ЕС находятся важные принципы, характерные для кооперативной модели бюджетного федерализма. В частности, разграничение полномочий снизу вверх между всеми уровнями власти по расходам (принцип субсидарности), наделение соответствующих уровней власти достаточными для реализации этих полномочий фискальными функциями, а также сглаживание вертикальных и горизонтальных дисбалансов посредством системы бюджетных трансфертов для дальнейшей интеграции социально-экономического пространства.

Вместе с тем, важно подчеркнуть, что в странах ЕС в ходе гармонизации законодательства национального уровня с положениями международного права зачастую реализуется такой прием, как позитивная и негативная рецепция. Это означает либо включение в национальное законодательство норм международного права без изменений, либо исключение норм, не соответствующих международным актам. При работе над унификацией бюджетно-налогового законодательства стран − членов ЕС применение данного принципа можно считать достаточно эффективным. В то же время гармонизация национального права с нормами международного права является сложным и трудоемким процессом и вряд ли способна привести к полной интеграции. Важно с максимальной степенью точности выявить расхождения и особенности регулирования в конкретных системах права и учитывать их в процессе применения. Абсолютный отказ от специфики национальных традиций права, отражающих разнообразие и уникальность экономических традиций в разных государствах, не является целью гармонизации законодательства.

Отметим, что в ЕС уже накоплен определенный опыт гармонизации законодательства. В, частности, активно используются рамочные, модельные законы и иные приемы, влияющие на состав и содержание правовых актов заинтересованных сторон. При этом очевидные проблемы возникают в связи с тем, что государства значительное время имели разные модели своих национальных экономик, различные подходы к решению социальных проблем и социальной политике в целом. В процессе унификации законодательства это практически во всех странах с неизбежностью приводит к внутренним противоречиям. Перед национальными правительствами возникает дилемма: следовать намеченным межгосударственным программам, рискуя при этом потерять значительную часть электората, или, в первую очередь, выполнять краткосрочные внутренние обязательства, что может притормозить ход общеевропейской интеграции и процесс формирования в ЕС региональной финансовой системы.

Известно, что достижение примерного равенства в жизненных стандартах и равного доступа к общественным благам является одной из целей бюджетно-налоговой политики стран − членов ЕС. Решить данную задачу для ряда европейских государств достаточно сложно. Поэтому совершенствование системы межбюджетных трансфертов в рамках ЕС представляет собой один из инструментов, направленных на выравнивание диспропорций между странами и регионами. Эффективность решения задач бюджетно-налоговой политики ЕС во многом определяется ситуацией в налоговой сфере, поскольку налоги служат основным источником доходов государственного бюджета. Проиллюстрируем данное положение с помощью табл. 3.1.

**Таблица 3.1**

**Структура доходов консолидированного государственного бюджета (2013 г., %).[[152]](#footnote-152)**

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| Страны | Налоги | Отчисления на социальное  страхование | Официальные трансферты | Прочие доходы |
| Австрия | 57,6 | 33,5 | 0 | 9,0 |
| Бельгия | 59,2 | 33,4 | 0 | 7,4 |
| Болгария | 57,9 | 17,1 | 11,8 | 13,2 |
| Великобритания | 75,3 | 17,4 | 0 | 7,3 |
| Венгрия | 54,0 | 28,2 | 9,7 | 8,2 |
| Германия | 51,9 | 37,6 | 0,4 | 10,1 |
| Греция | 52,4 | 30,4 | 0 | 17,2 |
| Дания | 77,5 | 1,6 | 0 | 20,9 |
| Испания | 57,8 | 33,7 | 0 | 8,5 |
| Италия | 62,4 | 28,7 | 1,0 | 7,8 |
| Латвия | 53,1 | 23,6 | 13,3 | 10,0 |
| Литва | 48,5 | 35,8 | 8,2 | 7,6 |
| Люксембург | 63,8 | 28,0 | 0,2 | 8,0 |
| Мальта | 68,0 | 18,6 | 5,1 | 8,3 |
| Нидерланды | 49,7 | 36,0 | 0,9 | 13,5 |
| Польша | 52,5 | 32,5 | 2,7 | 12,3 |
| Португалия | 56,5 | 27,8 | 2,7 | 13,0 |
| Румыния | 59,1 | 25,8 | 5,6 | 9,5 |
| Словакия | 45,4 | 39,0 | 5,8 | 9,8 |
| Финляндия | 70,2 | 29,3 | 0,4 | 0,00 |
| Франция | 85,6 | 14,4 | 0,00 | 0,00 |
| Хорватия | 57,4 | 29,7 | 1,6 | 11,3 |
| Чешская Республика | 48,3 | 38,6 | 4,7 | 8,4 |
| Швеция | 72,4 | 14,4 | 0,2 | 13,0 |

Поскольку основными источниками формирования доходных статей бюджетов стран ЕС являются налоги на доходы (личный подоходный налог и налог на корпорации), взносы на социальное страхование и потребительские (косвенные) налоги (НДС и акцизы), то, обобщая различные типы налогов, которые взимаются в ЕС, рассмотрим косвенные налоги, прямые налоги и социальные отчисления.

Как видно из данных, представленных в табл. 3.1, в большинстве стран ЕС налоги составляют более 50% в структуре доходов государственного бюджета. Рекордсменом является Дания, где этот показатель равен 77,5%. Наименьшую долю налогов в структуре бюджета имеет Словакия – 45,4%. В целом, в ЕС также относительно велика доля отчислений на социальное страхование. Вместе с тем, в большинстве стран ЕС НДС играет роль единственного налога на потребление, при этом наличие НДС является обязательным условием членства в этой организации. Ставки НДС в странах ЕС достаточно высоки. В некоторых из них (например, в Швеции, Финляндии, Дании) они превышают максимальные, рекомендуемые руководящими органами ЕС (14–20%). Что касается других западноевропейских стран, не входящих в ЕС, то ставки НДС в них очень сильно различаются (например, в Норвегии − 23%, в Швейцарии − 6,5%)[[153]](#footnote-153).

Пересечение внутренних границ ЕС не служит поводом для взимания сборов, поскольку данная процедура реализуется при осуществлении транзакций, как это обычно происходит в пределах одного государства. В то же время в рамках налоговой системы сохраняется понятие точки назначения, что требует эффективной работы по обмену информацией между представителями властей стран − участниц ЕС. В настоящее время товары между субъектами налогообложения из различных государств транспортируются без уплаты НДС. Система основана на том, что есть возможность перекрестной проверки налоговыми властями стран, вовлеченных в трансакцию. В ЕС рассматривается возможность отмены данной временной системы, применяемой во внутренней торговле, и введения более четкой системы, основанной на принципе происхождения, когда налог уплачивается в той стране, где товар был произведен. Вместе с тем, между странами − членами ЕС пока нет каких-либо конкретных соглашений, позволяющих ожидать в ближайшем будущем значительного прогресса в этом вопросе. Схожими принципами руководствовался ЕС при введении общих правил акцизных сборов. Следует отметить, что косвенные налоги (НДС и акцизы) формируют значительную часть государственных доходов во всех странах ЕС. В целом высокая роль НДС, действующего во всех странах ЕС, является отличительной чертой европейских налоговых систем. В качестве наглядного примера приведем структуру доходов федерального бюджета Германии за 2011−2013 гг. (табл. 3.2).

**Таблица 3.2**

**Структура доходов федерального бюджета ФРГ в 2011−2013 гг. (млрд евро)[[154]](#footnote-154)**

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
|  | 2011г. | 2012 г. | 2013 г. |
| Подоходный налог | 59,475 | 63,136 | 67,174 |
| Налог на прибыль | 13,599 | 15,838 | 17,969 |
| НДС | 101,899 | 103,165 | 104,283 |
| Промысловый налог | 1,520 | 1,587 | 1,575 |
| Налог на табак | 14,414 | 14,143 | 13,820 |
| Налог на водку | 2,151 | 2,123 | 2,104 |
| «Экологический» налог | 40,036 | 39,305 | 39,364 |
| Отчисления землям от «экологического» налога | −6,980 | −7,085 | −7,191 |
| Налог на электроэнергию | 7,247 | 6,973 | 7,009 |
| Прочие федеральные налоги | 46,708 | 50,375 | 51,542 |
| Дополнительные отчисления | −12,110 | −11,621 | −10,972 |
| Отчисления в ЕС | −19,893 | −21,853 | −26,870 |
| Дополнительные доходы | 30,455 | 27,870 | 25,645 |
| Налоговые доходы | 248,066 | 256,086 | 259,807 |

*Источник:* Monatbericht des BMF. 2013, Jan., 2014, Jan. Berlin: Bundesministerium der Finanzen.

Как видно из данных, приведенных в табл. 3.2, самую важную роль для федерального бюджета Германии играет именно НДС. В Германии также достаточно велико значение подоходного налога и «экологического» налога.

К прямым налогам относятся подоходный налог, корпоративный налог на прибыль, отдельные виды местных налогов. Тяжесть уплаты прямых налогов несет налогоплательщик. Различия между странами ЕС по показателю доли прямых налогов в ВВП заметно выше, чем по доле косвенных налогов. В большинстве европейских стран максимальные поступления в бюджет обеспечивают личные подоходные налоги, при этом в Дании за счет этого налога формируется более половины всех налоговых поступлений. Налоги на прибыль корпораций составляют значительно меньшую, по сравнению с личными подоходными налогами, долю государственных доходов.

Если сравнивать различные типы налогов и их долю в общих доходах, то в целом новые страны − члены ЕС имеют самую низкую долю прямых налогов и более высокую − косвенных налогов и взносов на социальное обеспечение.

Далее для сравнения рассмотрим, структуру доходов и расходов по странам ЕС в 2013 г.[[155]](#footnote-155). В Бельгии на уровне центрального правительства общая доля налогов в структуре доходов составляет 25,5% ВВП. В том числе на долю прямых налогов приходилось 15,7%; косвенных − 9,8%; социальные взносы составляли 17,2% ВВП. На региональном и местном уровнях доля налоговых поступлений была невелика − по 2,5% от ВВП. Для сравнения: в Болгарии общая доля налоговых поступлений на уровне центрального правительства − 20,4%; косвенные налоги составляли 14,6%; прямые налоги − 5,8%; на местном уровне налоги были 2,3%. В еще одной стране бывшего социалистического лагеря − Чехии − налоговые поступления составляли 15% ВВП. Косвенные налоги были 9,8%; прямые налоги − 5,2%; налоги на уровне местных органов власти − 5,8%. Здесь мы видим большую, чем в Болгарии, ответственность местных властей за перераспределение бюджетных средств и в целом меньшее налоговое бремя.

В Германии очень велика степень участия в рассматриваемых процессах региональных властей. Так, при доле налоговых поступлений на уровне центрального правительства в 11,8% ВВП доля региональных бюджетов составляет 8,8%, а местных бюджетов − 3,6%. На уровне регионов косвенные налоги − 3,7%; прямые налоги − 5,1%; на уровне центрального правительства косвенные налоги − 6,7%; прямые налоги − 5,1%. Социальные взносы составляли в Германии 16,8% ВВП, что является высоким показателем. Для сравнения, например, в Эстонии данный параметр меньше 11,4%; в Ирландии − 6,2%. Налоговые поступления в Ирландии на уровне центрального правительства − 24,5%; на местном уровне − 1,7%. В Греции на уровне местных властей доля поступлений еще меньше − 0,7%, зато на уровне центрального правительства − 25,4%; социальные взносы − 13,4 % ВВП.

Заметно присутствует региональная составляющая также в Испании. Там доля налоговых поступлений на региональном уровне 8,9% ВВП; на местном уровне − 3,5%; на уровне центрального правительства − 10,2%; социальные взносы − 12,8%. На региональном уровне доля косвенных налогов − 4,9%; доля прямых налогов − 4,0%; на местном уровне доля косвенных налогов − 2,2%; доля прямых налогов − 1,3%; на уровне центрального правительства доля косвенных налогов − 3,9%; доля прямых налогов 6,3% ВВП.

Во Франции региональный уровень сбора налогов не присутствует, есть только уровень центрального правительства и местный. На долю центрального правительства приходится 15,1% ВВП; на местный уровень − 6,2%; социальные взносы − 19,4%. На центральном уровне доля косвенных налогов составляет 8,3%; доля прямых налогов − 6,8%; на местном уровне доля косвенных налогов − 4,8%; доля прямых налогов − 1,4%. В Италии также отсутствует промежуточный региональный уровень. Доля на уровне центрального правительства там составляет 23,4%; доля косвенных налогов − 10,0%, доля прямых налогов − 13,4% ВВП. Таким образом, в Италии, в отличие от большинства других европейских стран, в налоговых поступлениях центрального правительства доля прямых налогов превышает долю косвенных налогов. На местном уровне в Италии обратная ситуация: доля косвенных налогов − 4,5%; доля прямых налогов − 3,0% ВВП, что тоже достаточно нетипично, ведь обычно на местном уровне доля прямых налогов больше, чем доля косвенных.

В Нидерландах на уровне центрального правительства доли косвенных и прямых налогов примерно одинаковы − 10,9 и 10,7%, соответственно. Общая же доля налоговых поступлений была зафиксирована в размере 21,6% ВВП. Региональная составляющая по налоговым поступлениям в Нидерландах отсутствует, а на местном уровне доля крайне незначительна − 2,0%. Социальные взносы в этой стране − 16,9%. Еще одной страной с примерно равной долей косвенных и прямых налогов на центральном уровне является Австрия. Там при общих поступлениях в размере 19,9% ВВП доля косвенных налогов − 9,7%; доля прямых налогов — 9,6%. Вместе с тем, в Австрии присутствуют региональная и местная составляющие, причем на местном уровне доля даже больше, чем на региональном − 5,3 и 4,2%, соответственно. Социальные взносы в Австрии − 16,7%. В Польше доля на местном уровне − 4,9%, но там нет региональной составляющей, а на уровне центрального правительства доля составляет 16,0% ВВП. Большими налогами характеризуется Португалия, на центральном уровне доля равна 23,0%, но там также отсутствует региональный уровень, а на местном уровне доля − 3,2%. Чрезвычайно большие налоги в Норвегии, доля на уровне центрального правительства − 25,7%. Косвенные налоги там 11,2%; прямые налоги − 14,5%; на местном уровне общая доля равна 5,4%. Иная ситуация в Швеции, где при высоких налогах велика доля на местном уровне − 16,2%, причем все они относятся к разряду прямых налогов. На центральном же уровне общая доля налоговых поступлений составляет 21,6%; косвенных − 18,4%; прямых − 3,2% ВВП.

Таким образом, мы видим, что в странах ЕС достаточно разнообразные системы налоговых поступлений, что является серьезным препятствием на пути консолидации европейского экономического пространства. В зависимости от конкретной страны система может быть двух- или трехуровневой, с большим или меньшим акцентом на деятельность региональных и местных властей, большими или меньшими социальными обязательствами государства, различными вариациями прямых и косвенных налогов. Для иллюстрации сформулированных положений и тезисов в контексте межстрановых сопоставлений приведем обобщающую таблицу данных по прямым и косвенным налогам, а также по социальным отчислениям по странам ЕС (% ВВП) за 2012 г.

**«Таблица 3.3**

**Структура налоговых поступлений в странах ЕС (% ВВП) за 2012 г.[[156]](#footnote-156)**

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
|  | Прямые налоги | Косвенные налоги | Социальные отчисления |
| Австрия | 13,3 | 14,5 | 16,4 |
| Бельгия | 16,4 | 12,8 | 17,0 |
| Болгария | 5,0 | 15,1 | 7,2 |
| Великобритания | 15,1 | 13,3 | 8,5 |
| Венгрия | 6,9 | 18,0 | 13,2 |
| Греция | 10,2 | 12,6 | 13,7 |
| Дания | 30,4 | 16,8 | 1,9 |
| Ирландия | 12,8 | 11,0 | 5,8 |
| Испания | 10,1 | 10,2 | 12,9 |
| Италия | 15,1 | 14,9 | 13,8 |
| Кипр | 11,1 | 14,8 | 9,1 |
| Латвия | 7,7 | 11,6 | 8,6 |
| Литва | 4,9 | 11,2 | 11,3 |
| Люксембург | 14,1 | 12,4 | 12,0 |
| Мальта | 13,8 | 13,6 | 7,5 |
| Нидерланды | 10,9 | 11,4 | 16,5 |
| Польша | 7,2 | 12,9 | 12,3 |
| Португалия | 9,2 | 13,6 | 11,6 |
| Румыния | 6,1 | 13,2 | 8,8 |
| Словакия | 5,6 | 9,9 | 12,7 |
| Словения | 7,7 | 14,6 | 15,5 |
| Финляндия | 15,9 | 14,3 | 13,0 |
| Франция | 12,0 | 15,4 | 19,0 |
| ФРГ | 12,1 | 11,3 | 17,0 |
| Чехия | 7,2 | 12,0 | 15,6 |
| Швеция | 18,3 | 18,5 | 7,7 |
| Эстония | 7,0 | 14,3 | 11,9 |
| ЕС | 13,0 | 13,3 | 14,0 |

Из приведенных в табл. 3.3 данных видно, что в ЕС достаточно велика доля взносов на социальное обеспечение, при этом разница между странами ЕС очень большая и европейские государства не спешат передавать наднациональным органам ЕС свои полномочия в этой сфере. В странах Восточной Европы и Прибалтики доля прямых налогов заметно меньше, чем доля косвенных налогов. В странах же Западной Европы и Скандинавии доля прямых налогов превышает долю косвенных налогов либо они находятся примерно на одном уровне. В целом это отражает относительную неразвитость налоговых систем стран Восточной Европы и Прибалтики и наличие явных структурных проблем в их экономике. Кроме того, приведенные в табл. 3.3 данные наглядно показывают существенные различия в налоговых системах стран ЕС и демонстрируют потребность в их дальнейшей гармонизации, в том числе, с точки зрения необходимости формирования в ЕС региональной финансовой системы.

Вместе с тем, в настоящее время ЕС стоит перед необходимостью объединения относительно обособленных, фрагментарных рынков в общий европейский рынок с общими правилами, процедурами, индексами, отчетностью и операционными системами. Определенные шаги в этом направлении уже сделаны, однако Маастрихтский и Лиссабонский договоры не предусматривали «учреждение единого центрального органа экономического союза. Отсутствие экономического аналога ЕЦБ (который осуществляет политику в кредитно-денежной сфере) привело к тому, что между странами − членами ЕС установилась диспропорция в уровнях институционального развития экономического союза. В то время как в странах − участницах еврозоны ЕЦБ имеет исключительные полномочия на определение и проведение кредитно-денежной политики, а также санкционирование эмиссии единой валюты, экономический союз, по существу, ограничивает свою деятельность общей координацией бюджетно-налоговой политики государств, входящих в ЕС.

При этом опыт деятельности институтов и руководящих органов ЕС свидетельствует о том, что их координационная функция не обладает достаточной эффективностью. Выход из сложившейся ситуации видится в том, чтобы решающие полномочия по реализации проекта гармонизации бюджетных и налоговых систем были переданы наднациональному органу, который смог бы осуществлять необходимые мероприятия, в первую очередь, в области согласования налоговых и бюджетных законодательств. Решения этого органа должны носить не рекомендательный, а обязательный характер для правительств и парламентов всех стран, участвующих в реализации этого проекта.

Значительная сложность данной проблемы заключается в том, что учреждение центрального экономического органа будет означать подчинение ему бюджетно-налоговых политик стран ЕС, в результате чего в его ведении окажутся государственные доходы, а также ассигнования на содержание и развитие всех сфер деятельности государств, включая такие, как национальная оборона, энергетика и инфраструктура. Иными словами, государства будут вынуждены отказаться от части своего суверенитета и его важных атрибутов. Межгосударственный союз в этом случае еще в большей степени приобретет черты конфедерации»[[157]](#footnote-157). Тогда станет возможно в полной мере осуществить процесс гармонизации бюджетных и налоговых законодательств, бюджетных и налоговых систем, в рамках которых будет проводиться общая бюджетная и налоговая политика.

Гармонизация бюджетно-налогового законодательства требует тщательного учета процессов, происходящих в экономической, информационной, гуманитарной, правоохранительной сферах. Странам ЕС предстоит осуществить масштабную программу действий по совершенствованию своих правовых систем. В ходе гармонизации правовых решений по ряду социально-экономических вопросов страны ЕС должны будут также принять набор идентичных решений по широкому перечню общих проблем, включая гармонизацию норм функционирования фондового рынка.

Важно отметить, что в ЕС при проведении политики в сфере налогообложения, с одной стороны, придается особое значение максимально возможной степени унификации в этой области, а, с другой стороны, требуется учитывать интересы отдельных стран ЕС, зачастую прямо противоположные. «Это приводит к тому, что, как правило, вначале принимается на уровне декларации принципиальное решение, как должен быть в будущем решен тот или иной вопрос, затем проводится длительная работа по гармонизации национальных налоговых законодательств»[[158]](#footnote-158).

Наряду с основными нормами существует большое количество переходных положений, а также правил, имеющих локальное действие для одного государства или группы государств. В связи с этим на уровне ЕС проводится работа по сравнению содержания законов разных стран в бюджетной и налоговой сферах и на этой основе, а также в соответствии с нормативными актами и целями ЕС формируются обобщающие критерии оценки законодательства.

В данном контексте далее обозначим приоритетные направления налоговой гармонизации в рамках ЕС. В первую очередь, для обеспечения устойчивости региональной финансовой системы требуется сократить двойное налогообложение доходов европейских корпораций, поскольку это негативно сказывается на инвестиционной деятельности, обороте товаров и услуг. Важность этого вопроса обусловлена возрастанием международной мобильности капитала.

В качестве первоочередных мер налоговой гармонизации следует выделить:

* налогообложение платежей, процентов и роялти между ассоциированными компаниями стран − членов ЕС;
* налогообложение процентных доходов физических лиц − резидентов стран − членов ЕС.

Вместе с тем, проблема гармонизации налогообложения процентных доходов физических лиц в ЕС достаточно сложна. В условиях увеличения мобильности капиталов может произойти дальнейшее снижение уровня налоговых доходов отдельных стран и перераспределение налоговой нагрузки между факторами производства (от фактора капитала к фактору труда). В то же время ужесточение государственного регулирования налогообложения процентных доходов ведет к росту дисбалансов в международном распределении капиталов и инвестиций.

Кроме того, в процессе бюджетно-налоговой гармонизации целесообразно проводить общую фискальную политику несмотря на имеющиеся серьезные препятствия. Это приведет к необходимости осуществлять значительные бюджетные трансферты из суверенных стран в наднациональные институты ЕС.

Следует подчеркнуть, что рынок труда ЕС пока не отличается достаточной гибкостью и мобильностью. Меры, заметно улучшающие положение дел в данной сфере, должны включать активную деятельность по увеличению стимулов к труду, возможность получения профессионального образования, переобучения, приобретения квалификации, а также создание дополнительных рабочих мест. Это, в частности, предполагает упорядочение и совершенствование системы социального обеспечения, налоговой системы, норм минимальной заработной платы и других правил, препятствующих обеспечению гибкости заработной платы и подрывающих стимулы к созданию новых рабочих мест. В целях обеспечения занятости страны ЕС должны стремиться к тому, чтобы увеличение совокупной номинальной заработной платы не подрывало стабильность цен, поскольку рост заработной платы, не сопровождающийся соответствующим ростом производительности труда, влечет за собой снижение конкурентоспособности и рентабельности, результатом чего является увеличение безработицы.

В настоящее время «разрабатываются меры по дальнейшей гармонизации налоговых систем стран − членов ЕС, направленные на минимизацию негативных последствий налоговой конкуренции. В частности, в некоторых государствах действует более благоприятное налоговое законодательство в отношении сбережений или определенных видов бизнеса. Вместе с тем, перед налоговой политикой стоит задача стимулирования роста занятости населения при одновременном сохранении социальных гарантий. Другим направлением деятельности является реализация требований, связанных с введением уплаты НДС в месте происхождения товара, внедрение общей политики корпоративного налогообложения, позволяющей избавиться от недобросовестной налоговой конкуренции, а также совершенствование процесса принятия решений в налоговой сфере и расширение прав наднациональных органов ЕС в фискальных вопросах»[[159]](#footnote-159).

Очевидно, что это необходимо для полноценного функционирования в ЕС общего рынка и региональной финансовой системы. В данном контексте необходимо рассмотреть вопрос о дальнейшем развитии фондового рынка ЕС, формирование которого в значительной степени зависит от исторических особенностей финансовых систем, существовавших в европейских странах. Традиционно в Европе выделялись следующие две модели. Первая, условно называемая «германской», характеризуется доминированием в финансовом секторе банковских институтов. Для другой модели, именуемой «англосаксонской» или биржевой, свойственно доминирование рынков капитала. При этом на фондовый рынок оказывают воздействие как внутренние, так и внешние факторы, определяющие формирование модели его функционирования. К внутренним факторам, в частности, относятся особенности экономической, политической и правовой системы, политическая и социальная стабильность, открытость экономики, структура собственности и производства, экономическая и финансовая политика государства, специфика экономического поведения населения.

Существенную роль для обеспечения финансового развития играет то, какое значение, различные правовые традиции придают правам индивидуальных инвесторов по сравнению с государством. Данный аспект функционирования финансовой системы также представляет определенную трудность в процессе формирования общего фондового рынка ЕС. Дело в том, что соотношение полномочий и прав государства и владельца собственности в странах ЕС, по сути, установлено в рамках трех правовых традиций: англосаксонского общего права (english common law), французского гражданского права (french civil law) и германского гражданского права (german civil law). В англосаксонском праве утверждается и развивается процедура защиты владельцев собственности от королевской власти и государства. Это облегчает владельцам частной собственности ведение дел, что положительно сказывается на финансовом развитии. Во Франции и Германии не было влиятельного парламента, что породило правовые традиции и нормы, сосредоточенные на защите власти государства, а также связанных с политической элитой руководителей компаний, в большей степени, чем на защите прав индивидуальных инвесторов[[160]](#footnote-160).

С учетом этого причину различий в функционировании финансовых институтов в странах ЕС в определенной степени можно объяснить влиянием разных правовых традиций. Вместе с тем, по мнению специалистов[[161]](#footnote-161), англосаксонское право и германское право являются достаточно динамичными, а французское гражданское право по своей природе статично. Соответственно, гармонизация законодательства, регулирующего финансовую сферу, является актуальной и одновременно трудной задачей, стоящей сейчас перед ЕС.

Важно подчеркнуть, что классическим примером англосаксонского типа финансовой системы является Великобритания, соответственно в качестве примера альтернативной модели выступает Германия. Практически аналогичный с Германией тип системы существует в Австрии.

В то же время Францию сложно отнести к одному из двух данных типов. С одной стороны, роль государства в этой стране очень велика, но, с другой стороны, финансовая система во Франции за последнее время претерпела заметную качественную эволюцию и отчасти обладает характеристиками, присущими англосаксонской модели. Можно сказать, что Франция имеет черты как той, так и другой модели и представляет собой пример финансовой системы смешанного или, скорее, универсального типа.

В настоящее время в ЕС происходит сближение рассмотренных моделей, становится более заметной определенная схожесть в организации фондовых рынков разных государств. В Великобритании, Германии, других странах ЕС наблюдается конвергенция обоих типов финансовых систем.

При этом «на формирование фондового рынка ЕС оказывают влияние факторы финансовой глобализации. Благодаря информационным технологиям сложился банковский бизнес, не имеющий границ. Информационно-коммуникационные технологии являются ключевой предпосылкой и фактором возникновения современных финансовых продуктов, образования глобального финансового рынка. Финансовая глобализация означает, в частности, повсеместное сближение, сходство и, наконец, идентичность цены и качества одного и того же финансового продукта в один и тот же момент времени, без учета локальных затрат и иных местных обстоятельств.

На этом фоне представляется целесообразным осуществить следующие изменения в институциональном устройстве европейских фондовых рынков.

1. Активизировать процесс концентрации и увеличить мощь финансовых институтов путем слияний и поглощений.

2. Способствовать дальнейшей универсализации банков, которым необходимо ориентироваться на предоставление услуг, свойственных компаниям по ценным бумагам, страховым компаниям и портфельным управляющим.

3. На общеевропейском уровне способствовать росту институциональных инвесторов, а именно: страховых компаний, пенсионных фондов, институтов коллективного инвестирования, являющихся важнейшими поставщиками портфельных капиталовложений.

4. В европейских странах с преобладанием традиционной банковской модели сделать рынок более доступным для небанковских финансовых институтов. Кроме того, важно, чтобы банки получили доступ на фондовые биржи в тех странах, где раньше его не имели.

5. Процессы концентрации должны в полной мере затрагивать и фондовые биржи. Необходимо способствовать общеевропейскому объединению фондовых бирж.

6. Внести изменения в систему органов регулирования. Процессу интеграции будет также способствовать сосредоточение контролирующих и надзорных функций над всеми участниками финансовых рынков (банковского и небанковского секторов) в одном учреждении.

7. Унифицировать правила и процедуры работы на фондовых рынках европейских стран»[[162]](#footnote-162).

В результате финансовый рынок станет менее сегментированным, не будет заметного разделения банковских и небанковских институтов. Такой институциональный универсализм позволит, в частности, еще в большей степени интегрировать европейские страны с англосаксонским и германским типами финансовой системы.

В связи с формированием общего фондового рынка ЕС немаловажно также введение общих нормативов корпоративной этики. В настоящее время в ЕС ключевые задачи кодекса корпоративной этики состоят в том, чтобы устанавливать приоритеты в отношениях целевых групп, предлагать возможные варианты и схемы согласования интересов. Это, в свою очередь, оказывает воздействие на финансовые рынки, в целом, уменьшая их раздробленность и усиливая интеграционные тенденции. При этом детальное содержание кодекса конкретной компании определяется, прежде всего, ее специфическими организационными особенностями, структурой бизнеса, основными приоритетами и задачами развития.

Важным документом, стимулирующим развитие процесса гармонизации финансовых рынков ЕС, является директива Еврокомиссии «О рынках финансовых инструментов» (MiFID − Market sin Financial Instrumets Directive). О ней достаточно подробно говорилось в предыдущих главах работы. Директива, в частности, внесла изменения в правила регулирования финансовых рынков, оказав, тем самым, значительное влияние на формирование в ЕС единого рынка капиталов.

MiFID установила определенные правила работы на финансовых рынках, процедуры распределения функций при обслуживании клиентов, учета и представления отчетности о совершенных сделках. MiFID действует на всей территории ЕС, гармонизирует положения о раскрытии информации по сделкам с ценными бумагами, устанавливает требования к предоставлению единого для ЕС пакета информации по финансовым инструментам и хранению информации о сделках, уточняет требования к операциям с новыми финансовыми инструментами. MiFID также упростила возможность работы в государствах ЕС филиалов страховых, брокерских и инвестиционных компаний из других стран.

Таким образом, важным условием формирования региональной финансовой системы и повышения эффективности ее функционирования является гармонизация бюджетно-налоговых систем стран ЕС, в том числе с помощью институциональных изменений. В то же время необходимо подчеркнуть, что высокие темпы интеграции стран ЕС выгодны определенным группам влияния, прежде всего, ряду структур крупного бизнеса. В связи с этим принятие конкретных решений правительством той или иной страны зачастую зависит от субъективных факторов, а именно, лоббирует ли правительство интересы каких-то крупных бизнес-структур или же его поведение в большей степени зависит от настроений электората и фазы электорального цикла. Вместе с тем, для дальнейшего движения по пути формирования региональной финансовой системы на нынешнем этапе политико-экономической интеграции европейских стран требуется единство или, по крайней мере, высокий уровень согласованности бюджетно-налоговых политик, гармонизация налогового законодательства государств ЕС. Одной из важных предпосылок для этого является развитие процесса гармонизации бюджетных расходов, устранение и сглаживание существующих диспропорций. Гармонизация финансовой сферы и повышение эффективности ее функционирования требует широкого распространения нового универсального типа банка − компании, предоставляющей финансовые услуги. Тем самым будет достигнута достаточная мера универсализма, произойдет определенное упрощение институциональной структуры, устранятся различия между коммерческими, инвестиционными и торговыми банками, а также брокерами.

**3.2.Влияние бюджетных расходов стран** − **членов ЕС на региональную финансовую систему**

В настоящее время ЕС представляет собой систему, которая основана как на договорных, так и на юридических нормах. С точки зрения субъектности, главное место в ней занимают государства, каждое из которых обладает суверенитетом. Государства путем соглашений между собой создают нормы международного права и образуют различные межправительственные организации, но при этом от ведущих государств ЕС зависит стабильное функционирование системы, в целом.

«В ЕС решающие аспекты экономического и политического суверенитета продолжают находиться в компетенции национальных органов власти и управления. При этом ЕС обладает некоторыми явными чертами конфедерации государств, в которой элементы сотрудничества и межгосударственной координации комбинируются с надгосударственными решениями. В связи с этим в рамках изучения бюджетно-налоговой политики ЕС особого внимания заслуживает анализ структуры расходов ЕС.

Бюджетные расходы стран ЕС находятся в пределах 40–50% ВВП этих государств, а бюджет самого ЕС составляет примерно 1,2%[[163]](#footnote-163) совокупного объема ВВП стран-членов. Большая часть расходов этого бюджета идет на поддержку сельского хозяйства и в фонд регионального развития. Его главная цель − выравнивание условий экономического роста в отдельных странах при минимальном изъятии средств из бюджетов отдельных государств»[[164]](#footnote-164). В табл. 3.4 представлены данные в рамках программы распределения поступлений и расходов общего бюджета ЕС на 2007−2013 гг. по отношению к разным странам. Это бюджет, который был принят в 2007 г. и действует до 2014 г. Следующая программа будет принята в конце 2014 г. на 2014–2020 гг.

**Таблица 3.4**

**Финансовая программа на 2007**−**2013 гг.: распределение поступлений и расходов общего бюджета ЕС**[[165]](#footnote-165)

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| ЕС-27 | Средства из ЕС,  млрд евро | Средства в ЕС,  млрд евро | Чистый доход,  млрд евро | Население млн человек (2007 г.) | Чистый доход на  душу населения, евро |
| Австрия | 10 | 19 | −8,5 | 8,3 | −1024 |
| Бельгия | 39 | 33 | 6,4 | 10,6 | 605 |
| Болгария | 12 | 2,3 | 9,7 | 7,7 | 1263 |
| Великобритания | 46 | 103 | −57 | 60,8 | −937 |
| Венгрия | 32 | 8,4 | 24 | 10,1 | 2384 |
| Греция | 40 | 15 | 25 | 11,2 | 2238 |
| Дания | 10 | 17 | −7,2 | 5,4 | −1322 |
| Ирландия | 12 | 11 | 0,6 | 4,3 | 139 |
| Испания | 78 | 76 | 2,2 | 44,5 | 49 |
| Италия | 70 | 116 | −46 | 59,1 | −778 |
| Кипр | 1 | 1,1 | −0,1 | 0,8 | −128 |
| Латвия | 6 | 1,4 | 4,6 | 2,3 | 2016 |
| Литва | 9 | 1,7 | 7,3 | 3,4 | 2157 |
| Люксембург | 10 | 2,3 | 7,7 | 0,5 | 16170 |
| Мальта | 1 | 0,5 | 0,5 | 0,4 | 1226 |
| Нидерланды | 13 | 37 | −24 | 16,4 | 1467 |
| Польша | 87 | 22 | 65 | 38,1 | 1705 |
| Португалия | 29 | 12 | 17 | 10,6 | 1604 |
| Румыния | 32 | 7,2 | 25 | 21,5 | 1159 |
| Словакия | 14 | 3,5 | 11 | 5,4 | 2039 |
| Словения | 6 | 3,1 | 2,9 | 2,0 | 1443 |
| Финляндия | 9 | 13 | −3,7 | 5,3 | −701 |
| Франция | 89 | 140 | −51 | 63,4 | −805 |
| ФРГ | 78 | 164 | −86 | 82,3 | −1045 |
| Чехия | 31 | 9,2 | 22 | 10,3 | 2139 |
| Швеция | 09 | 20 | −11 | 9,1 | −1207 |
| Эстония | 4 | 0,8 | +3,2 | 1,3 | 2384 |

*Источник:* Open Europe Briefing Note 2007, Nov. 16, retrieved on 2008, July 7 (<http://www.openeurope.org.uk/research/budget07.pdf>).

Как видно из табл. 3.4, в рамках общего бюджета ЕС наиболее развитые и богатые страны выступают в качестве доноров для остальных государств. Наибольшие издержки несет Германия, за ней следуют Великобритания и Франция. При этом больше всего поступлений со стороны ЕС получает Польша. По чистому доходу из бюджета ЕС после лидирующей с большим отрывом Польши далее находятся Румыния, Греция, Венгрия и Чехия. В табл. 3.5 приведены данные о фактическом распределение бюджетных доходов и расходов в 2013 г. по всем странам членам ЕС.

**Таблица 3.5**

**Фактические данные: распределение поступлений и расходов общего бюджета ЕС в 2013 г.[[166]](#footnote-166)**

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| ЕС-27 | Средства из ЕС,  млрд евро | Средства в ЕС,  млрд евро | Чистый доход,  млрд евро | Население, млн человек (2013 г.) | Чистый доход на  душу населения, евро |
| Австрия | 1,862 | 3,028 | −1,166 | 8,45 | −137,97 |
| Бельгия | 7,209 | 3,931 | 3,278 | 11,16 | 293,7 |
| Болгария | 1,977 | 0,423 | 1,554 | 7,28 | 213,33 |
| Великобритания | 6,308 | 14,510 | −8,201 | 63,91 | −128,33 |
| Венгрия | 5,91 | 0,920 | 4,990 | 9,91 | 503,55 |
| Греция | 7,215 | 1,794 | 5,420 | 11,06 | 489,98 |
| Дания | 1,435 | 2,606 | −1,171 | 5,6 | −209,05 |
| Ирландия | 1,874 | 1,521 | 0,354 | 4,59 | 77,03 |
| Испания | 13,752 | 10,376 | 3,377 | 46,73 | 72,26 |
| Италия | 12,554 | 15,748 | −3,194 | 59,69 | −53,51 |
| Кипр | 0,227 | 0,170 | -0,057 | 0,87 | 65,88 |
| Латвия | 1,063 | 0,248 | 0,815 | 2,02 | 402,66 |
| Литва | 1,881 | 0,349 | 1,532 | 2,97 | 515,42 |
| Люксембург | 1,598 | 0,310 | 1,288 | 0,54 | 2397,85 |
| Мальта | 0,174 | 0,078 | 0,096 | 0,42 | 228,2 |
| Нидерланды | 2,264 | 4,745 | −2,48 | 16,78 | −147,83 |
| Польша | 80,897 | 3,831 | +77,067 | 38,53 | 2000 |
| Португалия | 6,163 | 1,679 | 4,484 | 10,49 | 427,55 |
| Румыния | 5,561 | 1,369 | 4,192 | 20,02 | 209,37 |
| Словакия | 2,026 | 0,713 | 1,313 | 5,41 | 242,6 |
| Словения | 0,814 | 0,368 | 0,445 | 2,06 | 216,38 |
| Финляндия | 1,497 | 2,032 | −0,535 | 5,43 | −98,54 |
| Франция | 14,239 | 21,874 | −7,635 | 65,58 | −116,43 |
| ФРГ | 13,056 | 26,125 | −13,069 | 80,52 | −162,3 |
| Чехия | 4,893 | 1,445 | 3,448 | 10,52 | 327,89 |
| Швеция | 1,661 | 3,769 | -2,108 | 9,56 | −220,59 |
| Эстония | 0,973 | 0,190 | 0,783 | 1,32 | 593,15 |

ЕС финансируется в основном за счет выделенных для него государствами-членами средств, на использование которых он имеет право и которые обозначены как «собственные ресурсы». Общие поступления в бюджет определяются каждый год в строгом соответствии с принципом сбалансированности, доходы должны соответствовать расходам, и бюджет не должен иметь дефицита. Обычно выделяют четыре вида собственных ресурсов. К двум первым в настоящее время относят сельскохозяйственный сбор на импорт из государств, не являющихся членами ЕС, и таможенные пошлины при применении единого таможенного тарифа в торговле со странами, не участвующими в ЕС.

Снижения таможенных пошлин и увеличения числа стран ЕС привело к тому, что эти два ресурса больше не являются достаточными для пополнения бюджета ЕС, и они дополняются двумя другими источниками − отчислениями от НДС и взносами в соответствии с ВВП государств-членов. Существуют и другие источники доходов, например, налог, уплачиваемый европейскими гражданскими служащими, штрафы, налагаемые Еврокомиссией на компании, нарушающие правила конкуренции, а также остатки, перенесенные с предыдущего года.

Например, бюджетные расходы в ЕС в период перехода на единую валюту в 2000 г. составляли 93 млрд евро и были распределены по следующим 6 основным категориям: сельское хозяйство, структурная политика и структурные фонды, внутренняя политика (исследования, образование, транспорт и др.), внешняя политика, подготовка к расширению, административные расходы[[167]](#footnote-167).

«Проводимая в ЕС трансфертная политика рассматривается не только как средство выравнивания социально-экономических диспропорций, но и как инструмент стимулирования экономического роста, который играет важную роль в консолидации европейского экономического пространства. При этом проводимая властями ЕС политика выравнивания имеет значение для установления определенной социальной справедливости и эффективного функционирования экономики. Граждане, принимая решение о том, где они будут жить, сравнивают, какие налоги они будут платить и какие социальные блага будут получать в тех или иных регионах. При больших различиях происходит миграция населения из менее привлекательных регионов в более привлекательные. Кроме того, люди учитывают общие внешние условия, например, состояние окружающей среды, уровень безопасности. Соответственно трансферты территориям должны примерно выравнивать условия жизни для предотвращения нежелательной, с экономической и политической точек зрения миграции»[[168]](#footnote-168). Трансферты переводятся порой на определенных условиях, в частности, на условиях ограничений по изменениям местных налогов, чем стимулируется необходимая региональная политика.

Поскольку местные власти находятся ближе к налогоплательщику, чем центральные, эффективность предоставления многих бюджетных услуг, как правило, повышается при передаче исполнения на нижний уровень бюджетной системы. Более высоким уровням власти поручается исполнение бюджетных обязанностей по тем услугам, эффект от которых распространяется на ряд нижестоящих территорий и на национальные государства, а также в случае достижения эффекта масштаба. Расходы, осуществляемые в целях достижения социальной справедливости, выравнивания и перераспределения доходов населения, контролируются национальными правительствами стран ЕС. Вместе с тем, такой подход к реализации социальной функции не всегда достаточно эффективен, поскольку удельный вес лиц, нуждающихся в социальной защите, в общей численности населения, как правило, тем выше, чем меньше возможности данного региона выделять средства на социальную защиту.

Общая сельскохозяйственная политика исторически является наиболее потребляющей финансовые ресурсы ЕС. Вместе с тем, в последние годы наблюдается сокращение сельскохозяйственных расходов по отношению к общему бюджету ЕС, как результат развития других направлений, а также стремления стабилизировать сельскохозяйственные расходы. На сельское хозяйство традиционно направлялось примерно 40% общего объема расходов ЕС. При этом адаптация сельского хозяйства стран ЦВЕ к западноевропейским стандартам − одна из наиболее трудно решаемых задач в ЕС. Кроме того, действующая в ЕС система поддержки сельского хозяйства является не вполне эффективной и ведет к значительному перепроизводству, когда значительная часть продукции может быть реализована только на внешних рынках по ценам существенно ниже себестоимости.

Очевидными представляются направления необходимых изменений в этой сфере, в частности, существенное сокращение прямых субсидий товаропроизводителям. Тем не менее, попытки реформирования сельскохозяйственной политики оказывались безуспешными по причине жесткой позиции ряда стран, прежде всего, Франции. В результате, возобладало мнение, согласно которому никаких реформ, предшествующих решениям или соглашениям с ВТО по вопросам регулирования сельского хозяйства, быть не может. Таким образом, будущая модель поддержки сельского хозяйства в рамках ЕС остается неопределенной. В данной ситуации ЕС не планирует оказывать какой-либо масштабной финансовой помощи сельскохозяйственному сектору стран ЦВЕ.

Присоединение к ЕС новых членов из ЦВЕ поставило под сомнение возможность проведения политики солидарности в том объеме и в тех формах, в которых она проводилась в 1990-е годы с помощью перераспределения ресурсов через структурные фонды. Вместе с тем, вновь присоединившиеся страны не в силах самостоятельно преодолеть в обозримом будущем свое отставание ни в развитии, ни в зрелости рынков, ни в структуре экономики. Это означает, что ЕС еще долго будет иметь дело с государствами, которые активно претендуют на регулярное перераспределение ресурсов в свою пользу.

Экономическая и структурная политика ЕС играет очень важную роль в формировании региональной финансовой системы на базе единой валюты евро. По существу, целью реализации экономической и структурной политики является снижение неравномерного распределения материального обеспечения в регионах и улучшение ситуации в области трудовой занятости, чтобы европейские граждане могли извлекать значимую пользу от функционирования регионального валютного союза. Для этого ЕС направляет более 35% бюджета на модернизацию экономических и социальных структур. ЕС через структурные фонды (Европейский региональный фонд развития, Европейский социальный фонд, Фонд гарантий и компенсаций сельскому хозяйству и Финансовый институт по координации политики в области рыболовства) направляет трансферты регионам, особо нуждающимся в финансировании.

Эта политика преследует три основные задачи.

1. Обеспечение развития беднейших регионов и поддержка модернизации структуры их экономики. К данным регионам относятся страны, чей ВНП составляет менее 75% от среднего ВНП государств ЕС, отдаленные от ЕС территории (заморские департаменты Франции, Азорские острова, остров Мадейра, Канарские острова и др.), а также регионы с очень малой плотностью населения (например, некоторые из северных территорий ЕС).

2. Поддержка экономических и социальных изменений в регионах, находящихся в тяжелом положении (например, в индустриальных районах, испытывающих значительные социально-экономические трудности, сельскохозяйственных областях, находящихся в упадке, беднейших городских районах).

3. Поддержка адаптации граждан, модернизации образования, обучения и политики в области занятости населения. Цель состоит в том, чтобы помочь безработным, молодежи, уволенным сотрудникам и всем гражданам ЕС найти рабочие места, помочь адаптироваться к происходящим экономическим изменениям, получить постоянный доступ к образованию, профессиональному обучению и переобучению.

ЕС проводит также собственную политику в области исследований и технических разработок, которая дополняет и поддерживает усилия отдельных государств. Европейская рамочная программа в области выполнения исследований включает специальные проекты, связанные с информационными и коммуникационными технологиями, биотехнологией, энергетикой, окружающей средой и здравоохранением.

За последние годы повысилось значение внешней политики ЕС. Увеличилась помощь Сообщества развивающимся странам, возрос объем гуманитарной помощи. В контексте планирования и реализации внешней политики ЕС определенную роль играет Европейский фонд развития (European Development Fund, EDF), который является инструментом финансового и технического сотрудничества между ЕС и развивающимися странами, а также территориями, которые по историческим причинам поддерживают особые связи с рядом членов ЕС. В отличие от других направлений внешней политики ЕС деятельность EDF не финансируется из общего бюджета ЕС. Финансирование EDF осуществляется отдельно и по особой формуле, которая учитывает, какие именно страны ЕС имеют особые отношения с другими государствами и территориями (бывшими колониями и т.д.). В 2007−2013 гг. выделенный на EDF бюджет составлял 22 млрд евро.

Распределение взносов в EDF между всеми странами ЕС показано в табл. 3.6. Из табл. 3.6 видно, что основные взносы в данный фонд делают Германия, Франция, Великобритания и Италия. Меньше всех вкладывают Мальта, Эстония, Латвия и Кипр. В то же время приоритетами реализации аграрной политики стран ЕС являются модернизация производственных и перерабатывающих компаний в странах ЦВЕ для улучшения качества продуктов и обеспечения продовольственной безопасности, восстановление бережного отношения к окружающей среде, а также диверсификация экономической деятельности в сельскохозяйственных районах. ЕС также осуществляет помощь этим странам в формировании транспортной инфраструктуры и институтов по охране окружающей среды.

**Таблица 3.6**

**Доля стран ЕС во взносах в Европейский фонд развития (% от общего бюджета Фонда)[[169]](#footnote-169)**

|  |  |
| --- | --- |
| Страна | Доля страны, % |
| Австрия | 2,40 |
| Бельгия | 3,25 |
| Болгария | 0,22 |
| Великобритания | 14,68 |
| Венгрия | 0,61 |
| Греция | 1,51 |
| Дания | 1,98 |
| Ирландия | 0,94 |
| Испания | 7,93 |
| Италия | 12,53 |
| Кипр | 0,11 |
| Латвия | 0,12 |
| Литва | 0,18 |
| Люксембург | 0,26 |
| Мальта | 0,04 |
| Нидерланды | 4,78 |
| Польша | 2,01 |
| Португалия | 1,20 |
| Румыния | 0,72 |
| Словакия | 0,38 |
| Словения | 0,22 |
| Финляндия | 1,51 |
| Франция | 17,81 |
| ФРГ | 20,58 |
| Чехия | 0,80 |
| Швеция | 2,94 |
| Эстония | 0,09 |

Следует отметить, что значительные изменения в структуру бюджетных расходов ЕС внес мировой финансово-экономический кризис, который начался в 2007 г. и с 2008 г. стал очень болезненно сказываться на Европе. Проиллюстрируем это на примере бюджета ЕС за 2010 г.[[170]](#footnote-170), который был ориентирован, прежде всего, на восстановление рабочих мест и возобновление устойчивого экономического роста. Бюджет, названный «Бюджетом восстановления», составил 141 млрд евро, или 1,2% общего ВНП 27 стран ЕС. Из них более 64 млрд евро (около 45% из фондов ЕС) было направлено на решение задач, связанных с исследованиями, образованием и инновациями. Почти 15 млрд евро (на 7,9% больше, чем в 2009 г.) было направлено на меры по повышению конкурентоспособности. В частности, 7,5 млрд евро − на рамочную программу исследований, 500 млн евро − на программу конкурентоспособности и инноваций, которая финансирует передовые технологии. Кроме того, на развитие трансъевропейских энергетических и транспортных сетей было направлено 1,1 млрд евро (на 12,7% больше, чем в 2009 г.). Данные статьи расходов соответствовали антикризисной политике, проводимой ЕС, дополняя те меры, которые предпринимал ЕЦБ и отдельные государства.

Другим важным направлением расходов бюджета ЕС в 2010 г. стали расходы на углубление интеграции и проведение политики сближения. Финансирование политики консолидации и сближения возросло на 2% по сравнению с 2009 г., составив 49,4 млрд евро. На Европейский социальный фонд было выделено 10,8 млрд евро, которые преимущественно расходовались на различные программы высшего и среднего образования, обучения, профессиональной переквалификации и переподготовки граждан ЕС с целью получения ими новых профессиональных навыков, в том числе за пределами своих государств. Этим, в частности, стимулировалось дальнейшее повышение мобильности трудовых ресурсов.

Традиционно значимой статьей расходов в рамках консолидированного бюджета ЕС является финансирование сельского хозяйства и защиты окружающей среды. Расходы Фонда гарантий и компенсаций сельскому хозяйству составили 43,8 млрд евро, которые были направлены на поддержание высоких стандартов уровня жизни более чем 7 млн фермеров. Кроме того, по линии Фонда развития сельского хозяйства было выделено 14,4 млрд евро, за счет которых финансировались бесперебойное и эффективное водоснабжение, ирригация, защита животных, другие природоохранные и экологические проекты.

Помощь странам за пределами ЕС составила 8,1 млрд евро, которые были направлены на продовольственные программы и борьбу с последствиями изменения климата. На 15,9% было расширено финансирование общей внешней политики ЕС.

Наибольшее относительное увеличение в 2010 г. наблюдалось в расходах ЕС на борьбу с преступностью, опасными криминальными действиями, терроризмом и незаконной миграцией. По сравнению с 2009 г. расходы по этой статье выросли на 16,2%, достигнув почти 1 млрд евро. Управление и организация контроля над масштабными миграционными потоками рассматривается как важнейший вызов для всех стран ЕС, особенно в контексте последствий мирового экономического кризиса и дальнейшей глобализации. Кроме того, в 2010 г. на уровне ЕС впервые было осуществлено финансирование Европейской полиции (Europol) в размере 80 млн евро, которые расходовались на поддержку борьбы с организованной преступностью и терроризмом, ведущейся странами ЕС. В целом бюджет ЕС 2010 г. характеризовался антикризисной направленностью, будучи, в том числе ориентированным на выполнение первоочередных социальных обязательств, попытками точечного стимулирования экономического восстановления и роста, реагированием на наиболее острые проблемы и вызовы, стоящие перед странами ЕС.

Проведенное нами исследование показало, что очень важный аспект современной бюджетной политики для большинства экономически развитых стран − членов ЕС состоит в приоритетном внимании к развитию человеческого капитала, т.е. к расходам на образование, культуру, здравоохранение, профессиональную подготовку и переподготовку кадров. Показатели структуры бюджетных расходов отражают данную тенденцию приоритетности инвестиций в человеческий капитал в странах ЕС[[171]](#footnote-171). Социальные расходы (включающие как социальную помощь, так и фонды социального страхования) составляют самую значительную долю бюджетных расходов стран ЕС, занимая в структуре этих расходов во всех странах первое место с очень большим отрывом. Статьи расходов, скажем, на защиту окружающей среды, экономические связи, общественный порядок и безопасность, культуру, религию заметно меньше, чем расходы на образование и здравоохранение, и также несопоставимы по масштабам с социальными расходами. Так, расходы по статье «экономические связи» в странах ЕС колеблются в интервале 2,5–5,5% ВВП, а по остальным упомянутым статьям − в интервале 0,5–2,5% ВВП. Средняя разница в бюджетных расходах составляет примерно 10 пунктов. Основной причиной расхождений являются социальные расходы, по которым средняя разница между странами близка к 8 пунктам. Важным фактором различий также являются расходы на обслуживание государственного долга, проблема которого сильно обострилась в ряде стран ЕС в период мирового финансово-экономического кризиса».[[172]](#footnote-172)

В настоящее время в ЕС в социальной сфере существуют острые проблемы, а именно − высокая норма безработицы, новые требования к квалификации труда, быстрое старение населения, рост неполных семей. Все это ставит перед социальной политикой труднейшие задачи. В частности, требуется осуществлять развитие социальной инфраструктуры и социального обеспечения в условиях экономического кризиса и сильной ограниченности ресурсов. Несмотря на то, что структура бюджетных расходов в государствах ЕС в целом схожа, наибольшие различия между странами наблюдаются в расходах на социальную сферу. Очевидно, что в подходах различных государств к социальной политике имеются заметные контрасты. С одной стороны, существует опыт Германии, где после Второй мировой войны развитие социального страхования и практики социального партнерства было одним из факторов «экономического чуда». Западногерманский опыт стал примером для подражания для многих других стран ЕС. С другой стороны − опыт Великобритании, где в общественном сознании по-прежнему господствует философия экономического либерализма. Хотя и в этой стране, начиная с 1950-х годов, практика социальных трансфертов (бесплатное здравоохранение, образование, другие виды социальных услуг) получила некоторое распространение. Различия в подходах к проведению социальной политики естественным образом отражаются и на структуре бюджетных расходов стран ЕС.

Так, в Бельгии в 2013 г. расходы на социальные выплаты составляли на уровне центрального правительства 2,4% ВВП[[173]](#footnote-173); на уровне региональных администраций − 2,5%; на уровне местных органов власти − 0,8%; из фондов социального страхования − 20,8%. В Болгарии расходы на социальные выплаты на уровне центрального правительства в 2013 г. составляли 1,1% ВВП, на уровне местных органов власти − 0 %, из фондов социального страхования − 13,3% (уровень региональных администраций в болгарской системе не задействован). В Чехии на уровне центрального правительства расходы на социальные выплаты были 14,2%; на уровне местных органов власти − 0,1%; из фондов социального страхования − 5,7%. Региональные администрации, как и в Болгарии, не представлены в системе Чехии. В Дании на уровне центрального правительства −3,0%; на уровне местных властей — 13,7%; из фондов социального страхования − 2,1% ВВП. Как видно из приведенных цифр, в Дании организация социальных выплат в значительной степени находится в сфере ответственности местных властей. В тоже время во многих других европейских странах, включая уже упомянутые выше, большую роль играют фонды социального страхования либо же центральные правительства.

В Германии участие центрального правительства в осуществлении социальных выплат также не очень значительно − 2,1% ВВП, примерно как региональных администраций и местных властей (1,9% и 2,0%, соответственно). Основные социальные выплаты проводятся через фонды социального страхования − 18,3%. В Эстонии, напротив, на уровне центрального правительства социальные выплаты составляют 9,9%. На уровне местных властей этот показатель незначителен − 0,4%; через фонды социального страхования социальные выплаты равны 2,4%. В Ирландии на уровне центрального правительства − 11,5%; на уровне местных − 0,8%; через фонды социального страхования − 5,1 % ВВП.

Страной, где практически все основные социальные выплаты производятся через фонды социального страхования, является Греция, там этот показатель равен 16,9% ВВП. При этом на уровне расходов центрального правительства социальные выплаты составляют 3,7%; на уровне региональных администраций отсутствуют; на уровне местных властей − также 0,5%. Социальные выплаты на уровне центрального правительства в Испании − 1,5%. Кроме того, на уровне расходов региональных администраций социальные выплаты там равны 2,8%; на уровне местных властей − 0,1%; через фонды социального страхования эти выплаты составляют 14,9%. Во Франции роль фондов социального страхования также велика, выплаты − 20,8%, в то время как на уровне центрального правительства − 4,4%; местной власти − 1,1%. В Италии чуть больше удельный вес местных властей − 2,9%. При том, что на уровне центрального правительства выплаты составляют 0,3%; через фонды социального страхования − 20,1%. На Кипре через фонды социального страхования − 9,8%; на уровне центрального правительства − 5,9%; региональные и местные власти в процессе осуществления социальных выплат не участвуют. В Латвии и Литве основную роль играют фонды социального страхования − 8,9% и 9,4% ВВП, соответственно.

В Венгрии при большом значении фондов социального страхования (13,4% ВВП) центральное правительство также играет относительно заметную роль − 3,6%. В Нидерландах на уровне центрального правительства − 3,8%; на уровне местных властей − 1,8%; через фонды социального страхования − 18,8%. В Австрии помимо участия центрального правительства (5,6%), социальные выплаты производят региональные администрации (2,8%) и местные власти (1,5%). Доля участия фондов социального страхования − 15,5%. В Польше доля участия фондов социального страхования чуть меньше − 14,4%, при том, что участие центрального правительства ограничивается 1,4% ВВП, а региональные администрации вообще в этом процессе не присутствуют.

В Португалии центральное правительство более активно − 10,1% ВВП, а доля фондов социального страхования составляет 12,6%. В Румынии доля фондов ниже − 9,3%, а участие центрального правительства зафиксировано на уровне 2,3%. Ниже эта доля в Словении − 3,9%, а социальные выплаты, производимые через фонды, составляют 15,4%. В Словакии вклад центрального правительства несколько больше − 4,7%, зато через фонды перераспределяется меньше − 14,1% ВВП.

В связи с этим важно отметить, что поддержание социальных гарантий на прежнем уровне требует от стран ЕС еще большего роста государственных расходов. При этом результаты проведенного сравнительного анализа показали, что между странами ЕС не просто существует заметная разница в размерах и формах социальных расходов, но и сама структура социальных расходов в разных странах во многом различна.

В табл. 3.7 для примера представлены данные о размерах государственного долга в странах еврозоны в 2011−2013 гг.Подчеркнем, что по цифрам, отражающим отношение государственного долга к ВВП, не наблюдается такого явного разделения стран ЕС на «старые» и «новые», как, к примеру, по уровню ВВП на душу населения. В то же время существуют определенные тенденции, которые нельзя не отметить. Так, в странах, образующих экономическое и политическое ядро еврозоны (Германии, Франции, Италии) рассматриваемый параметр превышает максимально допустимое для стран ЕС значение в 60%, т.е. эти страны, с одной стороны, требуют от новичков и кандидатов в члены ЕС жесткого соблюдения бюджетных ограничений, а, с другой стороны, сами этим ограничениям не вполне следуют.

**Таблица 3.7**

**Государственный долг, % ВВП[[174]](#footnote-174)**

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
|  | 2011 г. | 2012 г. | 2013 г. |
| Греция | 170,3 | 157,2 | 175,1 |
| Италия | 120,7 | 127,0 | 132,6 |
| Португалия | 108,2 | 124,1 | 129,0 |
| Ирландия | 104,1 | 117,4 | 123,7 |
| Кипр | 71,5 | 86,6 | 111,7 |
| Бельгия | 99,2 | 101,1 | 101,5 |
| Испания | 70,5 | 86,0 | 93,9 |
| Франция | 86,2 | 90,6 | 93,5 |
| Германия | 80,0 | 81,0 | 78,4 |
| Австрия | 73,1 | 74,4 | 74,5 |
| Нидерланды | 65,7 | 71,3 | 73,5 |
| Мальта | 68,8 | 70,8 | 73,0 |
| Словения | 47,1 | 54,4 | 71,7 |
| Финляндия | 49,3 | 53,6 | 57,0 |
| Словакия | 43,6 | 52,7 | 55,4 |
| Латвия | 42,0 | 40,8 | 38,1 |
| Люксембург | 18,7 | 21,7 | 23,1 |
| Эстония | 6,1 | 9,8 | 10,0 |

Как видно из представленных в табл. 3.7 данных, «наиболее высокое отношение государственного долга к ВВП наблюдалось в Греции, которая является одной из самых проблемных стран еврозоны и одним из главных получателей финансовой помощи. Кроме того, из приведенных параметров следует, что лишь несколько стран еврозоны соблюдают Маастрихтские параметры в отношении государственного долга, а большинство государств еврозоны их превышают.

Более того, на фоне глобального экономического кризиса и долгового кризиса ряда стран еврозоны (прежде всего, Греции, Испании, Кипра) в 2012 г. в ЕС был принят Бюджетный пакт. Он предусматривает жесткие ограничения на финансовую политику стран − членов еврозоны. Цель пакта − обязать соблюдать «золотое правило» бюджетной дисциплины: структурный дефицит бюджета страны не должен превышать 0,5% номинального ВВП. Для стран с низким уровнем госдолга этот потолок может быть увеличен до 1% ВВП. Долг всех государств ЕС не должен превышать 60% ВВП. Страны, госдолг которых превышает 60% ВВП, обязаны снижать его, как минимум, на 5% в год.

Государства ЕС, подписавшие данный документ, обязуются внести эти нормы в свои конституции. Этот процесс будет контролироваться Европейским судом юстиции, и страны, запаздывающие с изменением своего законодательства, могут быть подвергнуты штрафу в размере до 0,1% своего ВВП. За соблюдением уровней бюджетного дефицита и госдолга будет наблюдать Еврокомиссия. Если дефицит бюджета любого из государств сообщества в отдельно взятый год превысит порог в 3% ВВП, то автоматически запускается процедура коррекции, в рамках которой Еврокомиссия предлагает стране набор контрмер для стабилизации ситуации. Соглашение предусматривает, что национальное правительство сможет лишь обсуждать с Еврокомиссией конкретные детали этих мер, но не отказываться от реализации стабилизационной программы в целом. Единственная возможность отклонить такую программу − это собрать квалифицированное большинство голосов всех государств ЕС против требований Еврокомиссии к стране-нарушителю, что практически невозможно осуществить на практике.

Немалое значение в рамках анализа бюджетных расходов имеет также «структура задолженности. В настоящее время страны ЕС стремятся уменьшить долю краткосрочных долгов, увеличив долю долгосрочных, что сокращает бюджетные расходы на их обслуживание. В некоторых из стран существуют жесткие правила, определяющие условия внешних заимствований. Вместе с тем, управление государственным долгом в странах ЕС осуществляется в основном посредством выпуска и реализации на рынке государственных ценных бумаг. В специальной публикации Бундесбанка отмечается, что «Преобладающая задача управления федеральным долгом − получить столько кредита, сколько предусмотрено бюджетным планом, получить его своевременно, на рыночных условиях и на возможно более широкой основе»[[175]](#footnote-175).

К основным задачам управления государственным долгом в странах ЕС относятся:

* бесперебойное снабжение правительства деньгами;
* наличие рынка, способного дать нужную сумму;
* минимизация стоимости обслуживания долга.

В настоящее время на рынке существует несколько долговых инструментов с разными характеристиками, отвечающими запросам эмитента и инвесторов. Государства ЕС выпускают несколько классов ценных бумаг, в результате чего происходит фрагментация рынка по классам. В ЕС доминируют номинальные ценные бумаги с фиксированной купонной ставкой, выпускаемые траншами на срок от 2 до 30 лет. Флоатеры (бумаги с плавающей доходностью) играют заметную роль лишь в Греции, Италии и Португалии. Индексированные облигации выпускаются в пяти странах, но их доля значима только в Великобритании (23%) и Швеции (14%). В целом в Европе по сравнению, скажем, с Северной Америкой высок удельный вес облигаций, а в Северной Америке по сравнению с Европой высок удельный вес векселей»[[176]](#footnote-176).

Сводные данные по основным правительственным облигациям в ЕС представлены в табл. 3.8.

**Таблица 3.8**

**Основные правительственные облигации в ЕС[[177]](#footnote-177)**

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| Страны | Процент всего долга | Срок до погашения | Купонная ставка[[178]](#footnote-178)\* |
| Австрия | 82 | До 50 лет (в среднем 8,64 года) | Ф (>85%) |
| Бельгия | 90 | До 32 лет (в среднем 7,6 года) | Ф (>90%) |
| Великобритания | 90 | До 50 лет, также бессрочный | Ф |
| Германия | 99 | До 32 лет (в среднем 6,73 года) | Ф |
| Греция | 28 | До 30 лет | Ф, П |
| Дания | 82 | До 32 лет | Ф и привязанные к инфляции |
| Ирландия | 56 | До 40 лет | Ф, П |
| Испания | 82 | До 30 лет | Ф |
| Италия | 86 | До 30 лет | Ф (>90%) |
| Люксембург | 57 | 5− 15 лет (не используются краткосрочные инструменты) | Ф |
| Нидерланды | 72 | До 30 лет, некоторые бессрочные | Ф |
| Португалия | 53 | До 50 лет | Ф |
| Финляндия | 82 | До 30 лет | Ф |
| Франция | 86 | До 50 лет (в среднем 7 лет) | Ф и привязанные к инфляции |
| Швеция | 78 | До 30 лет (в среднем 6 лет) | Ф и привязанные к инфляции |

\* Ф − фиксированная, П − плавающая.

Страны «ЕС заинтересованы в том, чтобы рынок государственных ценных бумаг благополучно функционировал, т.е. был ликвидным и эффективным. Правительствам такой рынок позволяет занимать достаточно много и относительно дешево, поэтому они тесно сотрудничают с участниками рынка в управлении долгом. Публикуя эмиссионный календарь, правительства дают понять, что не имеют преимущества перед участниками рынка в оценке будущих ставок и надеются удешевить заимствования через рыночный механизм. Участники рынка получают возможность спланировать свою деятельность на рынке государственных ценных бумаг хотя бы несколько месяцев вперед.

Страны ЕС стремятся консолидировать долг в немногих крупнейших выпусках с наиболее популярными сроками погашения. Увеличение объема в обращении закладывает основу для роста ликвидности долга. Одновременно правительства пытаются расширить способность первичного рынка поглощать крупные партии государственных ценных бумаг. Для этого во многих странах ЕС используется институт первичного дилерства. В обмен на некоторые привилегии со стороны правительства первичные дилеры исполняют роль оптовой базы для государственных ценных бумаг, держа их на своем балансе до реализации инвесторам. Первичные дилеры, таким образом, являются финансовыми институтами, имеющими право покупать государственные ценные бумаги непосредственно у государства»[[179]](#footnote-179). Среди первичных дилеров много организаций, контролируемых из-за границы, поскольку это способствует широкой интернационализации государственных ценных бумаг, а также по причине того, что национальные институты хотят быть первичными дилерами в других странах. Рынок государственных ценных бумаг принято считать полным, если он состоит из предаукционного рынка, аукциона, послеаукционного рынка и репо-рынка. В настоящее время рассматривается возможность создания такого инструмента, как общеевропейские облигации.

Таким образом, хотя структура бюджетных расходов в государствах ЕС во многом схожа, есть существенные различия по странам в системе и объемах социальных расходов, которые занимают самую большую долю расходов во всех государствах ЕС. Это отражает различия в подходах к социальной политике в странах ЕС, которая практически проводится не на наднациональном уровне ЕС в целом, а национальными государствами. В структуре расходов ЕС как наднационального органа приоритетными направлениями финансирования остаются сельское хозяйство, структурная и антикризисная политика. В последнее время к числу приоритетных направлений бюджетного финансирования в странах ЕС стали также относиться расходы на образование и здравоохранение как важнейшие факторы формирования человеческого капитала. Поскольку на фоне старения населения, высокой безработицы выполнение социальных обязательств и социальных гарантий требует от стран ЕС дальнейшего увеличения государственных расходов, правительства европейских государств проводят реформы в области социального обеспечения и социального страхования.

При этом в рамках формирования общего социально-экономического пространства ЕС требуется унификация бюджетных расходов, устранение или сглаживание существующих диспропорций. Решение данной задачи в краткосрочной перспективе представляется маловероятным, поскольку затрагивает чувствительные интересы политико-экономических элит национальных государств, тесно связано с электоральными циклами. Стремление государств не допустить понижения уровня жизни своего населения и выполнять взятые на себя социальные обязательства в условиях ограниченности имеющихся для этого ресурсов ведет к росту расходов на обслуживание государственного долга.

**3.3. Взаимодействие региональных и национальных финансовых систем в преодолении современного кризиса**

Мировой финансово-экономический кризис, начавшийся в 2007 г. с кризиса на ипотечном рынке США[[180]](#footnote-180), резко обострил социально-экономические проблемы, существовавшие в ЕС, и создал новые препятствия для вхождения в еврозону ряда стран Восточной Европы и Прибалтики. Для наглядной характеристики ситуации в экономике США перед началом кризиса приведем такой факт, что в 2007 г. долг американских домохозяйств равнялся 133% чистого дохода[[181]](#footnote-181).

По мнению некоторых экспертов[[182]](#footnote-182), негативные события в экономике США, а затем и в остальном мире были обусловлены кризисом финансовой системы. Одним из важнейших последствий кризиса стало понимание необходимости существенного реформирования системы регулирования финансовых рынков, как на страновом, так и на международном уровне[[183]](#footnote-183).

Кроме того, кризис продемонстрировал высокую степень зависимости еврозоны от положения дел на глобальном рынке капиталов. Важными особенностями кризиса являются его глобальность и системность[[184]](#footnote-184). Как считают специалисты[[185]](#footnote-185), современная глобальная экономика все больше проявляет себя, как экономика конвергентная, стремящаяся найти для национальных рынков эффективное место в структурах мирового рынка.

Трансграничное распространение кризиса из США в ЕС было очень быстрым, прежде всего, по причине сильных взаимных связей в рамках финансовой системы и тесно интегрированных цепочек поставок продукции на глобальном рынке. Отметим, что глобальные цепочки создания стоимости являются одной из характерных особенностей нынешней фазы глобализации[[186]](#footnote-186). Это во многом обусловлено тем, что в 2002−2007 гг. имел место активный рост трансграничных капитальных потоков: в 2002 г. – 3 трлн долл., в 2003 г. – 3,7 трлн долл., в 2004 г. – 5,4 трлн долл., в 2005 г. – 7,6 трлн долл., в 2006 г. – 8,3 трлн долл., в 2007 – 10,5 трлн долл., а в 2008 г. произошел обвал до 1,9 трлн долл.[[187]](#footnote-187).

Тяжелые последствия кризиса для целого ряда стран ЕС отчетливо проявились уже к весне 2008 г., а затем в 2009–2012 гг. Несмотря на активно принимаемые антикризисные меры, проблемы продолжали нарастать, охватывая все больше европейских стран. Под угрозой оказалось само существование еврозоны в ее нынешнем виде. Более того, возникли существенные опасения по поводу привлекательности единого европейского рынка и европейской модели социального и политико-экономического устройства. В связи с этим интересно мнение британского эксперта Тони Барбера, который считает, что «…сегодняшняя реальность состоит в том, что экономический кризис, независимо от своего происхождения, смешивается с потенциально далеко идущим кризисом легитимности европейской политической системы….»[[188]](#footnote-188).

Глобализация финансовых рынков обусловила высокую зависимость европейской банковской системы от ситуации в сфере ипотечного кредитования в США. В то же время, что чрезвычайно важно для Европы, экономика еврозоны характеризуется высокой зависимостью от внешнего спроса и от экспорта в США. Так, по данным МВФ, доля европейского экспорта в мировом экспорте товаров и услуг достигает 29,5%, в то время как доля США, например, составляет 9,6%, а Китая − 7,8%[[189]](#footnote-189). При этом, несмотря на увеличивающуюся долю европейского экспорта в развивающиеся страны, США остаются одним из основных потребителей европейских товаров. Соответственно, общий упадок мировой торговли чрезвычайно болезненно сказался на экономике еврозоны.

Кроме того, активная торговля между ЕС и США далеко не всегда имеет бесконфликтный характер. Сохраняются определенные торговые барьеры и нередко возникают существенные разногласия, которые периодически становятся предметом специального рассмотрения на уровне Еврокомиссии[[190]](#footnote-190). Вместе с тем, кризис стимулировал структурные преобразования в экономиках США и стран ЕС, включая технологическую и социально-экономическую модернизацию.

При этом резко возросший за последние годы масштаб финансовой глобализации не сопровождался должным повышением уровня контроля и регулирования. Кризис наглядно продемонстрировал тот факт, что при кажущемся обилии информации уровень информационной открытости участников финансовых рынков находился на чрезвычайно низком уровне. Хедж-фонды, фонды прямых инвестиций, инвестиционные компании практически не предоставляли данных, которые позволяли бы адекватно оценивать риски. Риски в системе стали накапливаться быстрее и в больших масштабах, чем раньше, их оказалось сложнее идентифицировать. Это привело к неожиданным для регуляторов болезненным явлениям.

Кроме того, по мнению ряда экспертов[[191]](#footnote-191), значимым фактором возникновения кризиса было широкое использование на финансовых рынках производных инструментов (деривативов)[[192]](#footnote-192). Согласно данным Банка международных расчетов, к 2008 г. объем сделок по производным финансовым инструментам достиг 683,7 трлн долл.[[193]](#footnote-193), что почти в пять раз превышает объем мировых финансовых активов. Подчеркнем, что для анализа феномена деривативов большое значение имеет работа экономистов Фишера Блэка и Мирона Шоулза по ценовой модели для опционов. Модель Блэка-Шоулза устанавливает математическую зависимость, ставшую основой для революции в использовании деривативов[[194]](#footnote-194).

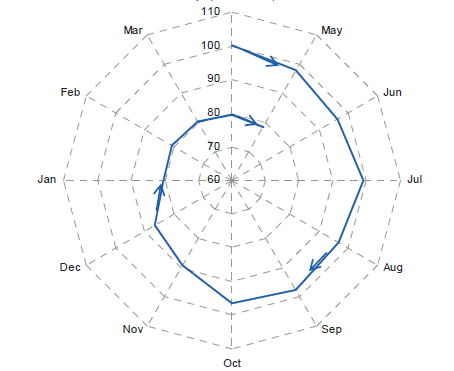
14 ноября 2008 г. страны ЕС впервые за 15 лет вошли в полосу официально признанной рецессии. Это стало очевидным после того, как показатели ВВП после падения в первых двух кварталах года снизились на 0,2%[[195]](#footnote-195) в третьем квартале. Отметим, что рецессия в ЕС официально признается тогда, когда ВВП показывает негативную динамику на протяжении двух кварталов подряд.

В 2008 г. на фоне мировой рецессии[[196]](#footnote-196) финансовый кризис в странах ЕС перерос в кризис реального сектора экономики. По данным агентства европейской статистики Евростат (Eurostat), опубликованным в феврале 2009 г., промышленное производство в ЕС в декабре 2008 г. снизилось на 11,5% в годовом выражении и на 2,3% по сравнению с ноябрем, в еврозоне − на 12% и 2,6%[[197]](#footnote-197), соответственно, что является абсолютным рекордом. Подобного не наблюдалось с 1986 г., т.е. с тех пор, когда начала вестись общеевропейская статистика.

[12 октября](http://ru.wikipedia.org/wiki/12_%D0%BE%D0%BA%D1%82%D1%8F%D0%B1%D1%80%D1%8F) 2008 г. лидеры стран ЕС на встрече, состоявшейся в Париже, договорились создать систему государственных гарантий для кредитов, привлекаемых банками, а также обеспечить поддержку тем финансовым институтам, которые столкнулись с проблемами.

В декабре 2008 г. был утвержден «План экономического восстановления ЕС», в основу которого было положено два принципа. Первый предполагал обеспечить потребительский спрос и рост доверия о стороны потребителей. На что было выделено около 200 млрд евро. Второй принцип был ориентирован на долгосрочную перспективу и предполагал повышение конкурентоспособности экономики. В качестве ключевых направлений плана были продекларированы европейская солидарность и социальная ответственность, предполагающая сохранение уже имеющихся рабочих мест, создание новых рабочих мест и повышение эффективности использования ресурсов, включая внедрение энергосберегающих технологий.

Отметим, что кризис по-разному сказался на экономиках США[[198]](#footnote-198) и еврозоны. Важнейшими проблемами американской экономики стали снижение спроса и падение цен на фондовые активы, которые служат первоочередным источником капиталовложений. В еврозоне же наиболее острой проблемой стал кризис ликвидности. Он представляет серьезную угрозу для формирующейся в ЕС региональной финансовой системы, поскольку в Европе именно банковские депозиты и ссуды являются наиболее важными инструментами кредитования реального сектора. Достаточно упомянуть, что, по данным на конец 2007 г., объем выданных и непогашенных кредитов частному сектору в еврозоне составлял 145% ВВП, тогда как в США это соотношение равнялось всего 63%[[199]](#footnote-199). В таких критических условиях для банков стало крайне трудно мобилизовать капитал через депозиты и акции. Организации финансового сектора стали рассматриваться как рискованные. Они не могли более себя финансировать, привлекая финансовые ресурсы, и были вынуждены распродавать активы по «горящим» ценам, вызывая тем самым дальнейшее падение цен на эти активы. Экономика попала в негативную «петлю обратной связи», когда экономический спад увеличивал риски неплатежей по кредитам, таким образом, далее разрушая банковский капитал. И действие этой «петли» перекинулось из финансового сектора на все сферы экономики, включая производство и торговлю. Данное положение на примере мировой торговли иллюстрирует рис. 3.1.



**Рис. 3.1.** **Упадок в мировой торговле в период кризиса 2008–2009 гг. (апрель 2008 г. = 100)[[200]](#footnote-200)**

Оценивая предпринятые ЕС меры по борьбе с первой волной финансово-экономического кризиса[[201]](#footnote-201), можно констатировать, что наибольшего успеха удалось добиться в решении задачи стабилизации финансовых рынков[[202]](#footnote-202). Были предотвращены банковская паника и массовое банкротство банков. Большинство государств − членов ЕС осуществляло масштабные программы помощи банковскому сектору,

увеличило государственные гарантии по вкладам, усилило надзор за банками и страховыми компаниями. Вклад со стороны наднациональных учреждений и органов ЕС состоял во всесторонней оценке причин кризиса, разработке коллективных рекомендаций и новых стандартов.

Существенным шагом в направлении повышения качества управления рисками в банковской сфере и укрепления стабильности всей финансовой системы ЕС стало применение с 2008 г. особого Соглашения «Международная конвергенция измерения капитала и стандартов капитала: новые подходы» Базельского комитета по банковскому надзору («Базель II»). Положения «Базель II», в 2010 г. дополненные положениями «Базель III», касаются таких важных вопросов, как формирование капитала, оценка рисков и адекватность капитала. Активное использование принципов, сформулированных в данном соглашении, позволило установить единый международный стандарт расчета и регулирования капитальной базы банков с учетом всех видов и типов рисков, характерных для современных банковских операций.

В настоящее время «Базель III» продолжает находиться в процессе обсуждения для последующего возможного принятия к исполнению национальными и наднациональными регулирующими органами. Дело в том, что применение новых правил будет иметь в различных странах и регионах свои особенности в зависимости от степени развития финансового сектора, правовых условий и конкретной специфики банковских систем. Так, изначально планировалось, что стандарты «Базель III» будут постепенно вводиться на международном уровне в 2013−2018 гг.

Тем не менее, 9 ноября 2012 г. Федеральная резервная система (ФРС) США и другие американские регуляторы посчитали необходимым отложить их внедрение, сославшись на отсутствие консенсуса среди соответствующих заинтересованных институтов, включая банки и иные финансовые учреждения. Ранее многие американские банки заявляли о своей неготовности к оперативной реализации жестких требований по достаточности капитала первого уровня, ликвидности и рисковым активам. Это означало, что вопреки прежним договоренностям (январь 2013 года) в США «Базель III» пока не будет применяться.

Поскольку критичным является одновременное введение стандартов «Базель III» на всех ключевых финансовых рынках, 21 ноября 2012 г. Европейская банковская федерация (European Banking Federation, EBF) направила письмо в ФРС с просьбой определить четкие сроки внедрения в США правил  «Базель III». Кроме того, ФРС была проинформирована, что в ЕС применение норм «Базель III» будет отложено по той причине, что в случае различий в соответствующих требованиях к банковскому капиталу со стороны американских властей банки ЕС будут находиться в заведомо худшем положении и в более слабой конкурентной позиции. Впрочем, значительное число влиятельных участников европейского банковского сектора также полагали, что на фоне продолжающегося долгового кризиса в ЕС им не удастся в ранее установленные сроки выполнить новые правила, рекомендующие существенно увеличить запасы высоко ликвидного капитала и сократить объемы высоко рискованных активов.

В феврале 2009 г. Европейской комиссии был представлен «доклад о развитии системы надзора за финансовыми учреждениями стран ЕС. Он содержал предложения о создании Европейского совета по системным рискам (ECSR), который должен осуществлять макроэкономический надзор за ситуацией во всех сегментах рынков для предотвращения финансовых кризисов. Также было рекомендовано учредить Европейскую систему финансового надзора (ESFS), которая должна осуществлять непосредственную координацию действий национальных надзорных органов и выработку стандартов в данной области. В декабре 2009 г. министры финансов государств ЕС согласовали компромиссный вариант создания органов общеевропейского банковского, финансового и страхового надзора, работа которых будет реализовываться совместно с ECSR»[[203]](#footnote-203).

Следует особо подчеркнуть, что 4 марта 2009 г. Еврокомиссией был принят важный документ «Содействие экономическому восстановлению» («Driving Economic Recovery»). Если ранее антикризисные планы были направлены на то, чтобы нивелировать последствия рецессии и сформировать необходимые предпосылки для оживления экономики, то теперь задача состояла в усилении координации и согласованности совместных действий стран ЕС с целью добиться перехода к фазе экономического подъема и роста. Упомянутый документ содержит, в частности, разностороннюю программу реформирования финансового сектора, уточняет и корректирует методы по поддержанию потребительского спроса, увеличению инвестиций, сохранению и созданию рабочих мест.

Когда к началу 2010 г. первая волна кризиса, как казалось многим ведущим европейским политикам и экспертам, миновала, еврозона столкнулась с новыми серьезными проблемами. «Избранное осенью 2009 г. правительство Греции объявило, что его предшественники осуществляли масштабные махинации с государственными финансами, декларируя сильно заниженные показатели бюджетного дефицита. Греческое правительство пересмотрело имеющиеся данные и обнародовало значение дефицита бюджета на уровне 12,7% ВВП[[204]](#footnote-204), что более чем в четыре раза превышает критическое значение, установленное Маастрихтским договором для стран еврозоны (3%). Иными словами, Греция имела скрываемый чрезмерный дефицит, который покрывался все новыми внешними займами. После этого ведущие мировые рейтинговые агентства понизили рейтинг Греции, возникла паника на финансовых рынках, а ставки по греческим десятилетним государственным облигациям начали расти.

Кроме того, стало известно, что вопреки прежней искаженной статистике государственный долг Греции составляет на самом деле 300 млрд евро (примерно 125% ВВП, при том, что в ЕС в целом чистый внешний долг – примерно 16% ВВП[[205]](#footnote-205)). Из этих 300 млрд евро 53 млрд евро следовало выплатить в 2010 г., в том числе 23 млрд евро в апреле−мае 2010 г. Например, только германским банкам Греция оказалась должна около 32 млрд евро.

Долговые бумаги Греции, как и других стран еврозоны, ранее считались хорошим инструментом для европейских банков, которые могли рефинансировать их в ЕЦБ. Держателями этих бумаг были преимущественно немецкие, французские и итальянские банки. В случае возможного дефолта Греции многие из этих банков оказались бы в кризисном положении и без государственной поддержки не смогли бы решить свои проблемы. 11 февраля 2010 г. министры экономики и финансов стран ЕС обсудили сложившуюся ситуацию на заседании Совета ЕС. Согласно утвержденному графику, до конца 2010 г. Греция обязалась сократить дефицит государственного бюджета до 8,7% ВВП, а в 2012 г. − до 3% ВВП[[206]](#footnote-206). При этом от Греции потребовали радикально реформировать систему государственного бюджетного аудита и систему отчетности перед Еврокомиссией.

25 марта 2010 г. на саммите ЕС в Брюсселе главы государств и правительств одобрили план спасения Греции от дефолта. Пакет первоначальной помощи Греции составил 110 млрд евро. Две трети необходимой суммы страна получила в форме кредита от 15 других участников еврозоны и одну треть − от МВФ[[207]](#footnote-207).

Привлечение МВФ к решению проблем Греции объяснялось не только намерением переложить на этот международный институт часть расходов, но и стремлением применить стандарты и внешний надзор со стороны МВФ для принуждения Греции к жесткой бюджетной дисциплине и исполнению обязательств по сокращению бюджетного дефицита до параметров, согласованных с ЕС»[[208]](#footnote-208).

Кроме того, в мае 2010 г. в еврозоне был создан специальный антикризисный фонд − EFSM (механизм европейской финансовой стабилизации) в размере 750 млрд евро, который может быть использован для оказания помощи любой из 16 стран, оказавшейся в состоянии бюджетного кризиса, подобного тому, который случился в Греции. Основную часть − 440 млрд евро − обеспечивают государственные гарантии самих стран еврозоны через EFSF (Европейский фонд финансовой стабильности), 60 млрд евро предоставила Еврокомиссия, а 250 млрд евро выделил МВФ[[209]](#footnote-209). Важно подчеркнуть, что EFSF наделен правом выпуска облигаций и иных долговых инструментов для привлечения на рынке дополнительных средств с целью их последующего предоставления в виде кредитов странам, испытывающим экономические проблемы. Выпуски бумаг EFSF подкреплены необходимыми гарантиями всех стран еврозоны на пропорциональной основе в соответствии с долями в капитале ЕЦБ. Эти гарантии являются безотзывными и безусловными.

29 сентября 2010 г. Европейская комиссия представила проекты законов, направленных на то, чтобы укрепить стабильность финансовой системы и предотвратить долговые кризисы. Отметим, что исполнительный орган ЕС предложил «самые масштабные изменения в экономическом законодательстве со времени начала функционирования экономического и валютного союза»[[210]](#footnote-210). Они включают инициативы в бюджетно-налоговой сфере и предложения, позволяющие отслеживать и урегулировать возникающие в ЕС и еврозоне макроэкономические дисбалансы. В Еврокомиссии сочли необходимым, чтобы страны создавали «подушки безопасности» в условиях хорошей экономической конъюнктуры для более мягкого преодоления сложных экономических ситуаций. Кроме того, было предложено усилить контроль за проведением странами ЕС бюджетной политики, ужесточить надзор за теми странами, уровень государственного долга которых превышает допустимые Пактом стабильности и роста 60% ВВП.

Но несмотря на заметные усилия по преодолению последствий глобального экономического кризиса в 2011 г. ситуация в еврозоне продолжала ухудшаться. Помимо Греции, чей государственный долг на начало 2011 г. составлял 142,8% ВВП[[211]](#footnote-211) (это наихудший показатель в ЕС), с тяжелейшими долговыми трудностями и ростом доходности по государственным займам столкнулись Португалия, Испания, Италия. Наблюдалось ускорение «эффекта домино», когда негативные последствия острых проблем, существующих в одном государстве, стали все сильнее сказываться в других странах. Возникли реальные риски распада еврозоны или выхода их нее отдельных стран.

На этом фоне в Греции правительственные планы сокращения бюджетных расходов и повышения налогов для уменьшения бюджетного дефицита встретили ожесточенное сопротивление со стороны профсоюзов, ряда левых партий, общественных организаций и широких слоев населения. Забастовки и митинги способствовали очередной смене правительства. Кроме того, помощи, которую ранее ЕС предоставлял Греции, оказалось явно недостаточно. В июле 2011 г. после продолжительных дискуссий и согласований была одобрена вторая программа помощи Греции общим объемом 109 млрд евро. Она финансируется через EFSF и МВФ. Схема поддержки Греции включает также и частных инвесторов, которые в 2011− 2020 гг. должны добровольно обменивать греческие государственные облигации на новые с более длительным сроком погашения, на общую сумму 135 млрд евро. В октябре 2011 г. на антикризисном саммите ЕС было достигнуто соглашение о том, что банки спишут 50% греческих долгов и страна получит от ЕС и МВФ кредиты на сумму в 100 млрд евро.

В 2011 г. за финансовой помощью к ЕС обратилась и Португалия, острые экономические проблемы которой стали особенно очевидны в 2009−2010 гг. В апреле 2011 г. была одобрена кредитная программа для Португалии на сумму в 78 млрд евро. По 26 млрд евро обязались предоставить EFSM, EFSF и МВФ[[212]](#footnote-212).

В июне 2011 г., по решению глав всех стран ЕС, объем гарантий EFSF был увеличен до 780 млрд евро. Одной из антикризисных мер на общеевропейском уровне стало также решение о том, что с июля 2011 г. EFSF может участвовать в рекапитализации финансовых институтов через кредиты, предоставляемые правительствам, покупать суверенные долги непосредственно у стран, выпускающих новые облигации, или на долговом рынке. Кроме того, в июне 2011 г. бывший на тот момент руководитель ЕЦБ Жан-Клод Трише выступил с предложением о создании единого министерства финансов для еврозоны.

В декабре 2011 г. на саммите ЕС было принято решение о выделении EFSF дополнительно 200 млрд евро. Также состоялось предварительное подписание особого Пакта бюджетной стабилизации (воздержалась при голосовании только Великобритания). Этот документ, принятый в дополнение к действующему Лиссабонскому соглашению, предполагает набор мер по противодействию кризисным явлениям в экономике, в частности, жесткие нормы бюджетной дисциплины и санкции за их неисполнение. В связи с этим вводятся специальные механизмы наднационального надзора за бюджетами государств ЕС. Нормы должны быть обязывающими, а санкции применяться автоматически. Еврокомиссия получает право наказывать страны, бюджет которых превышает запланированный дефицит. Решение о санкциях в отношении страны-нарушителя будет автоматически выноситься на саммит ЕС и приниматься большинством в 2/3 голосов. Вместе с тем, допускается, что страны с государственным долгом менее 60% ВВП могут незначительно превышать установленные ограничения по дефициту бюджета.

В январе 2012 г. доработанный бюджетный пакт был окончательно принят на саммите ЕС. Предполагается, что он станет обновленным фундаментом для поддержания экономической устойчивости и стабильности Европы. Согласно положениям документа, контроль над бюджетной дисциплиной будет осуществляться, в частности, со стороны Европейского суда. Суд будет вправе налагать штрафы на государства, в которых дефицит бюджета вышел за предельно допустимый уровень. Максимальный размер такого штрафа составляет 0,1% ВВП. «При этом дефицит государственного бюджета не должен превышать 0,5% ВВП. В соответствии с установленной процедурой бюджетный пакт необходимо ратифицировать в национальных парламентах стран ЕС.

21 февраля 2012 г. министры финансов еврозоны одобрили выделение второго пакета помощи Греции в объеме 130 млрд евро. Со своей стороны, Греция взяла на себя обязательства по сокращению размера государственного долга до 121% ВВП к 2020 г[[213]](#footnote-213). Исполнять свои обещания греческое правительство планирует, в частности, с помощью приватизации. До 2017 г. Греция намерена получить в совокупности 50 млрд евро, продав или сдав в аренду аэропорты, морские порты, компании водоснабжения, газовые компании, почтовые службы, дороги, различные объекты туристического сервиса.

В начале марта 2012 г. было принято принципиальное решение о реструктуризации государственного долга Греции. Согласие на это дали 95,7% частных держателей греческих облигаций, что, по сути, отвело от страны угрозу дефолта и позволило хотя бы на время стабилизировать ситуацию в еврозоне. При этом Международная ассоциация по свопам и деривативам (ISDA) признала состоявшимся кредитное событие по суверенным долговым обязательствам Греции. Специальный комитет ISDA постановил, что оговорка о коллективных действиях (collective action clause), которую задействует греческое правительство применительно к обмену государственных бумаг, является основанием для признания такого кредитного события, как реструктуризация. Таким образом, ISDA санкционировала выплаты по кредитным дефолтным свопам (CDS) — внебиржевым контрактам, страхующим держателей облигаций от дефолта третьей стороны.

Общий объем греческих облигаций у частных инвесторов составляет 206 млрд евро, к сделке по обмену предложены государственные облигации на сумму 197 млрд евро. За счет реструктуризации Греция может сократить объем долга более чем на 100 млрд евро[[214]](#footnote-214)»[[215]](#footnote-215).

В конце марта 2012 г. министры финансов стран еврозоны объявили об увеличении фондов стабильности до 800 млрд евро. Туда вошли 500 млрд евро новых средств из Европейского стабилизационного механизма (ESM) и 200 млрд евро, которые EFSF пообещал в качестве помощи Греции, Ирландии и Португалии. Кроме того, в общую сумму включены 53 млрд евро в форме двусторонних кредитов, уже предоставленных Греции, а также 49 млрд евро, которые ЕС выделял Греции[[216]](#footnote-216). EFSF и ESM были сформированы для оказания экстренной антикризисной помощи тем государствам еврозоны, финансовое состояние которых может угрожать стабильности единой европейской валюты.

В мае 2012 г. на выборах в Греции большинство голосов получили партии, выступившие против программы сокращения расходов, которую обязалась осуществлять Греция. Тем не менее, коалиционное правительство создать не удалось, что привело к перевыборам, после которых была сформирована коалиция, поддерживающая секвестр бюджета и меры экономии, на условии которых Греции предоставляется экстренная финансовая помощь.

23 мая 2012 г. на неформальном саммите ЕС в Брюсселе канцлер ФРГ Ангела Меркель выступила за активное продолжение структурных реформ и сохранение жестких бюджетных ограничений. Новый президент Франции Франсуа Олланд настаивал на необходимости активного стимулирования экономического роста. В целом позиция Олланда ориентирована на усиление государственного управления и установление прогрессивного налогообложения[[217]](#footnote-217). В итоге, на саммите не удалось достичь соглашения по вопросу об установлении баланса между курсом жесткой бюджетной экономии и программами стимулирования экономики. Кроме того, на саммите обсуждалась тема возможности создания общеевропейских еврооблигаций, по которой также не возникло необходимого консенсуса.

На саммите ЕС 29 июня 2012 г. европейские лидеры пришли к соглашению о направлении дополнительных 120 млрд евро на поддержку экономики. Это, в первую очередь, средства Европейского инвестиционного банка (ЕИБ). Его капитализация увеличилась на 10 млрд евро, лимит по кредитованию достиг 60 млрд евро. Еще 60 млрд евро планируется получить из неиспользуемых фондов и за счет пробного запуска госгарантий по проектным бондам европейских компаний. Эти средства будут направлены на поддержку малых предприятий и создание рабочих мест, а также на развитие инфраструктуры. Было принято принципиальное решение о создании в еврозоне агентства для надзора за банками. Предполагается, что под контроль агентства попадут примерно 25 крупнейших банков еврозоны, которые и образуют банковский союз (остальные будут подотчетны национальным центральным банкам); контролироваться новым агентством будут, том числе, нормы достаточности капитала.

На упомянутом саммите был одобрен проект о создании единого казначейства стран ЕС. Одной из его функций должен стать контроль за исполнением общего бюджета и национальных бюджетов. Решения казначейства будут обязательны для исполнения всеми странами ЕС. Для реализации принятых решений предполагается учредить пост европейского министра экономики и финансов.

10 июля 2012 г. на саммите министров финансов стран еврозоны было одобрено выделение Испании 100 млрд евро из антикризисного фонда для поддержки банковского сектора. Первоначально средства перейдут к испанскому правительственному фонду поддержки банков Frob. Позднее, когда будет создан единый европейский орган банковского надзора, деньги поступят напрямую в проблемные банки.

В рамках еврозоны было оказано содействие в выходе банковского сектора Кипра из кризиса в 2013 г.

69,9 69,3 70,1

Миллиарды евро

43,7

43,3

45,4

Депозиты 47,5

33,0

резидентов

Депозиты

26,8

25,5

24,5

нерезидентов

14,5

2010 2011 2012 2013

Источник: Рассчитано автором по : <http://centralbank.gov.cy/nqcontent.cfm?a_id>= 1178(11.07.2014)

**Рис. 3.2. Динамика депозитной базы банковского сектора Кипра (2010-2013 гг.)**

Как видно из диаграммы (Рис.3.2), в 2013 г. кипрские банки потеряли значительные объемы капитала. Объем депозитов резидентов уменьшился в течение этого года на 10,3 млрд. евро, а нерезидентов на 12,3 млрд. евро. В течение 2010-2012 гг. резко снизился объем собственных средств местных банков (с 4,4 млрд. до 1,6 млрд. евро), а их уровень достаточности капитала упал с 10,7% до 3,4%.[[218]](#footnote-218) Обанкротился один из крупнейших банков страны Laiki. Чтобы выйти из кризиса требовалась докапитализация банков в объеме до 10 млрд. евро. Европейский Союз 18 марта 2013 г. принял решение по пакету финансовой помощи Кипру, которая включила конвертацию части депозитов в капитал Банка Кипра (BoC) и выделение кредита от ЕС и МВФ в размере 10 млрд. евро.[[219]](#footnote-219)

Особо следует отметить, что в 2013 г. был создан Единый надзорный механизм (ЕНМ, или SSM) − как составная часть формирующегося банковского союза стран, входящих в еврозону.

15 октября 2013 г. Совет ЕС своим решением возложил на ЕЦБ функции установления общих правил пруденциального надзора над кредитными учреждениями еврозоны. 11 декабря 2013 г. Европарламент поддержал утверждение руководителем ЕНМ Даниэль Нуи, занимавшую ранее пост главы финансового регулятора Франции.

На основании данных национальных регуляторов ЕЦБ произвел первичный отбор банков для участия в ЕНМ. Отбор проводился на основе данных по состоянию на 31 декабря 2012 г. с 10%-й поправкой по следующим критериям:

* величина активов банка превышает 30 млрд евро;
* отношение величины активов к ВВП страны, где данный банк учрежден, превышает 20% (исключение – размер активов банка не превышает 5 млрд евро);
* банк является одним из трех крупнейших в стране по величине активов, где данный финансовый институт учрежден.

Список из 128 банков, прошедших первоначальный отбор, был опубликован в специальном пресс-релизе ЕЦБ от 23 октября 2013 г., а руководители этих банков в ноябре 2013 г. были приглашены на переговоры с руководителем ЕЦБ М. Драги и основными руководителями ЕНМ. Было проведено три раунда переговоров, по результатам которых банки были распределены по трем группам.

Для окончательного включения в ЕНМ все 128 банков пройдут процедуру комплексной проверки и стресс-тестирования (с января по сентябрь 2014 г.), по результатам которого будут включены в ЕНМ. С ноября 2014 г. ЕЦБ станет прямым надзорным органом для этих банков.

Ключевые задачи ЕНМ – максимальная прозрачность и улучшение качества информации, касающейся финансовой деятельности банков и их активов, обеспечение единства практики пруденциального надзора в Европе, идентификация и реализация необходимых мер по улучшению финансового состояния банков с целью укрепления доверия к европейской банковской системе. Это − самая масштабная проверка по количеству банков и географическому охвату, 128 банков, включенных в ЕНМ, покрывают примерно 85% совокупных банковских активов стран еврозоны. Единый надзор будет осуществляться с привлечением местных контролирующих органов стран − участниц ЕНМ. В настоящее время разрабатывается положение о совместной работе ЕЦБ и национальных надзорных органов, которое определит процедурные и юридические аспекты взаимодействия и соответствующие параметры ответственности сторон. Также ЕЦБ планирует рассмотреть вопрос о кооперации с компетентными органами стран, не входящих в ЕС.

С целью унификации существующих в ЕС практик банковского надзора также предполагается разработать методологию, которая должна применяться в равной мере ко всем банкам в системе ЕНМ.

Комплексная проверка деятельности банков будет проводиться вместе с надзорными органами стран − участниц ЕНМ путем формирования совместных команд с присутствием представителей локального надзорного органа и представителей ЕЦБ, как главного координатора. В соответствии с установленными правилами для комплексной проверки, координируемой ЕЦБ, привлекаются специалисты ведущих международных аудиторских фирм. Предполагается, что комплексная проверка будет состоять из трех основных элементов:

* качественная и количественная оценка основных рисков;
* анализ качества активов (АКА);
* стресс-тестирование.

Качественная и количественная оценка основных рисков включает анализ ликвидности, структуры фондирования, профиля рисков финансового института, чувствительности к изменению и воздействию внешних факторов, а также сравнение модели бизнеса с конкурентами. Методология оценки будет применяться унифицированно ко всем финансовым институтам.

АКА включает проверку балансовых и забалансовых активов, подверженных кредитному и рыночному рискам в страновом разрезе, а также реструктурированных и просроченных кредитов. Кроме того, будут проверяться качество и оценка залогов, адекватность уровня резервирования кредитов и корректность справедливой оценки сложных финансовых инструментов. Для отдельных этапов АКА могут привлекаться независимые оценочные компании, консультанты и эксперты.

Для стресс-тестирования, которое базируется на анализе качества активов, будут применяться различные стресс-сценарии. В настоящее время совместными усилиями ЕЦБ и Европейской банковской ассоциации разрабатывается соответствующая методология.

Этап первичного анализа информации о финансовых институтах, оценки основных рисков, а также выбор активов для проверки началась с ноября 2013 г. и закончилась летом 2014 г. Далее по результатам стресс-тестированиея ЕЦБ даст соответствующие рекомендации, касающиеся оздоровления финансового положения банков. Они будут включать требования, касающиеся дополнительной капитализации финансового института, увеличения уровня резервирования, изменения структуры и источников фондирования, а также продажи активов и сроков реализации этих мер.

Вместе с тем, несмотря на принимаемые масштабные антикризисные меры Европа, в отличие от других экономик, фактически так и не вышла из кризиса. По итогам 2013 г. в ЕС зафиксирован спад на 0,9%, а в еврозоне – на 1,8%[[220]](#footnote-220).

На фоне мирового финансово-экономического кризиса большой дефицит государственного бюджета и пенсионные реформы вынудили правительство Чехии отказаться от вступления в еврозону, хотя изначально Чехия рассматривалась как перспективный кандидат на членство в этом региональном валютном объединении. Для введения евро Чехия, Венгрия, Польша и другие страны Восточной Европы должны взять под контроль дефицит государственного бюджета. К негативным процессам, характеризующим ситуацию в этих государствах, надо также отнести высокий уровень безработицы, снижение уровня реальной средней заработной платы, резкие социальные диспропорции, отсутствие эффективной системы социального обеспечения.

Кроме того, слабость большинства восточноевропейских экономик состоит в том, что они слишком зависимы от зарубежного кредитования. Период кредитного бума привел к тому, что деньги на развитие можно было взять в банках еврозоны под небольшие проценты, а затем в случае надобности рефинансировать долги. Начиная с 2007 г., ситуация изменилась из-за мирового финансово-экономического кризиса, вследствие которого европейские кредитные учреждения стали испытывать ощутимую нехватку ликвидности. Стоимость кредитов резко возросла, компаниям Восточной Европы стало трудно перекредитоваться, а своих средств для погашения задолженности у них, как правило, не было. Правительства столкнулись с необходимостью защищать свои экономические системы от краха, но запаса прочности восточноевропейским государствам не хватило. В результате, к началу 2009 г. перед некоторыми из них замаячила угроза государственного дефолта. Это связано не в последнюю очередь с тем, что государства были вынуждены гарантировать определенные коммерческие обязательства (например, банковские депозиты), а поступления в бюджеты резко сократились. Кредиты МВФ и инъекции из собственных резервов помогли в какой-то мере стабилизировать ситуацию, однако общее финансовое положение восточноевропейских стран заметно ухудшилось. Государства Прибалтики столкнулись с проблемой рекордных торговых дефицитов, достигающих почти 25% ВВП.

Таким образом, можно сделать вывод, что кризис существенно затормозил расширение ЕС и еврозоны, поскольку развитые страны крайне ограничены в ресурсах для субсидирования этого расширения, а страны-кандидаты не могут выполнять необходимые требования для вступления в еврозону. Для максимальной прозрачности и улучшения качества информации, касающейся финансовой деятельности участников рынка, а также обеспечения единства практики пруденциального надзора в ЕС, необходимо расширять полномочия наднациональных надзорных органов. Это позволит добиться идентификации и реализовать необходимые меры по улучшению финансового состояния банков с целью укрепления доверия к европейской банковской системе. Вместе с тем, единый надзор будет осуществляться с привлечением местных контролирующих органов стран − участниц ЕНМ. В настоящее время разрабатывается положение о совместной работе ЕЦБ и национальных надзорных органов, которое определит процедурные и юридические аспекты взаимодействия и соответствующие параметры ответственности сторон. Кроме того, ЕЦБ планирует рассмотреть вопрос о кооперации с компетентными органами стран, не входящих в ЕС.

**ГЛАВА 4. Роль международных финансовых институтов и двухсторонних отношений в регулировании региональной финансовой системы Европейского Союза**

В первой части четвертой главы диссертационного исследования рассмотрена роль международных финансовых институтов в регулировании региональной финансовой системы ЕС и механизмы их сотрудничества с европейскими наднациональными и национальными структурами. При этом одна группа международных финансовых институтов исторически связана с прежней, Бреттон-Вудской моделью мировой финансовой системы, а вторая группа представляет собой набор относительно новых организаций, созданных в последнее годы, в том числе в связи с необходимостью преодоления последствий мирового финансово-экономического кризиса. При этом особо подчеркивается, что все международные финансовые институты в большей или меньшей степени взаимодействуют между собой, а также с наднациональными организациями региональной финансовой системы ЕС. Таким образом, их работа по регулированию региональной финансовой системы ЕС осуществляется не только каждой организацией в отдельности, но и посредством тесного сотрудничества, позволяющего достичь очевидных синергетических эффектов. Максимально возможное совершенствование механизмов реализации данного сотрудничества и его продуктивность относятся к числу важнейших факторов, оказывающих влияние на регулирование процесса формирования региональной финансовой системы ЕС.

Во второй части четвертой главы рассмотрены ключевые аспекты взаимодействия финансовых систем ЕС и США, поскольку это имеет существенное значение для функционирования региональной финансовой системы ЕС и поддержания ее устойчивости. Показано, что такое взаимодействие не только создает очевидные преимущества для развития европейской финансовой системы, но и сопряжено с определенными противоречиями и проблемами. В частности, наблюдаются заметные противоречия в отношении сроков внедрения стандартов «Базель III», механизмов регулирования рынков деривативов, риск-менеджмента, правил раскрытия информации, надзора за системообразующими банковскими институтами, контроля над деятельностью хедж-фондов и работой рейтинговых агентств. Особое внимание в контексте европейско-американского сотрудничества уделено принятому в США Закону Додда-Франка, ставшему реакцией на мировой финансово-экономический кризис и играющему важную роль в процессе современной трансформации мировой финансовой системы.

В третьей части четвертой главы рассмотрены вопросы взаимодействия ЕС и России. Кратко описана история российско-европейских саммитов, выделены основные направления и механизмы сотрудничества. Подчеркивается важность совместной работы России и ЕС в финансовой сфере, поскольку это способствует постепенному внедрению в России европейских стандартов и методов регулирования. Рассматривается деятельность в России Европейского банка реконструкции и развития (ЕБРР). Затрагивается проблема санкций, наложенных ЕС на ряд российских финансовых организаций в связи с «украинским кризисом».

**4.1 Роль международных финансовых институтов в регулировании региональной финансовой системы ЕС**

Как отмечалось ранее, важную роль в процессе формирования в ЕС региональной финансовой системы играют различные международные финансовые институты, образующие мировую финансовую систему. В настоящее время мировая финансовая система состоит из различных международных, региональных (включая наднациональные институты ЕС) и национальных организаций, финансово-кредитных учреждений, компаний различных форм собственности и рейтинговых агентств. Кроме того, к мировой финансовой системе относятся определенные международные кодексы и нормы регулирования, оказывающие существенное воздействие на основные направления и доминирующие тенденции ее дальнейшего развития. При этом международные финансовые институты, можно условно распределить по трем категориям. В первую категорию входят «Группа двадцати» (G20) и тесно связанный с ней Совет по финансовой стабильности. Ко второй группе относятся: Международный валютный фонд (МВФ), Всемирный банк (ВБ), Организация экономического сотрудничества и развития (ОЭСР), Банк международных расчетов (БМР), Европейский банк реконструкции и развития (ЕБРР). К третьей категории следует отнести институты, разрабатывающие и устанавливающие различные стандарты и регламенты финансовой деятельности, например: Базельский комитет по банковскому надзору, Комитет по глобальной финансовой системе, Комитет по платежным и расчетным системам, Международную организацию комиссии по ценным бумагам, Международную ассоциацию регуляторов страхового рынка, Совет по международным стандартам финансовой отчетности и ряд других структур.

Оценивая деятельность международных финансовых институтов, отметим, что одна часть упомянутых выше институтов исторически связана с прежней, Бреттон-Вудской моделью, а вторая часть представляет собой набор относительно новых организаций, созданных в последнее время, в том числе, в связи с необходимостью преодоления последствий мирового финансово-экономического кризиса. При этом институты, образованные в рамках Бреттон-Вудской парадигмы регулирования мировых финансов (в первую очередь, МВФ и ВБ), в настоящее время трансформируются, поскольку для обеспечения эффективности их работы необходима их максимальная адаптация к современным реалиям с учетом современных особенностей в регулировании региональных и национальных финансовых системы. Это связано с тем, что, как показал начавшейся в 2007 г. мировой финансово-экономический кризис, они не соответствовали актуальным вызовам и не были способны достаточно оперативно реагировать на быстро изменяющиеся внешние и внутренние обстоятельства. Одна из проблем по их дальнейшему регулированию состоит в том, чтобы обеспечить интеграцию этих международных финансовых институтов в мировую финансовую систему. Вместе с тем, по мере усиления экономического влияния ЕС, мировые финансы во все большей степени зависят от деятельности институтов европейской региональной финансовой системы (прежде всего, ЕЦБ и Еврокомиссии).

Рассматривая вопрос о роли международных финансовых институтов в регулировании региональной финансовой системы ЕС, необходимо особо отметить возрастающее влияние Германии, экономика которой очень сильно зависит не только от торгово-экономических отношений с партнерами по ЕС, но и от США. Между Германией и США существуют тесные экономические и политические связи, которые значительным образом влияют на европейско-американские отношения и развитие региональной финансовой системы ЕС. Таким образом, двустороннее американо-германское взаимодействие играет сейчас доминирующую роль в контексте формирования мировой финансовой системы и гармонизации ее правил с нормативами регулирования региональной финансовой системы ЕС. Преследуя собственные экономические интересы, США стремятся оказывать все большее влияние на региональную систему ЕС, в том числе посредством двусторонних связей с Германией и рядом других ведущих европейских государств.

Европейские представители в международных финансовых институтах вносят свой заметный вклад в разработку различных проектов, подготовку аналитических и статистических материалов, профессиональных рекомендаций и конструктивных предложений. Кроме того, они оказывают существенное влияние на принятие соответствующими международными финансовыми институтами ключевых решений, от которых в значительной мере зависит дальнейшее развитие мировых финансов и система регулирования региональной финансовой системы ЕС.

Следует также отметить, что в настоящее время дальнейшее развитие международных финансовых институтов предполагает, с одной стороны, активную трансформацию организаций, созданных в период доминирования Бреттон-Вудской модели (МВФ, ВБ, ОЭСР и др.), а с другой стороны, поиск новых решений. В результате МВФ, ВБ и другие подобные организации приобретают дополнительные возможности для того, чтобы не просто сохраниться в качестве важных международных финансовых институтов, но и играть в дальнейшем фундаментальную роль в мировой экономике, оказывая заметное влияние на регулирование и поддержание устойчивости региональной финансовой системы ЕС.

Перечисленные международные финансовые институты в большей или меньшей степени взаимодействуют между собой, а также с наднациональными организациями региональной финансовой системы ЕС. Поэтому их работа по регулированию региональной финансовой системы ЕС осуществляется не только каждой организацией в отдельности, но и посредством их тесного сотрудничества, обладающего очевидными синергетическими эффектами. Таким образом, максимально возможное совершенствование механизмов реализации данного сотрудничества и его продуктивность относятся к числу важнейших факторов, оказывающих влияние на процесс регулирования и поддержания устойчивости региональной финансовой системы ЕС.

Далее остановимся более подробно на оценке работы основных международных финансовых институтов по регулированию процесса формирования в ЕС региональной финансовой системы.

*Международный валютный фонд.* МВФ, являясь одним из наиболее значимых Бреттон-Вудских институтов, проводит существенную работу по регулированию региональных и национальных финансовых систем в направлении повышения транспарентности финансовых рынков. В частности, им были сформированы, согласованы и приняты кодексы «надлежащей практики» в сфере денежно-кредитной, бюджетно-налоговой, финансовой и валютной политики, основная задача которых состоит в обеспечении макроэкономической и финансовой стабилизации. Кроме того, МВФ установил определенные стандарты, касающиеся раскрытия финансово-экономической информации и данных о внешнем долге, валютных резервах, текущей краткосрочной задолженности и форвардных сделках центральных банков. В контексте регулирования формирующейся в ЕС региональной финансовой системы необходимо выделить саммит G20, который состоялся в 2009 г. в Питтсбурге (США). На нем было принято решение о введении механизма «взаимной оценки», в соответствии с которым все страны должны предоставлять информацию об используемых инструментах среднесрочного регулирования, прогнозах и планах в проведении экономической политики.

Установленная процедура предполагает, что необходимые данные должны направляться в МВФ и государствам − участникам G20. МВФ осуществляет анализ предоставленной информации и на ее основе разрабатывает рекомендации по дальнейшему согласованию принципов и методов экономической политики во избежание возникновения дисбалансов и противоречий. Постепенно стали формулироваться (с последующим подтверждением на саммитах) обязательства стран G20 в сфере бюджетно-налоговой, денежно-кредитной, валютной, торговой политик и реализации структурных реформ. Прежде всего, это касается таких показателей, как отношение государственного долга к ВВП, дефицит бюджета, уровень задолженности частного сектора, торговый баланс.

В условиях долгового кризиса, наблюдавшегося в ряде стран ЕС (прежде всего, в Греции, Испании, Италии, Португалии, на Кипре), G20 уделяла этому вопросу особое внимание, рекомендуя оптимизировать бюджетно-налоговую политику в этих государствах, а также приять меры для достижения ее достаточной гармонизации в рамках всей еврозоны. В связи с этим со стороны ЕС в рамках форума G20 были приняты определенные обязательства, касающиеся, в том числе большей консолидации в бюджетно-налоговой сфере, реализации структурных и налоговых реформ. Таким образом, формат G20 способствует координации экономической политики стран-участниц, оказывая содействие, в том числе изменениям в экономической политике европейских государств. Например, для дальнейшего совершенствования валютной политики в рамках МВФ была проведена реструктуризация, в результате чего вместо временного подразделения был создан постоянно действующий Международный валютно-финансовый комитет, одной из ключевых задач которого является стратегическое планирование в сфере валютной политики.

В то же время для координации денежно-кредитной политики в рамках МВФ был сформирован департамент денежно-кредитных систем. Данный департамент должен выявлять потенциальные риски, прогнозировать возникновение возможных кризисов, оперативно вносить предложения по имплементации необходимых решений, что позволит купировать риски и минимизировать последствия кризисов, если их не удалось предотвратить.

В связи с этим необходимо отметить, что в качестве одного из механизмов регулирования денежно-кредитной политики в рамках региональной финансовой системы ЕС рассматривается создание международного клирингового союза между ФРС и ЕЦБ для редукции имеющихся дисбалансов в мировой экономике. Несмотря на регулярные встречи и переговоры представителей ФРС и ЕЦБ между ними сохраняются довольно значительные противоречия и конфликт интересов. Дело в том, что после создания в ЕС региональной финансовой системы валюта евро стала оказывать в глобальном масштабе существенную конкуренцию американскому доллару, как мировой резервной валюте. При этом, если в США и денежно-кредитная, и бюджетно-налоговая политики реализуются национальными государственными институтами, то в ЕС денежно-кредитная политика находится на наднациональном уровне (ЕЦБ), а бюджетно-налоговая политика остается в компетенции национальных государств еврозоны. Безусловно, по причине взаимозависимости денежно-кредитной и бюджетно-налоговой политик и необходимости их тесной координации европейские власти стремятся к тому, чтобы бюджетно-налоговые политики стран ЕС были в достаточной степени согласованы, иначе это может привести к заметным диспропорциям между общей денежно-кредитной политикой, проводимой ЕЦБ, и обособленными бюджетно-налоговыми политиками национальных государств. Поэтому в ЕС введены, в частности, ограничения по уровням государственного долга и бюджетного дефицита, но данные ограничения далеко не в полной мере соблюдаются даже ведущими государствами ЕС. Таким образом, в настоящее время бюджетно-налоговая политика в странах ЕС еще недостаточно гармонизирована и находится в определенном противоречии с общей денежно-кредитной политикой. В результате, международные финансовые институты, с одной стороны, оказывают влияние на регулирование денежно-кредитной политики ЕС (в частности, через ЕЦБ, Еврокомиссию и другие институты), а, с другой стороны, воздействуют на регулирование бюджетно-налоговой политики в странах − членах ЕС.

Кроме того, МВФ в контексте сотрудничества с ЕС в настоящее время занимается предоставлением консалтинговых услуг и разрабатывает различные рекомендаций. МВФ также занимается кредитованием преимущественно наиболее слабых в экономическом отношении стран ЕС, в том числе, с целью поддержания балансов их государственных бюджетов. Кроме того, МВФ привлекается для того, чтобы контролировать в ряде европейских государств (в частности, в Португалии, Италии, Греции, на Кипре) бюджетную дисциплину и соблюдение необходимых параметров бюджетно-налоговой политики, реализацию макроэкономических и социальных стандартов, выполнение фискальных требований и развитие структурных реформ. Проводимые в этих странах под контролем МВФ реформы ориентированы на осуществление преобразований, направленных на стимулирование экономического роста, сокращение доли государственного сектора в экономике, борьбу с безработицей, снижение внешней финансовой зависимости и уменьшение доли государственного долга к ВВП. В настоящее время со стороны МВФ происходит усиление надзора над экономической политикой европейских стран, включая проведение ими денежно-кредитной, бюджетно-налоговой и валютной политики. Предполагается, что функции МВФ в дальнейшем будут расширяться для того, чтобы он мог не только осуществлять мониторинг экономической политики в различных странах ЕС, но и оценивать влияние проводимой политики на другие страны и регионы.

*Банк международных расчетов.* БМР осуществляет содействие в глобальном масштабе сотрудничеству между центральными банками и оказывает помощь в оптимизации условий проведения международных финансовых операций. Кроме того, БМР, который был создан в рамках Бреттон-Вудской модели развития, на протяжении всей своей истории неоднократно выполнял функции кредитора в периоды кризисов, возникавших в тех или иных странах и регионах. В разное время БМР выделял кредиты в интересах центральных банков Германии, Италии, Франции, Великобритании и ряда других европейских стран. БМР также принимал участие в стабилизационных проектах, реализуемых МВФ.

Следует отметить, что именно в структуре БМР изначально был сформирован комитет по банковскому надзору, который впоследствии был преобразован в широко известный *Базельский комитет по банковскому надзор*у, играющий в настоящее время очень важную роль в процессе функционирования региональной финансовой системы ЕС, как части мировой финансовой системы. Данный комитет относится к той категории международных финансовых институтов, которые, прежде всего, отвечают за разработку стандартов, нормативов, правил и рекомендаций в рамках мировой финансовой системы, оказывая при этом заметное влияние на процесс регулирования региональной финансовой системы ЕС. Необходимо учитывать, что стандарты и кодексы имеют большое значение для функционирования мировой финансовой системы и регулирования региональной финансовой системы ЕС. Они преимущественно базируются не на строгих законодательных нормах и ограничениях, т.е. не на принципе принуждения, а на правилах, которые добровольно принимаются участниками экономической деятельности. При этом нарушение данных правил вызывает опасный риск потери деловой репутации и возникновения негативной общественной реакции, что влечет за собой, в лучшем случае, определенные масштабные издержки и отток клиентов, а в худшем случае может привести к банкротству.

Кроме того, Базельский комитет по банковскому надзору занимается мониторингом развития мировой, региональных и национальных финансовых систем, отслеживанием существующих недостатков, слабостей и противоречий. При этом решения Базельского комитета по банковскому надзору не имеют прямого директивного характера, соответственно различные страны, в зависимости от тех или иных обстоятельств и экономических интересов, либо оперативно внедряют его стандарты в свои законодательные кодексы, либо откладывают это на неопределенное время.

*Организация экономического сотрудничества и развития*. ОЭСР − структура, сохранившаяся с Бреттон-Вудского периода. Она представляет собой международный институт, созданный для поддержания устойчивости экономики, содействия экономическому росту, разработки механизмов повышения занятости, помощи в обеспечении достойного уровня жизни в государствах − участниках. ОЭСР, по сути, выполняет функции элитной дискуссионной площадки, на которой после анализа экономических тенденций и цикла соответствующих обсуждений вырабатываются те или иные решения. В ОЭСР входят в основном развитые страны (включая многие государства ЕС), поэтому различные заявления и рекомендации, принимаемые данной структурой, имеют достаточно большое значение для развития экономической ситуации в ЕС и регулирования его финансовой системы.

Отметим, что в штаб-квартире ОЭСР в Париже расположен Секретариат ФАТФ (Financial Action Task Force on Money Laindering, FATF). ФАТФ представляет собой международную межправительственную организацию, которая разрабатывает определенные нормативы и стандарты в сфере противодействия отмыванию преступных доходов и финансирования терроризма, а также осуществляет мониторинг соответствия стран мира данным стандартам. В число членов ФАТФ, которая была создана в июле 1989 г., входят 34 государства. **Оценивая роль ФАТФ в регулировании региональной финансовой системы ЕС, отметим, что р**егламент функционирования ФАТФ предусматривает установление стандартов и содействие эффективному применению правовых, регулирующих и оперативных мер по борьбе с отмыванием денег, финансированием терроризма, финансированием распространения оружия массового уничтожения и иными масштабными угрозами деятельности мировой финансовой системы и международных финансовых институтов. Важно подчеркнуть, что ФАТФ активно сотрудничает с ООН, МВФ, ВБ, ЕБРР, Советом Европы, Интерполом, Европолом, Советом по таможенному сотрудничеству, другими международными и европейскими региональными структурами, а также с международным профессиональным объединением подразделений финансовой разведки.

К числу основных **задач, которые должна решать ФАТФ в процессе регулирования деятельности региональных и национальных финансовых систем,** относятся**:**

* **выработка рекомендаций в области борьбы с отмыванием денег и финансированием терроризма;**
* п**роведение оценки национального законодательства в странах-участницах на предмет соответствия рекомендациям ФАТФ;**
* **получение необходимой информации и мониторинг ситуации в странах и юрисдикциях, которые активно используются международными преступными синдикатами и группировками для отмывания нелегальных доходов и финансирования терроризма;**
* **организация и проведение на регулярной основе в различных государствах и регионах мира конференций, семинаров, симпозиумов и прочих подобных мероприятий по финансово-юридическим вопросам, а также по проблемам в сфере законодательства, связанного с противодействием отмыванию денег и финансированием терроризма.**

*«Большая двадцатка».* G20 − основной институт, который в настоящее время отвечает за глобальные стратегические и политические вопросы функционирования мировой финансовой системы. Главным приоритетом в работе саммитов лидеров государств является поиск взаимоприемлемых компромиссов при урегулировании конфликта интересов и достижение оптимального консенсуса. Процедура работы G20 устроена так, что перед саммитами глав государств проходят многочисленные встречи, переговоры и интенсивные консультации на уровне руководителей центральных банков и министерств финансов, а также представителей наднациональных региональных организаций, включая ЕЦБ и Еврокомиссию. В рамках этих консультаций осуществляется предварительное согласование решений, которые впоследствии декларируются на саммитах. Вместе с тем, нельзя исключать того, что по причине масштабных противоречий, наблюдающихся среди участников G20, данный институт впоследствии потеряет свою доминирующую роль в регулировании мировой экономики и координации мировой финансовой системы.

Тем не менее, возможность сохранения за G20 нынешнего статуса организации-лидера (прежде всего, в отношении регулирования финансового сектора) и достаточно перспективные варианты ее дальнейшей эффективной модификации сохраняются. Отдельные государства при наличии соответствующих предпосылок могут быть допущены к участию в G20 в качестве наблюдателей, а затем, после прохождения подготовительных мероприятий, приобрести полноправный статус.

Следует подчеркнуть, что в процессе дискуссий европейских представителей со своими коллегами из других стран и регионов, безусловно, возникают определенные противоречия. Противоречия могут быть связанны с обеспечением транспарентности финансовых операций (включая трансграничные сделки), регулированием рынков деривативов, правилами контроля над хедж-фондами, деятельностью рейтинговых агентств и их ролью в мировой экономике, согласованием различных параметров бухгалтерского учета и прочими актуальными вопросами финансовой сферы. Например, достаточно острой в ходе двусторонних переговоров в формате ЕС−США (не только при взаимодействии в рамках G20, но и на отдельных европейско-американских саммитах) является проблема, касающаяся стандартов «Базель III». Причина в том, что разные сроки их внедрения могут создать определенные предпосылки к возникновению очевидных конкурентных преимуществ финансовых институтов одной из сторон, а также привести к нарушению рыночного баланса и масштабным издержкам другой стороны. Данный фактор имеет большое значение, с точки зрения влияния международных финансовых институтов на регулирование региональной финансовой системы ЕС и конкурентоспособности европейских финансовых организаций на глобальном уровне.

Таким образом, именно G20, а также связанный с ней Совет по финансовой стабильности представляют собой ключевые институты регулирования и координации мировой финансовой системы. При этом в их работе активно участвуют европейские представители, решающие, в частности, актуальную задачу максимальной гармонизации основных параметров функционирования региональной финансовой системы ЕС с принципами и механизмами, которые используются (или в дальнейшем планируются к использованию) в глобальном масштабе. При этом в сфере регулирования торговой политики G20 делает особый акцент на противодействии протекционизму, большей открытости рынков и развитии многосторонней торговли. Заметную роль в данном отношении играет ВТО и ее сотрудничество с G20.

Отметим, что глобальные фи­нансово-экономические интересы ряда учас­тников G20 в определенных случаях противоречат друг другу, поэтому даже при условии принятия G20 общего консолидированного решения по какой-либо проблеме, последую­щие действия, связанные с реализацией принятых решений, осуществляются не всегда и сопряжены со значительными трансакционными издержками. Кроме того, региональные наднациональные институты и национальные институты отдельных стран при проведении экономической политики далеко не во всех случаях следуют рекомендациям G20. В частности, ЕЦБ и Еврокомиссия не имплементируют в рамках ЕС те рекомендации G20, которые вступают в явное противоречие с основными приоритетами развития региональной финансовой системы ЕС.

Необходимо также отметить, что для процесса регулирования региональной финансовой системы ЕС и поддержания ее устойчивости очень важно, как в дальнейшем в рамках функционирования международных финансовых институтов будут устраняться противоречия по линии США (плюс ведущие страны ЕС) – БРИКС. Если острота противоречий не снизится, то это, скорее всего, приведет к уменьшению роли данных международных финансовых институтов в регулировании региональных финансовых систем.

В связи с этим подчеркнем, что на саммите G20, который состоялся 5−6 сентября 2013 г. в Санкт-Петербурге, в итоговой декларации были сформулированы основные достижения форума в сфере финансового регулирования за пять лет его функционирования с участием глав государств. К таким достижениям, с точки зрения участников G20, относятся:

* содействие внедрению новых глобальных стандартов по достаточности капитала («Базель III»);
* создание правовых основ для оборота внебиржевых деривативов на биржах или электронных торговых платформах, централизованного клиринга и отчетности сделок с ними;
* выявление глобальных системно значимых банков и страховых компаний, а также соглашение о необходимости установления в отношении них повышенных пруденциальных требований и нормативов для снижения рисков, возникающих в результате деятельности этих банков;
* внедрение согласованных инструментов и упорядоченных процедур банкротства крупных финансовых институтов без потерь для налогоплательщиков;
* прогресс в снижении потенциальных системных рисков для финансовой стабильности, возникающих вследствие теневой банковской деятельности (дорожная карта по усилению надзора и регулирования теневого банковского сектора содержит план конкретных мер в данной сфере на период до 2015 г.) [[221]](#footnote-221).

При этом совершенно очевидно, что перечисленные достижения G20 стали возможны, благодаря работе всей совокупности институтов мировой финансовой системы и их взаимодействию, в том числе с европейскими институтами.

Важнейшим успехом G20 в сфере налоговой политики в 2013 г. явилось принятие «Плана мероприятий по противодействию размыванию налоговой базы», что также оказало значительное влияние на экономическую политику стран ЕС. Данный документ представляет собой наглядный пример того, какую существенную роль играют в настоящее время международные финансовые институты в регулировании региональной финансовой системы ЕС и поддержании ее устойчивости.

Отметим, что для совершенствования регулирования региональной финансовой системы ЕС и для развития мировой финансовой системы большое значение имеет взаимодействие G20 и «Деловой двадцатки» (В20), представляющей собой неформальное объединение ведущих банкиров и бизнесменов из стран, входящих в G20. Впервые данный проект был реализован на лондонском саммите 2009 г. и с тех пор формат В20 активно развивался, обеспечивая экспертную и консалтинговую поддержку деятельности G20 и проведению саммитов. Кроме того, существенный прогресс был достигнут благодаря решениям G20, основанным на предложениях В20, в сфере расширения доступа к финансовым услугам, повышения финансовой грамотности, кредитования малых и средних предприятий.

Таким образом, роль международных финансовых институтов в регулировании финансовых систем продолжает оставаться одним из основных вопросов повестки дня G20. Роль G20 в создании новых механизмов регулирования мировой финансовой системы заключается, прежде всего, в инициировании их разработки и принятии последующих решений по дальнейшей реализации, что стимулирует принятие новых согласованных правил на уровне региональных финансовых систем и на уровне национальных государств. При этом G20 делегирует полномочия по осуществлению соответствующего мониторинга тесно взаимосвязанным между собой международным институтам, которые образуют инфраструктуру мировой финансовой системы.

*Совет по финансовой стабильности*. В апреле 1999 г. министры финансов и руководители Центральных банков государств «Большой семерки» (G7) создали новую международную финансовую организацию – Форум финансовой стабильности (ФФС). В состав ФФС на первом этапе вошли как национальные институты (министерства финансов, Центральные банки, рыночные регуляторы и другие надзорные учреждения), так и различные международные и региональные финансовые институты (в частности, ЕЦБ, МВФ, ОЭСР, БМР, ВБ, комитеты и ассоциации, отвечающие за разработку и внедрение рыночных стандартов и нормативов). Ключевой задачей данной структуры (как это и было отражено в ее названии) была деятельность по поддержанию и обеспечению максимальной стабильности мировой финансовой системы. Для реализации ФФС своих непосредственных функций на первоначальной стадии его существования предполагалось значительно интенсифицировать информационный обмен между участниками, радикально сократить соответствующие трансакционные издержки, возникавшие из-за проблем и ограничений к доступу к информации и недостаточной транспарентности финансовых операций, а также заметно активизировать международное сотрудничество в сфере финансового надзора и контроля.

В 1999 г., одновременно с ФФС, была сформирована G20, ставшая впоследствии ключевым институтом, отвечающим за координацию и регулирование в финансовой сфере. В 2009 г. на саммите G20, в контексте мирового финансово-экономического кризиса, ФФС был преобразован в Совет по финансовой стабильности.

Задачи Совета по финансовой стабильности по сравнению с ФФС были включены обязанность координации глобальных реформ финансового сектора, осуществление регулирования и надзора над всеми системно важными финансовыми учреждениями, инструментами и рынками, разработка (совместно с МВФ и Базельским комитетом по банковскому надзору) механизмов раннего предупреждения кризисных ситуаций в мировой экономике[[222]](#footnote-222). Поскольку к основным приоритетам деятельности данного Совета относится непосредственная разработка рекомендаций и стандартов, а также мониторинг за их внедрением на региональном и национальном уровнях, то его функционирование вносит существенный вклад в процесс усиления финансового регулирования и контроля, способствует введению макропруденциальных мер, что играет очень большую роль в модернизации системы международного финансового надзора.

В настоящее время в состав Совета по финансовой стабильности входят представители государств G20, а также различных международных и региональных организаций − Банка международных расчетов, Европейского центрального банка, Еврокомиссии, Международного валютного фонда, Всемирного банка, Организации экономического сотрудничества и развития, Базельского комитета по банковскому надзору, Комитета по глобальной финансовой системе, Комитета по платежным и расчетным системам, Международной ассоциация органов страхового надзора, Совета по международным стандартам финансовой отчетности и Международной комиссий по ценным бумагам. Руководящим органом Совета по финансовой стабильности является Пленарное заседание, которое собирается не менее двух раз в год. При необходимости дополнительно организуются телефонные конференции участников Пленарного заседания. В Пленарных заседаниях участвуют также представители ведущих международных организаций. Несмотря на то, что реше­ния Совета по финансовой стабильности не носят строго директивного ха­рактера, он имеет достаточно широкие возможности и действенные рычаги влияния на развитие экономической ситуации и процесс регулирования региональной финансовой системы ЕС.

На саммите G20 в Каннах (Франция) 4 ноября 2011 г. было одобрено укрепление институциональных основ Совета по финансовой стабильности путем изменения Устава и преобразования Совета в юридическое лицо (ассоциацию в рамках швейцарского права). Это не в последнюю очередь связано с тем, что штаб-квартира Совета по финансовой стабильности располагается в Базеле, что позволяет максимально тесно координировать деятельность с Базельским комитетом по банковскому надзору.

В соответствии с приоритетами, согласованными в рамках G20, Совет по финансовой стабильности осуществляет работу по следующим направлениям:

* деятельности системно значимых финансовых институтов (требования к капиталу и к режимам несостоятельности);
* контроля над теневой банковской деятельностью;
* реформы рынка внебиржевых деривативов;
* практик материального стимулирования деятельности сотрудников финансовых организаций;
* влияния оценок рейтинговых агентств на экономику и финансовый сектор;
* мониторинг реализации рекомендаций и внедрения стандартов.

В контексте возрастания роли G20 в регулировании региональной финансовой системы ЕС следует отметить, что во время острой фазы долгового кризиса в ряде европейских стран под эгидой ЕЦБ возникла концепция формирования «органа регулирования с функцией кризисного управления», который должен заниматься непосредственно антикризисным управлением. Предполагается, что в условиях финансово-экономического кризиса (в том числе долгового) национальные и наднациональные организации могут делегировать этому органу ряд своих полномочий. Это будет способствовать существенному совершенствованию координации и взаимодействия международных, региональных и национальных институтов, ответственных за регулирование финансовых рынков. Кроме того, будет возможность более эффективной разработки антикризисных бюджетных мероприятий, включая принятие на уровне национальных государств − членов ЕС обязательных постановлений и решений, осуществления мер по финансовой санации и определению оптимальных источников их финансирования.

Меры в отношении системно значимых финансовых институтов разрабатывались, в том числе, Базельским комитетом по банковскому надзору и ЕЦБ, а затем обсуждались и одобрялись Советом по финансовой стабильности. Реализуемый в настоящее время в ЕС проект регулирования системно значимых финансовых институтов предполагает решение следующих задач:

* создание эффективных режимов урегулирования несостоятельности финансовых институтов, с тем чтобы не требовалось привлечения средств налогоплательщиков;
* повышение требований к капиталу;
* повышение интенсивности мониторинга финансовой сферы, и эффективности надзора и контроля;
* поддержание устойчивости объектов инфраструктуры финансового рынка [[223]](#footnote-223).

Данный механизм включает меры по предотвращению потенциальных банкротств и минимизации издержек восстановления системно значимых финансовых институтов путем разработки специальных планов и программ. Он также предполагает стимулирование международного сотрудничества в этой области и устранение препятствий для вывода системно значимых финансовых учреждений ЕС из кризисных ситуаций. В то же время, несмотря на то, что приоритетом является финансовое оздоровление системно значимых финансовых институтов, оказавшихся в сложной экономической ситуации, допускается возможность их ликвидации при наличии соответствующих предпосылок.

Кроме того, по поручению G20 Совет по финансовой стабильности проводит изучение возможностей для эффективного выявления субъектов теневого банковского сектора, усиления надзора и регулирования данной сферы. Первоначальные рекомендации были опубликованы в октябре 2011 г. в докладе «Теневая банковская система: усиление надзора и регулирования» и затем одобрены на саммите G20 в Каннах.

Еще одним важным направлением деятельности Совета по финансовой стабильности является снижение чрезмерной зависимости банков, институциональных инвесторов и других участников финансовых рынков от оценок рейтинговых агентств (являющихся частью инфраструктуры мировой финансовой системы). Причем преодоление данной зависимости важно также, с точки зрения регулирования региональной финансовой системы ЕС, поскольку острые кризисные явления в отдельных европейских странах (например, в Греции, Испании, Португалии, на Кипре) были не в последнюю очередь обусловлены недостаточно эффективной работой рейтинговых агентств, оценки которых, в частности, сильно влияют на рынок суверенных еврооблигаций. На этом фоне в ЕС рассматривался проект по созданию собственного рейтингового агентства.

Деятельность рейтинговых агентств подвергается критике не только в ЕС. Например, в США в рамках закона Додда-Франка (данный закон подробно будет рассмотрен в параграфе 4.2) определенный раздел посвящен их реформированию. Важно подчеркнуть, что в американском законодательстве предполагается существенное повышение ответственности рейтинговых агентств. Согласно положениям этого закона значительно повышается ответственность агентств за те рейтинги, которые они присваивают, вплоть до возможности подачи соответствующих юридических исков и судебного преследования, в том числе, потому, что эмитенты теперь обязаны включать рейтинги в проспекты эмиссии. Закон также предполагает, что агентства обязаны раскрывать максимально полную и подробную информацию о методологии расчета рейтингов, данных об использовании сведений третьих лиц при выполнении различных экспертиз, а также всю историю рейтингов компаний. Более того, в структуре Комиссии по ценным бумагам и биржам (SEC) было создано специализированное Управление надзора за рейтинговыми агентствами, которое осуществляет необходимые проверочные мероприятия и публикует их обобщающие итоги. После принятия в США закона Додда-Франка реализация решения о создании в ЕС собственного рейтингового агентства была отложена.

В соответствии с принципами, предлагаемыми Советом по финансовой стабильности, национальные органы власти и международные институты, устанавливающие стандарты, должны проводить работу по снижению прямой зависимости от рейтингов путем внесения соответствующих изменений в стандарты, законодательные и регулирующие акты, а также стимулировать меры, направленные на повышение прозрачности и конкуренции на рынке кредитных рейтингов[[224]](#footnote-224).

Отдельной инициативой Совета по финансовой стабильности являются предложения по сотрудничеству и обмену информацией с целью выполнения мер, мотивирующих страны к соблюдению ключевых стандартов регулирования финансовой сферы. Для этого был сформирован специальный Сборник стандартов (Compendium of Standards), включающий принятые на международном уровне экономические и финансовые стандарты и нормативы. Сборник, состоящий из более чем 150 документов разного формата (от общих принципов до детальных инструкций), постоянно дополняется и обновляется. Механизм реализации предложения о соблюдении ключевых стандартов состоит в осуществлении периодического мониторинга внедрения странами международных стандартов и основывается, в первую очередь, на результатах Программы оценки финансового сектора, проводимой МВФ и Всемирным банком. Причем для поддержания устойчивости мировой финансовой системы (включая региональную финансовую систему ЕС) в настоящее время очень важно совершенствование стандартов в рамках реформирования рынков деривативов, в том числе, рынков внебиржевых деривативов[[225]](#footnote-225).

В соответствии с предложением Совета по финансовой стабильности страны, входящие в G20, приняли на себя следующие обязательства:

* клиринг всех стандартизованных внебиржевых деривативов должен осуществляться через центрального контрагента;
* информация о сделках должна направляться в торговые репозитарии;
* к сделкам с внебиржевыми деривативами, клиринг которых осуществляется не через центрального контрагента, должны применяться повышенные требования к капиталу и повышенные коэффициенты риска;
* должен быть осуществлен перевод всех стандартизированных сделок с внебиржевыми деривативами на организованные торги и электронные торговые площадки.

Совет по финансовой стабильности также предлагает создание системы единого кода для юридических лиц (Legal Entity Identifier). Целью функционирования данной системы является присвоение уникального идентификационного номера каждому юридическому лицу − участнику финансовых операций. Это может способствовать улучшению риск-менеджмента в компаниях, совершенствованию адекватности при оценке рисков, уменьшению масштаба махинаций и мошенничества на финансовых рынках. Предполагается, что данная глобальная система будет состоять из трех элементов: Комитет по регуляторному наблюдению (Regulatory Oversight Committee, ROC), Центральный операционный узел (Central Operating Unit, COU), локальные операционные узлы (Local Operating Units, LOU).

Кроме того, одна из задач Совета по финансовой стабильности состоит в контроле над улучшением международных стандартов финансовой от­четности (МСФО), согласовании стандартов по учету финансовых инструментов, разрабатываемых Советом по МСФО и американским Советом по стандартам финансовой отчетности[[226]](#footnote-226).

Вместе с тем, в контексте изучения международных финансовых институтов и их влияния на регулирование региональной финансовой системы ЕС следует отметить, что Совет по финансовой стабильности рассматривается не только как важный самостоятельный институт, но и как звено «тройки» международных финансовых организаций, наряду с МВФ и Базельским комитетом по банковскому надзору. Эта «тройка» выделяется на фоне других организаций активными действиями по внедрению в международную практику мер, обеспечивающих финансовую стабильность, совершенствование регулирования финансового сектора, устранение дисбалансов и предотвращение кризисных явлений. Трехстороннее взаимодействие Совета по финансовой стабильности, МВФ и Базельского комитета по банковскому надзору осуществляется в различных формах. Например, определенные рекомендации могут согла­совываться всеми участниками «тройки» одновременно в момент их разработки. В частности, на уровне экспертных групп «тройки» неоднократно проводились совещания, темой которых являлся высокий уровень государственного долга к ВВП в ряде европейских государств (прежде всего, в Греции, Испании, Италии, Португалии). Решение о предоставлении кредитов МВФ наиболее проблемным странам (о чем подробнее рассказывается в предыдущих частях исследования) также принималось после консультаций не только с представителями ЕЦБ, Еврокомиссии и других европейских структур, но и после обсуждения в формате «тройки».

Особого внимания заслуживает деятельность «тройки» по разработке механизма раннего предупреждения экономических рисков (в том числе, в странах ЕС), что, в частности, подразумевает выявление уязвимостей, которые могут способствовать возникновению системных кризисов. С этой точки зрения, особенностью современного финансового рынка в ЕС является его фрагментация, когда в разных странах имеются разные объемы финансовых ресурсов и инвестиций, а их цена и доступность существенно варьируются в зависимости от конкретной страны и конкретного региона. При этом владельцы финансовых ресурсов зачастую стремятся покинуть «периферийные» государства ЕС и перевести средства в более устойчивые и перспективные юрисдикции. Соответственно, очевидным риском для «периферийных» и кризисных стран ЕС становится инвестиционный дефицит и более высокая стоимость финансовых ресурсов. В данном контексте «тройка» активно продолжает обсуждать необходимость проведения структурных реформ в этих странах, чтобы МВФ мог выделять им необходимые кредиты.

Другой вариант предполагает, что нормативы, разрабатываемые Советом по финансовой стабильности, могут основываться на ранее сформированных другой организацией правилах, таких как «Соглашение о достаточности капи­тала» (Базель III). Возможна также процедура тщательной про­верки и всесторонней оценки предложений Совета по финансовой стабильности со сторо­ны МВФ и Базельского комитета по банковскому надзору для более полного прогнозирования возможных последствий их осуществления. Кроме того, большое значение, для макропруденциального регулирования имеет осуществляемая Советом по финансовой стабильности совместно с МВФ разработка системы раннего оповещения о потенциальных угрозах для глобальной финансовой системы.

Таким образом, главным международным финансовым институтом, отвечающим за регулирование региональной финансовой системы ЕС, является G20. Значительную роль также играет тесно связанный с ней Совет по финансовой стабильности. Они совместно с другими международными финансовыми институтами способствуют повышению транспарентности и контролируемости финансовых рынков, в том числе, посредством модернизации международной финансовой инфраструктуры, преодоления возникающих в мировой экономике дисбалансов, внедрения новых стандартов финансовой деятельности. Особенно важно, что международные финансовые институты, с одной стороны, оказывают влияние на регулирование денежно-кредитной политики ЕС (в частности, через ЕЦБ, Еврокомиссию и другие институты), а, с другой стороны, воздействуют на регулирование бюджетно-налоговой политики в отдельных странах ЕС. Поэтому возникновение очевидных противоречий между объективными интересами отдельных стран − членов ЕС и общими интересами региональной финансовой системы, а также отдельными приоритетами в деятельности международных финансовых институтов предполагает гармонизацию условий их урегулирования. Купирование соответствующих рисков представляется наиболее значимым направлением дальнейшего сотрудничества международных финансовых институтов, наднациональных европейских организаций и официальных представителей отдельных, наиболее влиятельных государств ЕС.

**4.2 Отношения между ЕС и США в вопросах финансового регулирования**

Экономические отношения меж­ду США и ЕС в настоящее время в значительной степени определяют основные тенденции развития глобальной экономики и мировых финансов. Стабильно интенсивная динамика трансатлантических потоков товаров, услуг и капиталов отражает традиционную близость моделей функционирования экономики США и Западной Европы, устойчивость сложившихся политико-экономических связей, большую емкость американских и европейских рынков, высокий платежеспособный спрос обоих регионов на товары и услуги. Ключевым механизмом в рамках взаимодействия ЕС и США являются саммиты с участием Президента ЕС, Председателя Еврокомиссии и Президента США. В периоды между саммитами основным институтом по координации регулирования и развития экономических отношений выступает Трансатлантический экономический совет (Transatlantic Economic Council, TEC)[[227]](#footnote-227).

Следует подчеркнуть, что взаимодействие с финансовой системой США является одним из важнейших факторов, существенно влияющих на формирование и функционирование в ЕС региональной финансовой системы. Достаточно сказать, что совокупный объем прямых инвестиций из США в ЕС и из ЕС в США составляет более 60 %[[228]](#footnote-228) глобального потока этой формы движения международного капитала. К приоритетным задачам взаимодействия ЕС и США в финансовой сфере относится стимулирование роста объема взаимных инвестиций, укрепление доверия и заинтересованности инвесторов, активное развитие международных финансовых институтов.

Сотрудничество ЕС и США в финансовой сфере, безусловно, носит взаимовыгодный характер, но, вместе с тем, не лишено определенных проблем и противоречий, которые особенно обострились в период мирового финансового кризиса, начавшегося в 2007 г. Кризис наглядно продемонстрировал очевидные провалы в регулировании финансового сектора, а также недостаточную эффективность реализации функций надзора и контроля, осуществляемых соответствующими государственными ведомствами и учреждениями. Заметную роль в процессе взаимодействия американской и европейской региональных финансовых систем также играет необходимость решения проблем, связанных с дальнейшим совершенствованием механизмов и инструментов контроля над международными банками и трансграничными операциями.

В частности, ЕС и США в настоящее время проводят активную совместную работу в направлении унификации и функциональной конвергенции ряда правовых институтов и правил, обеспечивающих надлежащий банковский контроль, поскольку ранее международные банки должны были соответствовать различающимся системам контроля в различных юрисдикциях и соблюдать правила каждой из них. Это приводило к дополнительным трансакционным издержкам и возникновению правовых коллизий. Установление достаточно гармонизированной системы контроля позволит значительно сократить издержки международных банков, что повысит эффективность их деятельности.

Вместе с тем, в процессе обсуждения официальными представителями ЕС и США актуальных тем, которые касаются финансового контроля над международными банками, наблюдаются различия в подходах к унификации пруденциальных норм (по обязательным резервам, достаточности капитала, ликвидности, диверсифицированности активов и депозитов, независимости от инсайдеров и т.д.), а также правил бухгалтерской и иной отчетности, регламентации аудита, координации регулирования системных рисков и ряду других аспектов. Под системными рисками в данном случае понимается потенциальная опасность срыва предоставления финансовых услуг и нанесения ущерба их потребителям, вызываемая ухудшением состояния всей финансовой системы или ее части и имеющая серьезные отрицательные последствия для реальной экономики[[229]](#footnote-229).

Дискуссия между ЕС и США по вопросам регулирования финансового сектора проходит также в контексте подготовки к реализации глобального проекта Трансатлантического торгового и инвестиционного партнерства (TTIP) и разработки соответствующего соглашения. В частности, 13 февраля 2013 г. на американо-европейском саммите Президент США Барак Обама, Президент Евросоюза Герман Ван Ромпей и Председатель Еврокомиссии Жозе Мануэль Баррозу объявили, что США и ЕС инициируют совместные процедуры для осуществления систематических переговоров по данной теме. После этого состоялось несколько раундов встреч на высоком уровне, в ходе которых стороны обсуждали, в частности, вопросы устранения нетарифных барьеров в торговле, дальнейшего снижения таможенных пошлин, гармонизации инвестиционного законодательства и систем регулирования деятельности международных банков. Представители Еврокомиссии неоднократно выражали заинтересованность в том, чтобы сектор финансовых услуг был максимально широко представлен в рамках TTIP, а механизмы реализации сотрудничества в области регулирования финансовой сферы были включены в будущее соглашение.

В то же время американская сторона высказывает возражения против данного предложения Еврокомиссии. Основной причиной является высокая степень независимости, которой традиционно пользуются американские финансовые регуляторы, не желающие брать на себя дополнительные обязательства перед своими партнерами. Кроме того, официальные представители США подчеркивают, что американские регуляторы проводят самостоятельную политику и никогда ранее не были связаны в своих действиях международными соглашениями, различными ограничениями и требованиями.

Несмотря на отрицательную реакцию США европейская сторона оставляет этот вопрос открытым и надеется все-таки урегулировать имеющиеся противоречия, включая проблемы взаимодействия американской и европейской финансовых систем, в ходе дальнейшего переговорного процесса. Кроме того, 27 января 2014 г. Еврокомиссия предложила регуляторам ЕС и США зафиксировать основополагающие принципы сотрудничества в рамках TTIP для совместной работы по укреплению финансовой стабильности.

Согласно мнению Еврокомиссии, такими принципами должны быть:

* обеспечение своевременного внедрения согласованных на международном уровне стандартов банковского регулирования и надзора;
* проведение совместных консультаций перед принятием любых новых мер, которые могут значительно повлиять на развитие процесса оказания финансовых услуг;
* обязательство не вводить в одностороннем порядке правила, неоправданно влияющие на юрисдикцию другой стороны и ущемляющие ее интересы;
* осуществление совместной экспертизы действующих правил на предмет оценки того, создают ли они избыточные барьеры в торговле;
* принятие на себя обязательств по тщательной оценке того, в какой мере правила собственной юрисдикции соответствуют ожидаемым результатам.

На этом фоне Европейская банковская федерация (EBF) приветствовала твердую позицию Еврокомиссии в отношении необходимости использовать базирующийся на данных принципах подход при подготовке и последующем заключении соглашении о TTIP. При этом следует учитывать, что преждевременное внедрение тех или иных правил финансового контроля в собственной юрисдикции может создавать неравные условия по отношению к зарубежным партнерам и, таким образом, являться причиной получения необоснованных конкурентных преимуществ и нарушения равновесия на рынках.

Вместе с тем, американское Казначейство и ФРС на встрече с европейскими партнерами, состоявшейся в феврале 2014 г. в Вашингтоне, отвергли идею включения пруденциальных вопросов в разрабатываемый проект соглашения о TTIP. Американские представители выразили опасение, что дальнейшее развитие темы совместной координации регулирования финансового сектора и гармонизации контроля над деятельностью банков в процессе переговоров о режиме торговли может противоречить начавшемуся ранее внедрению в США Акта Додда-Франка (Dodd-Frank Act, DFA).

Главной целью DFA изначально являлось снижение рисков функционирования финансовой системы с помощью ужесточения контроля и надзора над системообразующими финансовыми институтами, а также существенного повышение уровня транспарентности финансовых операций. Основные положения DFA предусматривают применение  исчерпывающих мер по защите институциональных и частных инвесторов и значительное усиление регулирования деятельности финансовых институтов, включая международные банки. DFA инициировал создание в США [Совета по надзору над финансовой стабильностью](http://ru.wikipedia.org/w/index.php?title=%D0%A1%D0%BE%D0%B2%D0%B5%D1%82_%D0%BF%D0%BE_%D0%BD%D0%B0%D0%B4%D0%B7%D0%BE%D1%80%D1%83_%D0%B7%D0%B0_%D1%84%D0%B8%D0%BD%D0%B0%D0%BD%D1%81%D0%BE%D0%B2%D0%BE%D0%B9_%D1%81%D1%82%D0%B0%D0%B1%D0%B8%D0%BB%D1%8C%D0%BD%D0%BE%D1%81%D1%82%D1%8C%D1%8E&action=edit&redlink=1) (Financial Stability Oversight Council, FSOC) − специализированного учреждения, отвечающего за всестороннее финансовое регулирование, а также Бюро финансовых исследований (Office for Financial Research, OFR), занимающегося анализом системных рисков и разработкой рекомендаций по их предотвращению. FSOC является федеральным органом государственной власти США, обладающим расширенными полномочиями по контролю над деятельностью всех системообразующих холдинговых компаний, а также небанковских финансовых организаций и институтов[[230]](#footnote-230). При этом компании и физические лица, управляющие различными фондами, а также консалтинговые фирмы, должны быть членами Национальной фьючерсной ассоциации (NFA) – саморегулируемой организацией, уполномоченной FSOC .

Согласно требованиям, сформулированным в DFA, любые торговые операции [резидентов](http://ru.wikipedia.org/wiki/%D0%A0%D0%B5%D0%B7%D0%B8%D0%B4%D0%B5%D0%BD%D1%82_(%D0%BF%D1%80%D0%B0%D0%B2%D0%BE)) США, использующих [финансовые инструмент](http://ru.wikipedia.org/wiki/%D0%A4%D0%B8%D0%BD%D0%B0%D0%BD%D1%81%D0%BE%D0%B2%D1%8B%D0%B9_%D0%B8%D0%BD%D1%81%D1%82%D1%80%D1%83%D0%BC%D0%B5%D0%BD%D1%82)ы на [внебиржевом](http://ru.wikipedia.org/wiki/%D0%92%D0%BD%D0%B5%D0%B1%D0%B8%D1%80%D0%B6%D0%B5%D0%B2%D0%B0%D1%8F_%D1%81%D0%B4%D0%B5%D0%BB%D0%BA%D0%B0) рынке, должны квалифицироваться как противозаконные и будут подпадать под соответствующие ограничения и дальнейшие санкции.

Важно подчеркнуть, что частью Акта Додда-Франка (статья 619)  является правило Волкера (названное в честь бывшего председателя ФРС США Пола Волкера). Оно ограничивает возможность банков, привлекающих вклады, торговать на собственные средства и заставляет разделять трейдинговые операции, осуществляемые от имени клиента, от спекуляционных сделок, проводимых банками (либо аффилированными с ними финансовыми структурами) за свой счет. Целью данного правила является снижение рисков для функционирования финансовой системы США, а также всей глобальной экономики.

Правило Волкера распространяется на все банки и финансовые компании, участвующие в федеральных программах страхования вкладов или имеющих доступ к кредитам ФРС, будь то собственно американские банки или же дочерние структуры иностранных финансовых организаций. Кроме того, правило Волкера запрещает банкам, которые используют государственные гарантии правительства, инвестировать средства клиентов и вкладчиков в хедж-фонды  и фонды [прямых инвестиций](http://ru.wikipedia.org/wiki/%D0%9F%D1%80%D1%8F%D0%BC%D1%8B%D0%B5_%D0%B8%D0%BD%D0%B2%D0%B5%D1%81%D1%82%D0%B8%D1%86%D0%B8%D0%B8) в объеме, превышающем 3% их капитала первого уровня, а также владеть более чем 3% капитала таких фондов.

За окончательное принятие правила Волкера 11 декабря 2013 г. высказались пять главных американских регуляторов финансового рынка  –  ФРС, SEC, Комиссия по фьючерсной биржевой торговле (CFTC), Федеральная корпорация по страхованию вкладов (FDIC) и Управление валютного контроля (OCC). В то же время правило Волкера было оспорено Американским отраслевым банковским союзом, который направил соответствующее обращение в суд. Судебные разбирательства по данному вопросу продолжаются на протяжении 2014 г.

О необходимости внесения определенных изменений в окончательную версию документа, когда он еще находился в стадии обсуждения, просили также представители EBF. Их особую озабоченность вызывал планировавшийся запрет на покупку банками за счет собственных средств суверенных облигаций, за исключением бумаг правительства США. В итоге европейской стороне удалось договориться с ФРС о частичном смягчении условий. Американским филиалам ряда европейских банков будет разрешено осуществлять торговлю государственными облигациями не только американского правительства, но и других стран. В табл. 4.1 в обобщенном виде представлена информация по данной теме.

**Таблица 4.1**

**Неурегулированные вопросы в рамках проекта правила Волкера и позиция EBF**

|  |  |
| --- | --- |
| Неурегулированные вопросы | Позиция EBF |
| Торговля суверенными облигациями за счет собственных средств разрешается по следующим критериям:   * иностранная банковская организация (FBO) ни прямо, ни косвенно не контролируется американской банковской структурой * государственные облигации выпускаются или гарантируются правительством той юрисдикции, к которой принадлежит зарубежная банковская структура | * Не существует объективных причин, в соответствии с которыми на неамериканские банки следует накладывать данные ограничения |

Как было показано ранее, одним из ключевых направлений сотрудничества ЕС и США в финансовой сфере является поддержание устойчивости функционирования европейской и американской финансовых систем, гармонизация правил их взаимодействия, а также предотвращение потенциальных кризисов. В контексте развития сотрудничества ЕС и США по вопросам минимизации рисков от возможной потери устойчивости финансового сектора и дальнейшего совершенствования механизмов его регулирования большое значение имеет согласование трансграничных правил по торговле деривативами. По мнению Президента CFTC Гарри Генслера, финансовые контракты, именуемые деривативами или свопами, были одной из главных причин мирового финансового кризиса, начавшегося в 2007 г. Г. Генслер полагает, что масштабные риски во многом возникли из-за недостаточной транспарентности на рынке деривативов. Рынок деривативов, как считает Г. Геслер, по номинальным показателям превышал размер американской экономики в 25 раз[[231]](#footnote-231), а с точки зрения осуществления контроля и раскрытия информации, представлял собой подобие «черной дыры»[[232]](#footnote-232). Поэтому приоритетное внимание в работе CFTC было уделено существенному повышению транспарентности и эффективной организации надлежащего надзора. Достижение максимальной транспарентности финансовых операций и сейчас остается одной из главных целей политики, проводимой американскими регуляторами в отношении как местных, так и зарубежных компаний, служит ключевым инструментом минимизации потенциальных рисков.

Кроме того, в контексте взаимодействия финансовых систем США и ЕС важно, что после начала мирового финансового кризиса масштабные риски, связанные с неплатежеспособностью и недостаточной ликвидностью значительной части финансового сектора, в условиях глобализации не имели географических границ, в результате чего кризис достаточно быстро распространился за пределы США, включая страны ЕС. На этом фоне CFTC, согласуя свои действия с американским Конгрессом, постепенно стал внедрять жесткие правила в отношении торговли деривативами, в том числе, налагая ограничения и санкции на трансграничные операции, затрагивающие интересы европейских банков и компаний.

Руководитель CFTC Гарри Генслер и европейский комиссар по финансовым рынкам Мишель Барнье 11 июля 2013 г. анонсировали документ под названием «Общий путь вперед», в котором содержались предложения по модификации системы регулирования операций с деривативами, позволяющие адаптировать трансграничные правила CFTC к деятельности европейских финансовых институтов. Затем окончательное руководство по регулированию данных операций было утверждено американской и европейской сторонами, хотя оно противоречило прежним договоренностям США с ЕС.

В то же время представители ЕС в ходе последующего обсуждения с американскими партнерами новых правил, требующих от компаний, работающих с деривативами, более подробных и длительных процедур по уведомлению и раскрытию информации, выразили сомнение в целесообразности и продуктивности их немедленного распространения на европейские компании. По мнению Мишеля Барнье, если банки и финансовые компании из ЕС, обязанные предоставлять существенные объемы информации европейским властям, будут вынуждены готовить значительно больше информации также и для контролирующих органов США, они окажутся в невыгодном положении по сравнению со своими американскими конкурентами, поскольку их трансакционные издержки заметно возрастут. Вместе с тем, согласно оценкам Гарри Генслера, между финансовыми системами ЕС и США происходит разноскоростная гармонизация правил регулирования, в ходе которой введение соответствующих требований со стороны ЕС происходит позже, чем в США, что и служит причиной возникновения данных проблем в работе европейских компаний[[233]](#footnote-233).

Особенно актуальной активизация процесса диалога между американскими и европейскими регуляторами является еще и потому, что европейские власти, обеспокоенные усилившейся нестабильностью на финансовых рынках, сами внедряют новые расширенные правила, регламентирующие процесс контроля над торговлей деривативами. В частности, с 12 февраля 2014 г. [[в ЕС уже вступили в действие требования Европейского регулирования инфраструктуры рынка (EMIR)](http://blogs.wsj.com/cfo/2014/02/11/companies-unclear-on-europe-derivatives-trading-rules/)](http://blogs.wsj.com/cfo/2014/02/11/companies-unclear-on-europe-derivatives-trading-rules/), обязывающие европейские и международные компании сообщать уполномоченным в рамках юрисдикции ЕС депозитариям о биржевых и внебиржевых сделках с производными финансовыми инструментами. В контексте развития взаимодействия европейской и американской финансовых систем существенно, чтобы нормы регулирования разных юрисдикций были в достаточной степени гармонизированы и не противоречили друг другу.

Следует отметить, что CFTC также объявила, что от европейских банков, которые зарегистрированы как своп-дилеры, придерживающиеся правилам CFTC по деривативам (включая статью VII DFA), требуется строго соответствовать данным требованиям либо правилам собственной юрисдикции, соблюдающим режим замещающего соответствия (substituted compliance, SC) CFTC. Предполагается, что свопы будут гарантироваться расчетными палатами, которые станут принимать залог как от покупателей, так и от продавцов для снижения уровня риска.

Согласно концепции SC, если в какой-либо стране функционирует сопоставимое по действующей системе организации рынков и другим ключевым параметрам правовое регулирование, то биржи, брокеры и дилеры, зарегистрированные в этой юрисдикции, будут допускаться на рынок ценных бумаг США без необходимости проводить регистрацию в CFTC. В то же время аналогичные правила должны будут применяться и в отношении американских бирж, брокеров и дилеров, выходящих на рынки других стран, придерживающихся данного регламента. В рамках реализации режима замещающего соответствия CFTC проводит комплексную оценку системы национального регулирования финансовых рынков иностранных юрисдикций. И если она в достаточной степени схожа с американской, то компании этих государств могут осуществлять деятельность в США без  дополнительной регистрации и отчетности. Регуляторы имеют право разрешать поднадзорным организациям соблюдать нормы других юрисдикций, когда это оправдано качеством соответствующих режимов регулирования и контроля над их соблюдением, с учетом принципа идентичности результатов.

Вместе с тем, в рамках взаимодействия финансовых систем США и ЕС принятая CFTC интерпретация понятия SC позволяет только частично признавать европейские стандарты регулирования рыночной инфраструктуры. Требования на уровне трансакций (клиринг, процессинг, исполнение, документирование, подтверждение) не подходят к правилам SC в отношении американских филиалов европейских банков и предоставления услуг европейскими банками американским гражданам вне пределов США. Кроме того, требования к отчетности для крупных трейдеров, в принципе, выходят за рамки концепции замещающего соответствия. Дополнительная проблема состояла в том, что действующие ограничения на раскрытие и передачу данных, касающихся безопасности, и правила, связанные с банковской тайной, до последнего времени не позволяли европейским банкам в надлежащей мере отчитываться перед CFTC. Это приводило к возникновению очевидных правовых коллизий и во многом затрудняло работу финансовых институтов.

Отметим, что в процессе взаимодействия финансовых систем США и ЕС со стороны CFTC и SEC было введено требование о проведение в европейских странах проверки в отношении соответствия параметрам SC на базе юрисдикции и законодательства каждого конкретного государства. При этом Еврокомиссия отстаивала позицию о применении общего подхода к принципам SC для всего ЕС.

14 декабря 2012 г. Совет директоров ФРС опубликовал предложение по имплементации статей 165−166 DFA для иностранных банковских организаций (FBO). Упомянутый документ предъявляет более строгие, чем ранее, пруденциальные требования (по капиталу, ликвидности, управлению рисками, стресс-тестам, кредитным лимитам на одного контрагента) к FBO, действующим в США с общими глобальными консолидированными активами от 50 млрд долл. и выше. Определенные стандарты могут также применяться к FBO с глобальными активами более чем 10 млрд долл., но менее чем 50 млрд долл., независимо от объема их американских активов.

От FBO с глобальными активами более чем 50 млрд долл. требуется создание обособленно капитализированной американской посреднической холдинговой компании (IHC), которая может владеть банковскими и небанковскими филиалами в США. ФРС будет иметь расширенные полномочия проверять любую IHC или любой ее филиал. FBO, от которых не требуется создание IHC, также станут являться объектами применения новых повышенных пруденциальных стандартов. После принятия данных решений многие крупные неамериканские банки вынуждены создавать американские IHC, которые станут главными объектами систематических проверочных мероприятий, регулирования и надзора в рамках деятельности их американских банковских и небанковских филиалов и подразделений. При этом IHC по таким параметрам, как объем капитала, обязательные резервы, ликвидность и проч., пруденциальные стандарты должны в полной мере соответствовать параметрам функционирования американских крупных банковских холдинговых компаний (BHC).

Вместе с тем, установленные на основании предложений ФРС США принципы пруденциального регулирования операций и деятельности международных банков были оспорены Еврокомиссией как нормы протекционизма, препятствующие гармонизации сотрудничества европейской и американской финансовых систем. В решение Еврокомиссии отмечается, что применение данных норм, будет способствовать фрагментации глобального банковского рынка. Тем не менее, американская сторона настаивает на правильности своих методов, которые налагают серию расширенных пруденциальных требований в отношении капитала, ликвидности, управления рисками, стресс-тестов, лимитов долга к собственному капиталу, в зависимости от размера FBO, действующей в США, и масштаба ее глобальных операций. Согласно введенным в действие директивам, FBO необходимо осуществить предписанную реорганизацию и начать в полной мере соблюдать правила ФРС, включая новые требования, касающиеся создания и функционирования IHC, не позднее 1 июля 2016 г.

В то же время американские банковские холдинговые компании с общими консолидированными активами от 50 млрд долл. и выше, которые являются филиалами FBO, должны соответствовать расширенным пруденциальным стандартам, применяемым к крупным местным BHC начиная с 1 января 2015 г. Они продолжат быть объектами применения этих требований до тех пор, пока не вступят в действие правила, касающиеся IHC.

Ряд требований применяется, прежде всего, к банковским и небанковским дочерним компаниям FBO, работающим в американской юрисдикции, тогда как другие правила реализуются непосредственно в отношении операций FBO на территории США, включая операции подразделений и агентств, относящихся к FBO. В случае, когда необходимо создание IHC, она будет являться обособленным объектом воздействия расширенных пруденциальных правил. При этом FBO должны перевести в IHC все свои доли в американских филиалах и у них не может прямо или косвенно сохраниться никакой миноритарной собственности в филиалах.

С учетом того, что для FBO может стать проблемой осуществить реструктуризацию некоторых небанковских филиалов в консолидированную структуру IHC, американские правила регулирования определяют, что до 1 июля 2016 г. FBO необходимо перевести в формат IHC только филиалы, имеющие в собственности FBO не менее 90% американских активов и не контролируемые какой-либо BHC или депозитарным институтом.

FBO также следует подготовить и представить в ФРС к 1 января 2015 г. план выполнения процедур по соответствию требованиям, налагаемым в отношении IHC. Данный план должен, в частности, включать:

* список филиалов FBO в США, которые необходимо перевести в подчинение IHC;
* подробную информацию по тем филиалам FBO, от которых не требуется перевод в IHC, или по тем, в отношении которых предполагается найти возможность исключений в связи с применением требований к IHC;
* ожидаемый график перевода филиалов FBO в структуру IHC и проект квартального плана IHC, включая ориентировочные показатели коэффициента достаточности капитала в период от 31 декабря 2015 г. до 1 января 2018 г.;
* проект предполагаемых действий по обеспечению соответствия требований в отношении IHC по уровню капитала и планируемый график его реализации;
* описание конкретных практик и механизмов выполнения требований к FBO, находящихся в юрисдикции США, в отношении риск-менеджмента, стресс-тестов и ликвидности.

Заметим, что аналогичный регламент не используется в отношении банков США, находящихся в юрисдикции ЕС. В связи с этим, по мнению Еврокомиссии, EBF и ведущих европейских банковских групп, новые принципы регулирования, установленные ФРС, дискриминируют банки ЕС, что не будут способствовать функциональной конвергенции финансовых систем ЕС и США. Кроме того, американские правила войдут в противоречие как с нормами отдельных европейских юрисдикций, так и с определенными общеевропейскими стандартами. Подход, предложенный ФРС, будет стимулировать активное распыление капитала и ликвидности, в то время как европейские банки преимущественно стремятся к централизованному управлению своими операциями, независимо от конкретной юрисдикции осуществления экономической деятельности. Согласно оценкам Еврокомиссии и EBF, совершенно необоснованно требовать от европейских банков на уровне материнской компании исполнять установленные США правила по уровню капитала и соотношению собственных и заемных средств, сверх того, что предписано в их непосредственной юрисдикции в рамках имплементации правил Базель III.

При этом следует подчеркнуть, что по мере существенного расширения контроля и надзора за операциями FBO на американской территории их издержки ведения бизнеса в США заметно возрастают. От подразделений, филиалов и агентств, принадлежащих FBO, имеющей активы в США не менее 50 млрд долл., будет требоваться масштабная реорганизация деятельности для того, чтобы соответствовать новым правилам в отношении IHC. Совершенно очевидно, что это приведет к значительным последствиям, с точки зрения повышения уровня налогообложения, затрат и ряда других параметров. Такого рода противоречия и сложности уже наблюдаются в рамках деятельности европейских банков в юрисдикции США, что вызывает обеспокоенность Еврокомиссии и становится дополнительным препятствием на пути гармонизации принципов регулирования европейской и американской финансовых систем.

Вместе с тем, небанковские филиалы FBO (инвестиционные, брокерские и страховые компании) в юридическом отношении обязаны находиться «под зонтиком» IHC и под прямым надзором ФРС, что может привести к возникновению явных противоречий и правовых коллизий между требованиями регулятора их собственной юрисдикции и параметрами, выдвигаемыми ФРС. Представители Еврокомиссии неоднократно обращали внимание на это обстоятельство в ходе переговоров со своими американскими партнерами.

Дискуссии между ЕС и США по поводу внедрения конкретных механизмов, инструментов и правил регулирования финансовой сферы в настоящее время продолжаются с целью поиска взаимоприемлемых компромиссов и формирования оптимальной модели взаимодействия европейской и американской финансовых систем. Например, широкое толкование термина «филиал» (подразумевающее любую организацию, в которой FBO прямо или косвенно контролирует 25% и более голосующих акций) означает, что если компания зарегистрирована в качестве структурного подразделения FBO в третьих странах (по причинам, связанным с оптимизацией режима налогообложения), то будет сложно привести ее деятельность в соответствие с новыми требованиями ФРС.

Подчеркнем, что в США в настоящее время наблюдается заметное ужесточение регламента регулирования финансовых рынков как для внутренних, так и для международных операторов. Данный процесс затрагивает юридические и частные лица. В частности, тенденция общего повышения уровня строгости в правилах регулирования зарубежных финансовых институтов в юрисдикции США выразилась в применении конкретных практических мер к тем организациям, которые не соблюдают ранее установленные требования и ограничения. Так, 30 июня 2014 г. за ряд грубых и систематических нарушений экономических санкций, запрещающих проведение операций с определенными государствами (Бирма, Куба, Иран и Судан), на крупнейший французский банк **BNP Paribas** был наложен самый масштабный за всю историю США штраф в отношении иностранной компании − **8,9 млрд долл. Банк BNP Paribas** полностью признал свою вину **и согласился выплатить данную сумму.**

**Возможность применения такого рода санкций не в последнюю очередь объясняется тем**, что все операции, номинированные в долларах, проходят через американские расчетные центры, оказываясь, таким образом, в зоне действия американского суверенитета. Обладание одной из глобальных мировых валют позволяет США собирать и обрабатывать обширный объем подробной информации, касающейся экономической деятельности иностранных государств, компаний, предприятий, официальных и частных лиц. Соответственно, у США есть возможность вводить финансовые санкции в отношении других стран, зарубежных институтов и иностранных граждан, поскольку их расчеты проходят через американскую банковскую систему.

В США 1 января 2014 г., вступил в силу Закон «О раскрытии иностранных счетов для целей налогообложения» ([The Foreign Account Tax Compliance Act](http://www.gpo.gov/fdsys/pkg/PLAW-111publ147/pdf/PLAW-111publ147.pdf), FATCA). Закон обязывает банки и другие финансовые структуры предоставлять информацию (данные о номерах счетов и остатках на них, а также оборотах по счетам) о своих клиентах − физических и юридических лицах, являющихся резидентами США, налоговой службе США (IRS). В соответствие с данным Законом иностранные банки и другие зарубежные финансовые институты должны выявлять и устанавливать держателей счетов (являющихся резидентами США), а затем предоставлять в IRS балансы, отчеты по счетам и иную запрашиваемую информацию. Это связанно с тем, что США являются единственной страной в мире, где применяется налогообложение доходов физических лиц [по принципу гражданства](http://www.clj.ru/journal/204/3143/?sphrase_id=2797). Иными словами, если человек становится гражданином США, он обязан уплачивать налоги по правилам этой страны вне зависимости от того, где доходы были заработаны или получены.

В случае отказа от сотрудничества американские регуляторы будут удерживать 30%-й налог на любые доходы таких банков от источников в США. Следует учитывать, что для передачи банком подобной информации требуется согласие клиента. Если клиент отказывается от раскрытия сведений о себе либо от передачи соответствующих данных, то банк в целях минимизации своих рисков может в одностороннем порядке расторгнуть с клиентом соответствующие договора и закрыть его счета.

Принятию FATCA во многом способствовал прецедент со швейцарским банком UBS. Проверяющими инстанциями было установлено, что в UBS определенное количество граждан США хранят средства, сокрытые от налогов. Департамент юстиции США направил в адрес UBS запрос с требованием раскрыть информацию об именах держателей этих счетов. В результате UBS согласился заплатить штраф в размере 780 млн долл., а затем было заключено компромиссное [соглашение](http://taxpravo.ru/analitika/statya-70519-soglashenie_mejdu_ssha_i_shveytsariey_kasatelno_zaprosa_o_predostavlenii_informatsii) о выдаче IRS имен более чем 4000 граждан США, нарушавших американское законодательство.

Отметим, что взаимодействие европейской и американской финансовых систем характеризуется взаимовыгодным интересом, но не лишено серьезных противоречий. Эти противоречия связаны с выработкой взаимоприемлемых правил и норм, включая гармонизацию законодательных и пруденциальных требований к европейским и американским банкам и другим финансовым организациям, которые осуществляют свою деятельность в другой юрисдикции. К основным задачам европейско-американского сотрудничества по регулированию финансового сектора относится укрепление доверия различных заинтересованных сторон путем повышения транспарентности совершаемых операций, минимизация рисков, предотвращение манипуляций и кризисных явлений, а также активное развитие совместных международных финансовых институтов. Разно скоростное движение в данном направлении предполагает, что в рамках реализации режима замещающего соответствия в вопросах регулирования финансовой деятельности, во-первых, необходимо повысить эффективность принимаемых на уровне национальных государств соответствующих решений. Во-вторых, принимаемые международные правовые акты должны быть согласованы с интересами национальных государств. В-третьих, требуется достижение полного отказа от «практики исключений» в отношении отдельных субъектов (агентов) из общих действующих (на данный момент) международных норм и правил регулирования в сфере финансовой деятельности.

**4.3. Сотрудничество ЕС с Россией в финансовой сфере**

До последнего времени наблюдалась заметная интенсификация отношений между ЕС и России. Представители ведущих европейских стран регулярно встречались с российским руководством, активные контакты развивались в самых различных областях и на разных уровнях. Кроме того, в 1996 г. Россия стала членом Совета Европы, который представляет собой европейскую межправительственную организацию, призванную защищать права человека и институты гражданского общества. При этом взнос России составляет 12% бюджета Совета Европы и Россия выступает в качестве одного из пяти его крупнейших доноров[[234]](#footnote-234).

ЕС является одним из ведущих торгово-экономических партнеров России, поскольку на его долю приходится более 50% внешнеторгового оборота России. Россия занимает третье место среди торговых партнеров ЕС (после США и Китая) **[[235]](#footnote-235)**. Вместе с тем, более 60%[[236]](#footnote-236) российского экспорта в страны ЕС составляют природные энергоресурсы, доля которых в общем объеме внешних поставок устойчиво держится на уровне 85−90%[[237]](#footnote-237).

Поскольку товарооборот между ЕС и Россией имеет ярко выраженный асимметричный характер[[238]](#footnote-238), для ЕС особую роль приобретает развитие взаимовыгодного сотрудничества с Россией в финансовой и банковской сферах[[239]](#footnote-239). Модернизация российской финансовой системы позволяет использовать значительные финансовые ресурсы ЕС для привлечения инвестиций (в форме долгового и акционерного капитала) в российскую экономику.

Исторически еще СССР стремился к активному взаимодействию с Западной Европой в финансовой сфере.  Начиная со второй половины 1950-х годов происходило заметное расширение экономических и торговых связей СССР с Западной Европой и капиталистическим миром в целом. В рамках советской банковской системы банки с участием капитала отечественных организаций стали создаваться за границей (совзагранбанки). Совзагранбанки и их отделения работали во Франции (Eurobank), в Великобритании (Московский народный банк в Лондоне с отделениями в Ливане и Сингапуре), в ФРГ (Ост-Вест Хандельсбанк во Франкфурте-на-Майне), в Люксембурге (Ист-Вест Юнайтед банк), в Австрии (Донау банк). Эти банки были созданы для расчетно-кредитного обслуживания предприятий и организаций СССР и других социалистических стран. Основной задачей совзагранбанков являлась поддержка развития внешнеэкономических связей страны. Они выполняли депозитные, кредитные, расчетные, валютные и прочие операции на международных финансовых рынках. Значительная часть международных расчетов Советского Союза в конвертируемой валюте осуществлялась именно через совзагранбанки.

Кроме того, совзагранбанки стали активными участниками становления и развития рынка евродолларов.  Данный рынок зародился в конце 1950-х годов, когда растущий спрос на доллары для финансирования международной торговли и зарубежных инвестиций совпал с усилением притока в Европу американской валюты. Префикс «евро» указывает на место возникновения, но в настоящее время евродолларами называют любые долларовые депозиты за пределами США. Евродоллары, по сути, представляют собой денежные средства в долларах США, депонированные их владельцами в банки, находящиеся за пределами США. Их можно было использовать для проведения финансовых операций на рынках ссудных капиталов.

После начала войны в Корее у стран советского блока возникли опасения, что их долларовые депозиты в американских банках могут быть заморожены правительством США. Эти страны перевели свои долларовые счета из Нью-Йорка в два совзагранбанка, расположенных в Европе − Eurobank в Париже и Московский народный банк в Лондоне. Затем Eurobank начал кредитование в американской валюте, оформляя ссуды как евродоллары. В частности, такой кредит был выделен Московскому народному банку. В дальнейшем совзагранбанки активно наращивали операции с евродолларами в интересах СССР и отдельных советских организаций.

Позднее, уже в постсоветский период, одним из важнейших источников привлечения инвестиций из ЕС в российскую экономику стали еврооблигации. В ЕС еврооблигации российских эмитентов покупают, главным образом, управляющие компании инвестиционных фондов, банки, а также крупные частные инвесторы. Российские еврооблигационные займы делятся на государственные, муниципальные и корпоративные. Корпоративные, в свою очередь, можно условно разделить на займы банковского и небанковского секторов, поскольку банки проявляют сейчас высокую активность на этом рынке. Первоначальная возможность выхода на рынок еврооблигаций появилась у России, как суверенного заемщика, в 1996 г., когда мировые рейтинговые агентства Standart&Poor's, Fitch и Moody's впервые объявили о присвоении Российской Федерации долгосрочных кредитных рейтингов BB-, BB+ и Ba2 соответственно. Присвоение России данных рейтингов позволило не только рассчитывать на привлечение средств широкого круга иностранных инвесторов на рынок государствен­ных долговых обязательств, но и стимулировать их интерес к ценным бума­гам российских корпораций[[240]](#footnote-240). Всего за первые три года Россия разместила 10 траншей еврооблигаций (табл. 4.2).

**Таблица 4.2**

**Выпуски российских еврооблигаций в 1996–1998 гг.[[241]](#footnote-241)**

|  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| Выпуск | Срок обращения | Объем выпуска | Спред, базисных пунктов | Цена размещения, % | Купон, % | Дата погашения |
| Россия-2001-1т | 5 лет | 1 млрд долл. | 345 | 99,56 | 9,25 | 27.11.2001 |
| Россия-2003-5т | 5 лет | 750 млрд ит. лир | 435 | 99,71 | 9,00 | 30.04.2003 |
| Россия-2003-6т | 5 лет | 1,25 млрд долл. | 650 | 98,79 | 11,75 | 10.06.2003 |
| Россия-2004-2т | 7 лет | 2 млрд марок | 370 | 100 | 9,00 | 25.03.2004 |
| Россия-2005-4т | 7 лет | 1,25 млрд марок | 475 | 100 | 9,375 | 31.03.2005 |
| Россия-2005-8т | 7 лет | 2,968695 млрд долл. | 940 | 73,80 | 8,75 | 24.07.2005 |
| Россия-2007-3т | 10 лет | 2,4 млрд долл. | - | 103,50 | 10,00 | 26.06.2007 |
| [Россия-2018-9т](http://www.rusbonds.ru/ank_obl.asp?tool=6045) | 20 лет | 3,466398  млрд долл. | 940 | 73,86 | 11 | 24.07.2018 |
| [Россия-2028-7т](http://www.rusbonds.ru/ank_obl.asp?tool=6044) | 30 лет | 2,5 млрд долл. | 771 | 98,44 | 12,75 | 24.06.2028 |

Привлекательность еврооблигаций для России была обусловлена большой емкостью данного рынка и отсутствием избыточных ограничений, которые, как правило, присутствуют в кредитах международных организаций или правительств других стран.

Затем размещать еврооблигации стали некоторые субъекты Российской Федерации, в частности, Москва, Санкт-Петербург, Татарстан, Московская область, Нижегородская область, Красноярский край. Первый выпуск муниципальных (субфедеральных) еврооблигаций осуществила Москва в 1997 г. Возникновение рынка субфедеральных еврооблигаций было связано с тем, что администрации субъектов Российской Федерации с их помощью стали финансировать дефициты бюджетов и масштабные целевые проекты и программы.

Постепенно к заимствованиям с помощью еврооблигаций стали прибегать крупные российские компании и банки. Первый этап активного размещения российских корпоративных еврооблигаций пришелся на 1997–1998 гг. В этот период ОАО «Внешторгбанк», ОАО «Альфа-Банк», ОАО «НК «ЛУКОЙЛ», ОАО «Сибнефть», ОАО «МГТС» и ряд других компаний осуществили эмиссию еврооблигаций на общую сумму 1,2 млрд долл.

Финансовый кризис 1998 г. на некоторое время прервал развитие рынка российских еврооблигаций. Государство на федеральном уровне не обращалось к этому инструменту вплоть до 2010 г., а вторая волна размещения муниципальных и корпоративных еврооблигаций началась в 2001 г., когда были выпущены еврооблигации города Москвы, ОАО «Роснефть», ОАО «Татнефть», ОАО «Мосэнерго», ОАО «Вымпелком», ОАО «Газпромбанк». Позднее на рынок еврооблигаций вышли такие заемщики, как ОАО «ММК», ОАО «АЛРОСА», ОАО «Вимм-Билль-Данн» и др.

По предложению ЕС, в 2006 г. в России были отменены нормативные акты ЦБ РФ, ограничивающие инвесторов-нерезидентов в области операций с региональными, муниципальными и корпоративными облигациями в рублях. В начале 2007 г. международные депозитарно-клиринговые системы банков Clearstream и Euroclear приняли российский рубль в качестве одной из своих расчетных валют и предоставили возможность взаиморасчетов по клирингу ценных бумаг в рублях. Следствием данного решения стало успешное размещение в январе 2007 г. рублевых еврооблигаций Европейского банка реконструкции и развития, Северного инвестиционного банка (Nordic Investment Bank) и немецкого государственного банка развития KfW − эмитентов высшей категории с международным кредитным рейтингом ААА. Более того, «Национальный депозитарный центр» (НДЦ, расчетный депозитарий фондовой биржи ММВБ) и Euroclear в марте 2007 г. подписали меморандум о сотрудничестве, позволяющий российским клиентам НДЦ производить расчеты в системе Euroclear не через корреспондентский счет в Clearstream Banking и Clearstream-Euroclear, а напрямую через открытые клиентские счета в Euroclear.

В целом, активное развитие сотрудничества ЕС с России на протяжении 2004−2007 гг. позволило российским компаниям активно прибегать к внешним заимствованиям. Суммарный годовой объем средств, привлеченных в Россию благодаря выпуску еврооблигаций и синдицированным кредитам, вырос за этот период почти в 4 раза – с 23,2 млрд до 92,2 млрд долл. При этом компании финансового сектора ориентировались, в первую очередь, на рынок еврооблигаций (67,5% заемных средств), а реального сектора – на коммерческие кредиты (93,3% заемных средств)[[242]](#footnote-242).

Мировой финансово-экономический кризис, последствия которого особенно сильно ощущались и в ЕС, и в России в 2008–2009 гг., притормозил развитие рынка российских еврооблигаций. Тем не менее, уже в 2010 г. по объемам привлечения и числу эмитентов российский рынок еврооблигаций вышел на докризисный уровень. Отметим, что кризис определенным образом повлиял на структуру рынка: среди корпоративных заемщиков гораздо более заметную роль стали играть банки и это позволяет выделить банковский сектор в отдельный сегмент рынка еврооблигаций. Российские корпоративные еврооблигационные займы в настоящее время характеризуются высокой концентрацией. На 15 крупнейших заемщиков приходится около 71% всего объема корпоративных еврооблигаций. Таким образом, еврооблигации являются для российских заемщиков одним из важнейших источников привлечения средств, позволяющих осуществлять инвестиции в масштабные и долгосрочные проекты. В табл. 4.3 представлены обобщенные показатели по рынку еврооблигаций российских эмитентов по данным на декабрь 2013 г.

**Таблица 4.3**

**Рынок еврооблигаций российских эмитентов[[243]](#footnote-243)**

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
|  | Объем в обращении, млн долл. | Средневзвешенная доходность, % | Средневзвешенный срок до погашения, лет |
| Всего | 231 363,57 |  |  |
| Российская Федерация | 49 433,39 | 4,48 | − |
| Региональные и местные органы власти | 560,81 | − | − |
| Банки | 82 740,78 | − | − |
| Компании небанковского сектора | 181 838,19 | − | − |

*Источник:* ФБ ММВБ, <http://ru.cbonds.info/indexes/indexdetail/?group_id=93>.

Другим ключевым механизмом, способствующим развитию сотрудничества ЕС с Россией в финансовой сфере, является IPO (Initial Public Offering − первоначальное публичное предложение акций) на биржах Европы (особенно популярны у российских компаний Лондонская и Франкфуртская биржи)[[244]](#footnote-244).

Привлечение денежных ресурсов посредством IPO не создает долговых обязательств и позволяет направлять полученные средства на реализацию крупных проектов и цели долгосрочного развития. Кроме того, компания, проводящая IPO, переходит в режим публичности и прозрачности. Проведение на европейских площадках IPO накладывает определенные ограничения на российский бизнес, заставляет в большей степени соответствовать европейским стандартам, положительно сказывается на развитии корпоративной культуры, качестве управления и контроля.

Рассчитывая на длительный характер роста экономики страны, ряд российских компаний стали проводить первичные размещения на российских и зарубежных фондовых рынках. Особенно знаковыми событиями в этом отношении были IPO крупнейших российских банков с участием государственного капитала − Внешторгбанка (ВТБ) и Сбербанка, проведенные в 2007 г.

Остановимся подробнее на IPO ВТБ, который является вторым по величине активов банком в России[[245]](#footnote-245) и имеет дочерние банки и представительства в нескольких странах ЕС (Великобритания, Франция, Швейцария, Германия, Кипр, Австрия, Люксембург, Италия и т.д.). Дочерние банки ВТБ есть также в ряде стран Востока (Китай, Индия) и странах СНГ (Украина, Грузия, Армения)[[246]](#footnote-246). Внешторгбанк был основан в 1990 г. на базе Банка внешней торговли СССР.

Первичное публичное размещение акций банка ВТБ стало вторым по величине IPO в мире в 2007 г. и крупнейшим банковским IPO в Европе. ВТБ провел IPO как на российских площадках, так и на Лондонской бирже. В ходе IPO среди российских и международных инвесторов было размещено 22,5% акций, общий объем привлеченных средств составил почти 8 млрд долл. По итогам IPO акционерами банка стали более 120 тыс. россиян, что является рекордом по количеству участвующих розничных инвесторов. В результате размещения акций рыночная капитализация банка ВТБ, акции которого обращаются на российских биржах, а также на Лондонской фондовой бирже в форме глобальных депозитарных расписок (GDR), составила 35,5 млрд долл. на момент размещения. Итоговая цена за акцию банка ВТБ в рамках IPO составила 13,6 коп. (0,00528 долл.) за штуку, или 10,56 долл. за GDR[[247]](#footnote-247). Лид-менеджерами размещения акций выступали американские Citigroup и GoldmanSachs, а также немецкий Deutsche Bank.

Выходя на IPO, ВТБ предоставил инвесторам информацию об основных направлениях и стратегических целях своего развития. В частности, целями для корпоративного бизнеса выступали: укрепление лидирующих рыночных позиций, дальнейшая диверсификация и повышение эффективности бизнеса. Перед розничным бизнесом стояла задача существенного увеличения объемов и доли рынка во всех продуктовых сегментах. ВТБ планировал активно развивать такие финансовые услуги, как лизинг, инвестиционно-банковские услуги, в том числе управление активами, страхование, а также совершенствовать систему корпоративного управления. Формирование системы корпоративного управления в соответствии с лучшими мировыми практиками рассматривалось ВТБ как необходимое условие эффективного развития, повышения прозрачности, совершенствования системы внутреннего контроля и роста капитализации. За пределами России приоритетным регионом для ВТБ были определены страны СНГ, где подразделения банка ставили своей задачей войти в число лидеров локального рынка. В Западной Европе ВТБ планировал продолжать политику обслуживания российского бизнеса и оказания содействия российским компаниям в их зарубежной экспансии и работе на европейских рынках капитала.

В целом объем размещений акций российскими компаниями в 2007 г. оценивается в рекордные 32,8 млрд долл.. Из них более 18 млрд долл. было привлечено в ходе IPO на Лондонской фондовой бирже, 2 млрд долл. − в результате размещений акций на российском рынке, остальная часть средств − посредством доразмещений, в том числе для существующих акционеров.

Мировой финансово-экономический кризис[[248]](#footnote-248) скорректировал планы многих российских компаний по выходу на IPO. Возникли опасения, что компании будут недооценены либо же не удастся привлечь достаточный объем средств. Оживление этой деятельности стало наблюдаться только с 2009 г. Соответствующие данные по ряду компаний за 2009–2013 гг. приведены в табл. 4.4

**Таблица 4.4**

**Размещения российских эмитентов в 2009–2013 гг[[249]](#footnote-249).**

|  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| Компания | Дата размещения | Площадка | Объем IPO, млн долл. | Объем IPO, млн руб | Цена размещения за акцию, долл. | Цена размещения за акцию, руб. |
| РусГидро (SPO в пользу государства) | Февраль 2009 г. | ММВБ, РТС | 750 | 23 064 | 0,02 | 0,625 |
| Банк Москвы (SPO) | Май 2009 г. | ММВБ | 67,5 | 2 101 | 30,1 | 952 |
| ФСК (SPO в пользу государства) | Июль 2009 г. | ММВБ, РТС | 1 046 | 32 426 | 0,008 | 0,24 |
| Интегра ГК (Integra Group) (SPO) | Август 2009 г. | LSE | 95 | 3 002 | 2,5 | 79 |
| ВТБ (SPO) | Август 2009 г. | ММВБ, РТС | 5 709 | 180 095 | 0,0015 | 0,0482 |
| Синергия (SPO) | Октябрь 2009 г. | ММВБ | 80 | 2 357 | 20 | 589 |
| Магнит (SPO) | Октябрь 2009 г. | ММВБ, РТС LSE | 500 | 14 596 | 65 | 1 897 |
| Банк Санкт-Петербург (SPO) | Ноябрь 2009 г. | ММВБ | 200 | 5 767 | 3,2 | 92,3 |
| Globaltrans Investment (SPO) | Декабрь 2009 г. | LSE | 159 | 4 642 | 8,5 | 248 |
| Аптечная сеть 36,6 (SPO) | Декабрь 2009 г. | РТС | 76 | 2 334 | 0,89 | 27,3 |
| Институт Стволовых Клеток Человека | Декабрь 2009 г. | ММВБ | 4,63 | 142,5 | 0,31 | 9,5 |
| РУСАЛ | Январь 2010 г. | HKEX | 2 240 | 67 902 | 1,39 | 42,14 |
| Росинтер Ресторантс Холдинг (SPO) | Февраль 2010 г. | ММВБ, РТС | 27,5 | 831,8 | 10,5 | 317,6 |
| Русское море | Апрель 2010 г. | ММВБ, РТС | 90 | 2 639 | 6 | 175,9 |
| ПРОТЕК | Апрель 2010 г. | ММВБ, РТС | 400 | 11 635 | 3,5 | 101,8 |
| ЛСР (SPO) | Апрель 2010 г. | ММВБ, РТС LSE | 398 | 11 620 | 42,5 | 1 241 |
| Кузбасская топливная компания | Май 2010 г. | ММВБ, РТС | 163 | 4 752 | 6,5 | 189 |
| ДИОД | Июнь 2010 г. | ММВБ | 9.64 | 297,38 | 1,05 | 32,5 |
| Банк Москвы (SPO) | Июнь 2010 г. | ММВБ | 68,1 | 2 163 | 31,6 | 1003 |
| Аптечная сеть 36,6 | Июнь 2010 г. | ММВБ | 30 | 936 | 3,1 | 96,7 |
| Русские Навигационные Технологии | Июль 2010 г. | ММВБ | 9,64 | 300 | 2,74 | 85,23 |
| Синергия (SPO) | Октябрь 2010 г. | РТС | 104 | 3 109 | 36 | 1076 |
| Mail.ru | Ноябрь 2010 г. | LSE (GDRs) | 912,04 | 28 064 | 27,7 | 852,35 |
| ТрансКонтейнер | Ноябрь 2010 г. | LSE (GDRs), РТС | 388 | 11 838 | 8 | 244,1 |
| Фармсинтез | Ноябрь 2010 г. | ММВБ | 16,89 | 528 | 0,77 | 24 |
| Группа ГМС | Февраль 2011 г. | LSE (GDRs) | 360 | 10 532 | 8,25 | 241,35 |
| Синергия (SPO) | Февраль 2011 г. | РТС | 297 | 8 851 | 44 | 1311 |
| Банк ВТБ (SPO) | Февраль 2011 г. | ММВБ, РТС, LSE | 3 264 | 95 700 | 0,0031 | 0,091468 |
| Группа ГМС (HMS Group) | Февраль 2011 г. | LSE | 360 | 10 532 | 8,25 | 241 |
| НОМОС-БАНК | Апрель 2011 г. | LSE (GDRs) | 718 | 20 263 | 17,5 | 493,9 |
| Яндекс Н.В. (Yandex N.V.) | Май 2011 г. | NASDAQ | 1,43 | 40,5 | 25 | 708,5 |
| Global Ports | Июнь 2011 г. | LSE (GDRs) | 588 | 16 602 | 15 | 423,5 |
| ФосАгро | Июль 2011 г. | LSE (GDRs), ММВБ, РТС | 538 | 15 271 | 14 | 397 |
| Ютинет.Ру | Июль 2011 г. | ММВБ | 13,9 | 390 | 6,93 | 195 |
| Globaltrans Investment (SPO) | Июль 2012 г. | LSE | 159 | 5 220 | 10,44 | 343 |
| Сбербанк России (SPO) | Сентябрь 2012 г. | ММВБ | 159,3 | 4 909 | 3,04 | 93,7 |
| Компания М.видео (SPO) | Сентябрь 2012 г. | ММВБ, РТС | 146 | 4 506 | 8,12 | 251 |
| MD Medical Group | Октябрь 2012 г. | LSE (GDRs) | 289,2 | 9 190 | 12 | 381 |
| Globaltrans Investment (SPO) | Октябрь 2012 г. | LSE | 200 | 6 216 | 19,5 | 606 |
| МегаФон | Ноябрь 2012 г. | LSE (GDRs), Московская Биржа | 1830 | 56 609 | 20 | 619 |
| Мультисистема | Декабрь 2012 г. | ММВБ - РТС | 32 | 980 | 0,32 | 9,8 |
| Московская Биржа | Февраль 2013 г. | Московская Биржа | 499 | 15 000 | 1,83 | 55 |
| Яндекс Н.В. (Yandex N.V.) (SPO) | Март 2013 г. | NASDAQ | 607 | 18 665 | 22,75 | 700 |
| ФосАгро (SPO) | Апрель 2013 г. | LSE | 466,6 | 14 095 | 42 | 1269 |
| QIWI | Май 2013 г. | NASDAQ | 213 | 6 612 | 17 | 528 |
| Банк ВТБ (SPO) | Май 2013 г. | Московская Биржа | 102,5 | 3 196 | 0,0013 | 0,041 |
| Группа Компаний ПИК (SPO) | Май 2013 г. | Московская Биржа | 300 | 9 414 | 1,99 | 62,5 |
| Luxoft Holding | Июль 2013 г. | NYSE | 70 | 2 290 | 17 | 556 |
| Живой офис | Июль 2013 г. | Московская Биржа | 15.7 | 516 | 3,92 | 129 |
| ТКС Банк | Октябрь 2013 г. | LSE | 1 087 | 34 416 | 17,5 | 554 |
| QIWI (SPO) | Октябрь 2013 г. | NASDAQ | 288 | 9 252 | 30,5 | 980 |
| АЛРОСА АК | Октябрь 2013 г. | Московская Биржа | 1 303 | 41 300 | 1,1 | 35 |
| [Luxoft](http://quote.rbc.ru/shares/ipo/news/31761812) (SPO) | Ноябрь 2013 г. | NYSE | 95 | 3 134 | 34 | 1122 |

Источник: http://quote.rbc.ru/shares/ipo/pricings/; <http://www.micex.ru/markets/stock/emitents/guide/1006>

Кроме того, большую роль в осуществлении инфраструктурных реформ и проектов в российской экономике играет тесное сотрудничество России с Европейским банком реконструкции и развития (ЕБРР), который на глобальном уровне активно взаимодействует с Международной финансовой корпорацией (МФК)[[250]](#footnote-250). Проекты ЕБРР в России реализуются в области как производственной, так и финансовой инфраструктуры. По данным за 2010 г., ЕБРР подписал в России 63 контракта на проекты на общую сумму 2,3 млрд евро. Начиная с 1991 г. общее число проектов составило 657. В частности, в 2010 г. ЕБРР осуществлял операции по вхождению в капиталы ряда российских компаний и предоставлению им оборотных средств, участвовал в реализации нескольких проектов корпоративной реструктуризации, например, в ОАО «Европейская подшипниковая компания». В целях оказания поддержки модернизации крупных промышленных предприятий ЕБРР завершил процесс приобретения 4%-го пакета акций крупнейшего в России производителя грузовиков «КАМАЗ». В результате этой операции ЕБРР, реализованной в тесном взаимодействии с компанией Daimler AG, партнерам принадлежит 15% акций предприятия. В октябре 2010 г. ЕБРР подписался на 22,5%-ю долю пятилетних рублевых облигаций ОАО «РусГидро», размещенных на рынке еврооблигаций, что стало первым примером использования такого инструмента российской электроэнергетической компанией. ЕБРР также принял участие в создании первого государственно-частного партнерства международного класса в целях финансирования строительства нового терминала в аэропорту «Пулково» в Санкт-Петербурге. Реализация этого проекта на сумму 1,2 млрд евро позволяет провести модернизацию пассажирского аэровокзала и поднять деятельность аэропорта на уровень международных стандартов.

ЕБРР также активно развивает сотрудничество с финансово-банковским сектором. ЕБРР вошел в состав акционеров ЗАО «Коммерческий банк «Кедр» (25% +1 акция) в Красноярске, приобрел 10% акций страховой компании «РЕСО Гарантия», вошел в капитал СКБ-банка, Ханты-Мансийского банка, Сибакадембанка, Уралтрансбанка, Транскапиталбанка, Центр-инвест банка (Ростов-на-Дону), УРСА банка (Новосибирск), Нижегородского Банкирского Дома (НБД-Банк), КМБ-банка, ряда других банков и финансовых компаний.

В настоящее время к числу приоритетов в стратегии ЕБРР в России относится содействие модернизации, повышению конкурентоспособности и диверсификации реального сектора экономики. Реализация этих приоритетов подкрепляется активным участием ЕБРР в развитии инфраструктуры, внедрении эффективно действующих механизмов финансирования. ЕБРР продолжает инвестировать в транспортную и муниципальную инфраструктуру, используя для этого концессионные механизмы и государственно-частные партнерства. ЕБРР также осуществляет определенные вложения в сектор электроэнергетики, способствуя обновлению устаревающей инфраструктуры.

Кроме того, одним из ключевых приоритетов работы ЕБРР в России является модернизация и развитие инфраструктуры финансовой и банковской сфер, включая программы внедрения европейских стандартов осуществления финансовой деятельности. ЕБРР, в частности, принимает меры для укрепления балансов уже существующих клиентов, поддерживает реализацию инициатив в области консолидации, ведет планомерную работу по расширению рынков капитала. ЕБРР также участвует в акционерном капитале банков и компаний, тем самым способствуя росту их капитализации. Применение этого финансового инструмента позволяет ЕБРР оказывать влияние на совершенствование стандартов корпоративного управления и отчетности, способствуя их приведению к единым европейским образцам. Банк изучает возможности вхождения в капитал приватизируемых государственных предприятий или покупки миноритарных пакетов акций этих предприятий в ходе первичной эмиссии.

Таким образом, сотрудничество ЕБРР с Россией является ярким примером существенного повышения роли и значения наднациональных институтов в современной глобальной экономике, что способствует позитивным изменениям в экономике России, модернизации реального сектора, развитию финансовой инфраструктуры и переходу на единые европейские стандарты.

В связи с дальнейшим развитием «украинского кризиса» в июле 2014 г. ЕС был введен третий пакет санкций в отношении России. Выполняя рекомендации ЕС, руководство ЕБРР приняло решение отказаться от реализации новых проектов в России. В официальном заявлении отмечается, что «большинство представителей совета директоров ЕБРР, включая все государства − члены ЕС, а также несколько государств, не входящих в ЕС, дали четкие распоряжения руководству ЕБРР относительно невозможности осуществления новых инвестиций в Российской Федерации в ближайшее время»[[251]](#footnote-251). В заявление также говорится, что ЕБРР «будет продолжать управлять портфелем проектов и поддерживать отношения с клиентами в России. Также ЕБРР сохранит физическое присутствие в стране»[[252]](#footnote-252).

Другим важным инструментом развития сотрудничества ЕС с Россией являются саммиты, которые регулярно проводятся в различных странах ЕС и городах России[[253]](#footnote-253), они придают значительный импульс активному взаимодействию по всем направлениям и проектам. В контексте развития сотрудничества ЕС с Россией важно подчеркнуть, что на саммите в Риме 6 ноября 2003 г. было принято решение укреплять стратегическое партнерство России и ЕС на базе общих ценностей для дальнейшего упрочения безопасности, стабильности и процветания. Стороны подтвердили общее видение строительства единого европейского континента. 10 мая 2005 г. по итогам саммита в Москве были утверждены «дорожные карты» четырех общих пространств России и ЕС. 25 мая 2006 г. основной темой саммита в Сочи стало предметное обсуждение возможностей практической реализации «дорожных карт» четырех общих пространств. Была одобрена проводимая работа по общему экономическому пространству, главной целью которой является устранение препятствий для торговли и инвестиций. Подчеркнута стратегическая важность взаимодействия в сфере энергетики. Представители ЕС отметили важность применения принципов взаимности в отношении доступа к рынкам, инфраструктуре и инвестициям. При этом особое внимание уделялось вопросам интеграции финансовых систем и преодоления финансово-экономического кризиса. Например, на саммите, который состоялся 18 ноября 2009 г. в Стокгольме, стороны подчеркнули, что меры по преодолению финансово-экономического кризиса не должны носить протекционистский характер. Было проведено обсуждение реформы международной финансовой системы. Отмечен прогресс, достигнутый на переговорах по заключению нового рамочного соглашения, созданию единого пространства между Россией и ЕС. Кроме того, стороны договорились начать переговоры на уровне экспертов по поводу заключения рамочного соглашения о сотрудничестве в области управления кризисными ситуациями.

В 2014 г. в связи с дальнейшим развитием «украинского кризиса» произошло определенное ухудшение взаимоотношений между ЕС и России, что отразилось, в том числе, на сотрудничестве в финансовом сегменте. После ряда предварительных консультаций и переговоров 31 июля 2014 г. ЕС (под давлением США), ввел против России третий пакет санкций. Данные секторальные санкции в отношении некоторых отраслей российской экономики затронули, в частности, финансовую сферу. Санкции официально вступили в действие с 1 августа 2014 г., были приняты сроком на один год с возможностью пересмотра через три месяца в зависимости от дальнейшего развития «украинского кризиса» и соответствующей оценки ситуации полномочными представителями ЕС.

В финансовом секторе под определенные ограничения со стороны ЕС попали пять ведущих российских банков, доля государства в которых прямо или косвенно превышает 50%: Сбербанк, ВТБ, Газпромбанк, ВЭБ и Россельхозбанк. Им запрещено привлекать на европейских финансовых рынках средства на срок более чем 3 месяца, выпускать евробонды и эмитировать акции в пользу европейских владельцев. Постановление ЕС затрагивает как первичное, так и вторичное размещение ценных бумаг. При этом европейским резидентам не разрешается предоставлять упомянутым российским банкам среднесрочное и долгосрочное финансирование, оказывать брокерские услуги, участвовать в сделках с ценными бумагами и валютными инструментами с длительностью обращения свыше 90 дней.

Таким образом, под запретом оказались новые эмиссии любых финансовых инструментов, включая размещение акций и облигаций, сроком обращения более 90 дней. Данные ограничения распространяются на дочерние компании этих банков (в которых соответствующая доля составляет более 50%) вне юрисдикции ЕС, а также организации, действующие от их имени, по их поручению или указанию. В то же время, подчеркнем, санкции ЕС абсолютно не затрагивают европейские дочерние структуры упомянутых российских банков (такие дочерние организации есть у Сбербанка, ВТБ и Газпромбанка).

При этом на отдельные направления работы российских банков ограничения не были наложены. Например, на такие как открытие счетов, получение и выдача кредитов, привлечение депозитов, осуществление платежных и расчетных сервисов, валютные и обменные операции (в том числе, с евро), доверительное управление и др. Соответственно, как представляется, основная цель санкций со стороны ЕС (согласно концепции разработчиков этого документа) состояла в том, чтобы существенно сократить возможности для притока в Россию нового капитала посредством ограничений доступа ряда крупнейших российских банков на европейские финансовые рынки.

Вместе с тем, действия ЕС значительно ограничивают возможности для российских государственных банков, которые тесно интегрированы в международную финансовую систему, рефинансировать прежние долги посредством так называемых «длинных денег», обеспечивать выплаты по старым долгам с помощью новых долгосрочных и среднесрочных заимствований либо облигационных займов. Так, до конца 2014 г. российские государственные банки должны выплатить по внешним займам примерно 19 млрд долл., а в 2015 г. – более 21 млрд долл.[[254]](#footnote-254).

Российские государственные банки, которые уже имели достаточно отлаженные и устойчивые схемы и механизмы привлечения «длинных денег» в Европе по ставке, заметно более выгодной, чем на внутрироссийском рынке, будут вынуждены искать альтернативные источники финансирования. С одной стороны, это могут быть азиатские рынки, а с другой стороны, нельзя исключать льготного кредитования отечественных финансовых институтов Банком России на эксклюзивных условиях и по низким ставкам, поскольку банки, включенные в санкционный список ЕС, играют очень большую роль в экономике России. В связи с этим ЦБ РФ выступил с заявлением о том, что российские финансовые организации, подпавшие под действие европейских санкций, обладают достаточными ресурсами для того, чтобы самостоятельно преодолеть возникшие проблемы и нивелировать имеющиеся риски. По оценке российского регулятора, их валютная позиция сбалансирована, а если будут проявляться дополнительные факторы риска, то ЦБ РФ готов предоставить необходимую ликвидность в рамках действующих инструментов. Кроме того, принятое решение о конвертации субординированных кредитов в капитал первого уровня создает им дополнительные финансовые возможности[[255]](#footnote-255).

Одним из способов реализации потенциала сотрудничества ЕС с Россией на фоне расширения ЕС является активизация экономической интеграции, нормативно-правовой и регулятивной конвергенции. Это сделает достаточно реальной возможность осуществления проекта по формированию Общего европейского экономического пространства (ОЕЭП) с участием России с максимальным учетом интересов обеих сторон. Создание ОЕЭП, основанного на эффективно функционирующих рыночных механизмах, на общих, гармонизированных или совместимых правилах ведения бизнеса, могло бы внести значительный вклад в развитие взаимной торговли и инвестиций между ЕС и Россией. Географическая близость, взаимодополняемость экономических структур, мощный ресурсный потенциал служат предпосылками для укрепления и интенсификации сотрудничества. Введение совместимых, предсказуемых правил для бизнеса будет способствовать созданию благоприятных условий для расширения торговли, инвестиций и производственной активности в общем экономическом пространстве. Формирование открытых и интегрированных рынков − это долгосрочный процесс, который охватывает три основных измерения:

* гармонизация правовых, регулятивных и экономических систем ЕС и России, технических, финансовых и корпоративных стандартов;
* либерализация торговли и инвестиций, взаимное открытие рынков и устранение барьеров на пути свободного движения товаров, услуг, капитала и рабочей силы;
* интеграция систем транспортной, энергетической, информационной и финансовой инфраструктуры ЕС с Россией.

При этом особую важность имеет создание стабильных и эффективных институтов, а также эффективной системы практического применения нормативных и регулятивных актов для успешного развития этого процесса.

С точки зрения ЕС, переход к международным стандартам финансовой отчетности и аудита, повышение прозрачности, совершенствование корпоративного управления по-прежнему являются приоритетными направлениями для тех российских компаний, которые хотят получить доступ к европейским финансовым рынкам, привлечь прямые иностранные инвестиции и установить стратегические отношения с партнерами в странах ЕС. Таким образом, оценивая текущее состояние отношений ЕС с Россией, следует отметить, что в настоящее время риски финансовых вложений в экономику России для западноевропейских инвесторов пока остаются высокими. Положение усугубляется неразвитостью российской банковской системы и финансовых рынков, сильным износом основной инфраструктуры. С учетом изложенного согласно оценкам ЕС, России необходимо:

* гармонизировать свое законодательство в финансовой сфере с европейским правом;
* перевести хозяйствующие субъекты на международную систему отчетности, что повысит уровень транспарентности их деятельности и проводимых операций;
* сделать рынки открытыми и более доступными для зарубежных финансовых институтов.

Вместе с тем, совершенно очевидно, что России необходимо определиться со стратегическим видением своего будущего в общеевропейском контексте. Без этого она не сможет сформировать сбалансированную и эффективную политику в отношении ЕС. Не вызывает сомнения полезность и необходимость сближения с ЕС для содействия экономической и социально-политической модернизации России, но нынешние системные противоречия в их отношениях слишком велики, чтобы ставить задачу перехода на более высокий интеграционный уровень взаимодействия. России необходимо тщательно изучать каждую из существующих моделей сотрудничества ЕС со своими партнерами и использовать то, что в максимальной степени отвечает ее собственным интересам.

**Заключение**

Исходя из логики диссертационного исследования, в работе обоснован ряд принципиальных положений.

В настоящее время мировая финансовая система, как модель организации мировых финансов, находится в стадии трансформации и формирования. К числу важнейших характеристик процесса ее реорганизации относится то, что она создается на основе принципа делегирования полномочий наднациональным организациям, как со стороны национальных государств, так и со стороны регулирующих институтов, обеспечивающих деятельность региональных финансовых систем. При этом

в условиях взаимозависимости национальных финансовых рынков одной из определяющих характеристик экономической системы становится не способность избежать кризиса, а возможность его выдержать. Соответственно, процесс реформирования экономической системы должен быть ориентирован, прежде всего, на институциональную трансформацию. С учетом этого положения в диссертации обосновывается вывод, что современная институциональная структура финансовой системы должна включать межгосударственные и государственные институты (центральные банки, международные финансово-кредитные организации, различные фонды), негосударственные финансово-кредитные учреждения, компании со смешанным участием, а также ряд кодексов поведения и стандартов регулирования.

В рамках приведенной в диссертационном исследовании дискуссии введено понятие «региональная финансовая система» применительно не к субфедеральному, а к наднациональному уровню, охватывающему определенную тесно интегрированную группу стран на общем для них экономическом и социальном пространстве. В данном контексте понятие «региональная финансовая система» определено как совокупность рынков и институтов денежно-кредитной и бюджетно-налоговой политики, которые обеспечивают функционирование финансовых активов, что предполагает проведение структурной, антиинфляционной, социальной, конъюнктурной политики и политики в области валютного регулирования. Являясь частью мировых финансов, региональная финансовая система в то же время находится в тесном взаимодействии и взаимосвязи с различными национальными финансовыми системами, как внешними, так и внутренними по отношению к ней.

Исходя из этого в работе обоснованно важное положение, что посредством использования набора инструментов кредитно-денежной политики национальные органы власти совместно с наднациональными регуляторами должны стремиться к достижению макроэкономического равновесия в краткосрочном или, по крайней мере, в среднесрочном периоде. Вместе с тем, в перечень их задач должно входить оказание непосредственного воздействия на уровень и динамику инфляции, стимулирование инвестиционной активности, максимальная помощь экономическому росту, регулирование денежного обращения, снабжение хозяйства кредитными ресурсами, а также обеспечение стабильности валюты и банковского обслуживания платежного оборота. На основании проведенного в работе исследования делается вывод, что региональная финансовая система представляет собой необходимое средство для осуществления экономической политики, направленной на создание и совершенствование наднационального инструментария урегулирования противоречий между национальными интересами и интересами общего экономического пространства стран, входящих в региональную финансовую систему.

В первой главе диссертационного исследования обосновывается важное положение, что в процессе формирования в ЕС региональной финансовой системы можно условно выделить четыре этапа. На первом этапе, начиная с1947 г., 17 западноевропейских стран образовали зону свободной торговли и подписали соглашение о Европейском платежном союзе, без чего либерализация торговли была бы не эффективна. В этот период впервые в современной европейской истории был сформирован и эффективно задействован наднациональный механизм принятия решений, который применялся в вопросах управления финансами, инвестициями, ценами, производством, условиями конкуренции, заработной платой, торговой политикой и транспортом. Началом второго этапа формирования в ЕС региональной финансовой системы условно можно считать 1957 г., когда в Риме был подписан договор об образовании Европейского экономического сообщества (ЕЭС), который представлял собой поэтапную программу экономической и валютной интеграции. Первым важным шагом к валютной интеграции являлось создание таможенного союза, что предполагало согласование конъюнктурной политики, поддержание устойчивости платежных балансов и координацию валютной политики. Кроме того, у стран-участниц появились элементы общности в проведении кредитно-денежной и бюджетно-налоговой политики.

Началом третьего этапаможно считать 1989 г., когда специальная комиссия Европейского совета подготовила проект создания Экономического и валютного союза (ЭВС), подписанного в 1992 г. в голландском городе Маастрихте. Именно на данном этапе произошло создание еврозоны и переход большинства стран − членов ЕС на единую валюту евро. Страны ЕС, вошедшие в еврозону, должны проводить общую денежно-кредитноую политику и согласованную бюджетно-налоговую политику. Страны ЕС, которые не перешли на евро, должны согласовывать с ЕЦБ кредитно-денежную политику, но сохраняют формальное право на независимую бюджетно-налоговую политику.

Подписание Лиссабонского договора определено как начало четвертого этапа формирования европейской региональной финансовой системы. В рамках данного соглашения в процессе распределения полномочийк компетенции наднациональных институтов отнесены вопросы функционирования таможенного союза, внутреннего рынка, монетарной политики государств, официальной валютой которых является евро, общей коммерческой политики и в ряде случаев заключения международных договоров. В концептуальном плане такой порядок распределения полномочий предполагает для стран − участниц ЕС проведение общей денежно-кредитной и согласованной бюджетно-налоговой политики, и также структурной, антиинфляционной, социальной, конъюнктурной и валютной политик. При этом особо подчеркивается, что в условиях отказа от идеи унифицированного подхода к членству в ЕС страны − члены ЕС (национальные государства) будут согласовывать и выбирать статус и формат своего участия в ЕС.

Оценивая процесс формирования в ЕС региональной финансовой системы, в первой главе диссертационного исследования отмечается, что именно валютная интеграция являлась необходимым условием и важнейшим фактором формирования в ЕС региональной финансовой системы. При этом создание Экономического и валютного союза (ЭВС) и введение единой валюты евро имеют обоснование, с точки зрения концепции оптимального валютного пространства, основоположником которой был известный канадский экономист, лауреат Нобелевской премии 1999 г. Роберт Манделл.

Кроме того в рамках проведенного исследования обосновано, что наличие значительных различий между странами и отдельными регионами ЕС (обусловленных объективным процессом исторического развития, конкретными социально-политическими, ментальными, психологическими и культурными особенностями), предопределяет реализацию двухуровневой модели европейской интеграции. Отдельные страны − члены ЕС предпочли не входить в еврозону. Данная двухуровневая система в значительно мере отражает предельно гибкий подход к процессу европейской интеграции, принятый в рамках ЕС, который ориентирован на то, чтобы в максимальной степени учитывать специфические особенности, ценности и социально-экономические приоритеты развития отдельных стран. В работе подчеркнуто, что одной из важнейших составляющих идеологии реализации европейского интеграционного проекта является поиск оптимальных компромиссов, взаимных уступок и достижение договоренностей с предельно широким консенсусом.

В контексте проведенного исследования в диссертационной работе указано, что в ЕС региональная финансовая система в процессе своего создания обрела достаточно четкую организационную форму и институциональную структуру, строго закрепленную официальными межгосударственными договорами и юридическими соглашениями, а финансовые отношения осуществляются в соответствии с выработанными принципами, целями и задачами. Данная система включает органы управления, регламентирующие конкретный порядок формирования финансовых ресурсов, их распределение, перераспределение и использование. У региональной финансовой системы ЕС есть своя модель, регламент, принципы и инструменты управления, бюджет, внебюджетные фонды, собственные источники их формирования и установленные правила расходования, а движение финансовых потоков в рамках европейского экономического пространства обеспечивается интенсивно функционирующей системой рынков и развитой инфраструктурой, использующей передовые технологии и инновации. При этом механизмы регулирования и проведения экономической политики в странах ЕС, вошедших в еврозону, и в тех государствах, которые не вошли в еврозону, определенным образом отличаются. В частности, были созданы две структуры, задача которых регулировать денежно-кредитные операции как в еврозоне, так и в рамках всего ЕС – соответственно, Евросистема (Eurosystem) и Европейская Система Центральных Банков (European System of Central Banks).

На основании проведенного исследования во второй главе диссертационной работы сделан вывод о том, что за последние десятилетия в ЕС сложились определенные наднациональные институты регулирования процесса формирования региональной финансовой системы. К числу основных внутренних наднациональных институтов ЕС, которые регулируют формирование региональной финансовой системы, в работе отнесены Европейский Центральный Банк (ЕЦБ), Евросистема, Европейская служба Банковского надзора, Базельский Комитет при Банке международных расчетов, Принципы Корпоративного управления ОЭСР, Европейский Банковский Союз.

Оценивая деятельность этих институтов, в работе отмечается, что ЕЦБ не только осуществляет мониторинг и анализ экономической ситуации по трем основным уровням − еврозона, ЕС и остальной мир, но и разрабатывает и реализует денежно-кредитную политику. В рамках которой проводимая ЕЦБ оценка перспектив ценовой динамики дополняется информацией о движении денежной массы и другими характеристиками экономического развития. Также одним из приоритетов в деятельности ЕЦБ является обеспечение бесперебойного функционирования платежных и расчетных систем. Для этого он проводит валютные операции в отношении третьих стран, хранит и управляет международными ликвидными резервами государств еврозоны.

Рассматривая во второй главе диссертационной работы вопросы, связанные с функционированием Евросистемы, следует подчеркнуть, что большое значение при формировании европейской региональной финансовой системы имеют надзорные органы. В частности, необходимость надзора со стороны Евросистемы на рынке платежных и расчетно-клиринговых систем продиктована рядом причин, обусловленных той важной ролью, которую играет платежная и расчетная инфраструктура в современной экономике. Устойчивое и надежное функционирование этих систем оказывает существенное влияние как на способность всей Евросистемы проводить эффективную денежно-кредитную политику, так и на возможность обеспечивать финансовую стабильность в еврозоне. Вместе с тем, как особо отмечается в диссертации, внутри самой Евросистемы применяется принцип разделения операционной и надзорной функций, поэтому задачей надзора занимается самостоятельное подразделение. Тот же принцип действует и в национальных центральных банках стран еврозоны. Такой подход позволяет избежать потенциального конфликта интересов, который может быть вызван тем, что центральный банк выполняет одновременно функции оператора и надзорного органа.

Во второй главе также обосновывается значимый вывод, что исчезновение «рисков, существовавших в связи с функционированием ограниченных национальных валютных и кредитных рынков, а также ускорение оборота капитала и платежей, снижение операционных расходов предприятий, создание единой кредитно-денежной системы явились факторами формирования в ЕС общего высоколиквидного фондового рынка»[[256]](#footnote-256).

В настоящее время происходит дальнейшее повышение ликвидности и правовой гарантированности фондовых рынков ЕС. Национальные законодательства европейских стран совершенствуются в соответствии с согласованными совместными действиями. Поскольку стабильность и устойчивость дальнейшего развития фондовых рынков ЕС не в последнюю очередь зависит от порядка регулирования этих рынков, конечный результат зависит от того, насколько успешно будет происходить унификация регулирующих положений национальных законодательств, различных правил и предписаний, действующих в странах ЕС.

Вместе с тем, в диссертации особо подчеркивается, что на рынке еврооблигаций острой и актуальной проблемой является соблюдение баланса в заимствованиях между эмиссией государственных облигаций и показателями реального экономического роста в странах ЕС. В случае нарушения равновесия возникает угроза повышения нагрузки на бюджеты разных уровней, что может привести к бюджетному дефициту и нехватке средств на выполнение государственных обязательств. В связи с этим делается принципиально важный вывод, что реализация идеи о введении в ЕС единых еврооблигаций (общих долговых инструментов) в настоящее время представляется маловероятной. Это обусловлено тем, что данный проект не будет стимулировать «правительства проблемных стран сокращать дефицит бюджета и следовать финансовой дисциплине, так как их долги тогда станут частью долга всего ЕС»[[257]](#footnote-257).

В диссертационном исследовании обосновано положение, что в последнее время значение рыночной инфраструктуры для осуществления платежей и торговли финансовыми инструментами в ЕС существенно возросло. Это происходит благодаря небывалому росту объемов финансовых трансакций, а также большому количеству инноваций и усовершенствований в области информационно-коммуникационных технологий. Соответственно, на современном этапе формирования в ЕС региональной финансовой системы платежные и расчетно-клиринговые системы являются одним из самых динамично развивающихся компонентов.

«Платежи в ЕС осуществляются с помощью двух общеевропейских систем расчетов: ТАRGЕТ (Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system), на смену которой затем пришла система второго поколения TARGET2, а также EURO1 (система Европейской банковской ассоциации). Разработка проекта TARGET осуществлялась с целью решения трех основных задач. Во-первых, новая система должна была ускорить интеграцию денежного рынка еврозоны, облегчив ЕЦБ проведение единой кредитно-денежной политики. Во-вторых, она должна была создать безопасный и надежный механизм для расчетов в деньгах центрального банка на основе системы валовых расчетов в режиме реального времени (RTGS). В-третьих, ставилась задача повысить эффективность платежей в евро.

В работе подчеркивается, что временные рамки для реализации проекта были довольно жесткими: организация единого валютного рынка требовала скорейшего решения всех трех задач, поэтому создать с нуля полноценную систему RTGS общеевропейского охвата не представлялось возможным. В связи с этим в своем первоначальном виде система TARGET имела децентрализованную структуру и базировалась на уже существующих платформах. Фактически она представляла собой «систему систем», объединившую национальные системы RTGS. В итоге TARGET полностью выполнила первоначально стоявшие перед ней задачи. Она стала основной платформой для обработки крупных платежей, тем самым существенно снизив системные риски. Кроме того, доступность услуг системы на всей территории еврозоны способствовала укреплению единого денежного рынка и увеличила эффективность трансграничных платежей.

Другим важным аспектом при реализации инфраструктурных проектов в процессе формирования в ЕС региональной финансовой системы является консолидация «трейдинговых и расчетно-клиринговых инфраструктур, которые проходят в двух основных формах: горизонтальной и вертикальной консолидации. В диссертации отмечается, что на фондовом рынке горизонтальная консолидация осуществляется путем слияний и поглощений между местными фондовыми биржами, это зачастую сопровождается акционированием и листингом самих бирж. В рамках вертикальной консолидации фондовые рынки объединяют как трейдинговые, так и посттрейдинговые операции, что дает биржам возможность укрепить контроль над всей торговой цепочкой и снизить операционные издержки. При этом консолидация инфраструктуры осуществляется на трех уровнях: национальном, европейском и трансатлантическом»[[258]](#footnote-258).

В третьей главе диссертационного исследования рассматриваются вопросы гармонизация бюджетно-налоговой системы и условий функционирования фондового рынка. Отмечается, что в ЕС уже накоплен определенный опыт гармонизации законодательства в данной сфере. В, частности, в ЕС активно используются рамочные, модельные законы и иные механизмы, влияющие на состав и содержание правовых актов заинтересованных сторон. Однако процесс унификации законодательства практически во всех странах приводит к внутренним противоречиям. Это объясняется тем, что государства − члены ЕС в течение длительного времени имели разные модели своих национальных экономик и использовали различные подходы к решению социальных проблем.

На основании проведенного исследования в диссертации обосновывается вывод, что в странах ЕС функционируют достаточно разнообразные системы налоговых поступлений, что является серьезным препятствием на пути консолидации европейского экономического пространства. В зависимости от конкретной страны система может быть двух- или трехуровневой, с большим или меньшим акцентом на деятельность региональных и местных властей, большими или меньшими социальными обязательствами государства, различными вариациями прямых и косвенных налогов. В работе подчеркивается, что, хотя структура бюджетных расходов в государствах ЕС во многом схожа, есть существенные различия по странам в системе и объемах социальных расходов, которые занимают самую большую долю расходов во всех государствах ЕС. С учетом этого обосновывается вывод, что в рамках формирования общего социально-экономического пространства ЕС требуется унификация бюджетных расходов, устранение или сглаживание имеющихся диспропорций. При этом стремление государств не допустить понижения уровня жизни населения и выполнять взятые на себя социальные обязательства в условиях ограниченности имеющихся для этого ресурсов ведет к росту расходов на обслуживание государственного долга.

Из представленных в работе статистических данных следует, что наиболее высокий показатель соотношения между государственным долгом и ВВП наблюдался в Греции, которая является одной из самых проблемных стран еврозоны. При этом лишь несколько стран еврозоны соблюдают Маастрихтские параметры в отношении государственного долга, а большинство государств еврозоны их превышают.

В диссертации подчеркивается, что Маастрихтский и Лиссабонский договоры «не предусматривали учреждение единого центрального органа экономического союза. Отсутствие экономического аналога ЕЦБ (который осуществляет политику в кредитно-денежной сфере) привело к тому, что между странами − членами ЕС установилась диспропорция в уровнях институционального развития. В то время как в странах − участницах еврозоны ЕЦБ имеет исключительные полномочия на определение и проведение денежно-кредитной политики, а также санкционирование эмиссии единой валюты, страны − члены ЕС, не вошедшие в еврозону, ограничивают свою деятельность общей координацией бюджетно-налоговой политики. Сложность решения данной проблемы заключается в том, что учреждение центрального экономического органа будет означать подчинение ему бюджетно-налоговых политик стран ЕС, в результате чего в его ведении окажутся государственные доходы, а также ассигнования на содержание и развитие всех сфер деятельности государств, включая национальную оборону, энергетику и инфраструктуру. В таких условиях государства будут вынуждены отказаться от части своего суверенитета»[[259]](#footnote-259).

С учетом этого в диссертационном исследовании раскрывается положение, что для максимальной прозрачности и улучшения качества информации, касающейся финансовой деятельности участников рынка, а также для обеспечения единства практики пруденциального надзора в ЕС необходимо добиваться расширения полномочий наднациональных надзорных органов. Единый надзор будет осуществляться с привлечением местных контролирующих органов стран − участниц ЕС. Поэтому разрабатывается положение о совместной работе ЕЦБ и национальных надзорных органов, которое определит процедурные и юридические аспекты взаимодействия и соответствующие параметры ответственности сторон. Кроме того, ЕЦБ планирует рассмотреть вопрос о кооперации с компетентными органами стран, не входящих в ЕС.

В четвертой главе диссертационного исследования обоснованы положения и ряд выводов о том, что в настоящее время дальнейшее развитие международных финансовых институтов предполагает, с одной стороны, активную трансформацию организаций, созданных в период доминирования Бреттон-Вудской модели (МВФ, ВБ, ОЭСР и т.д.), а с другой стороны, поиск новых решений. В результате МВФ, ВБ и другие подобные организации приобретают дополнительные возможности для того, чтобы и в дальнейшем играть в мировой экономике наиболее важную роль, оказывая, в том числе, заметное влияние на регулирование и поддержание устойчивости формируемой в ЕС региональной финансовой системы.

В диссертации подчеркнуто, что все международные финансовые институты в большей или меньшей степени взаимодействуют между собой, а также с наднациональными организациями региональной финансовой системы ЕС. Их работа по регулированию региональной финансовой системы ЕС осуществляется посредством тесного сотрудничества, обладающего очевидными синергетическими эффектами. Поэтому делается вывод, что максимально возможное совершенствование механизмов реализации данного сотрудничества и его продуктивность относятся к числу важнейших факторов, оказывающих влияние на процесс регулирования и поддержания устойчивости региональной финансовой системы ЕС.

Вместе с тем, в работе отмечается, что по мере усиления экономического влияния ЕС мировые финансы во все большей степени зависят от деятельности институтов европейской региональной финансовой системы (прежде всего, ЕЦБ и Еврокомиссии). Европейские представители в международных финансовых институтах вносят заметный вклад в разработку различных проектов, подготовку аналитических и статистических материалов, профессиональных рекомендаций и конструктивных предложений. Кроме того, они оказывают существенное влияние на принятие соответствующими международными финансовыми институтами ключевых решений.

При рассмотрении вопроса о роли международных финансовых институтов в регулировании региональной финансовой системы ЕС в работе указывается на возрастающее влияние Германии, экономика которой очень сильно зависит не только от торгово-экономических отношений с партнерами по ЕС, но и от США. Между Германией и США существуют тесные экономические и политические связи, которые значительным образом влияют на европейско-американские отношения и развитие региональной финансовой системы ЕС.

На основании проведенного исследования в диссертации делается вывод, что в настоящее время основным международным финансовым институтом, отвечающим за регулирование, формирующейся в ЕС региональной финансовой системы, является G20. Значительную роль также играет тесно связанный с ней Совет по финансовой стабильности. Они совместно с другими международными финансовыми институтами способствуют повышению транспарентности и контролируемости финансовых рынков, в том числе, посредством модернизации международной финансовой инфраструктуры, преодоления возникающих в мировой экономике дисбалансов, внедрения новых стандартов финансовой деятельности.

Особенно важно, что международные финансовые институты, с одной стороны, оказывают влияние на регулирование денежно-кредитной политики ЕС (в частности, через ЕЦБ, Еврокомиссию и другие институты), а, с другой стороны, воздействуют на регулирование бюджетно-налоговой политики в отдельных странах ЕС. Поэтому возникновение очевидных противоречий между объективными интересами отдельных стран − членов ЕС и общими приоритетами в деятельности международных финансовых институтов предполагает гармонизацию условий их урегулирования. Купирование соответствующих рисков представляется наиболее значимым направлением дальнейшего сотрудничества международных финансовых институтов, наднациональных европейских организаций и официальных представителей отдельных, наиболее влиятельных государств ЕС. При этом, как показано в работе, для макропруденциального регулирования большое значение имеет осуществляемая Советом по финансовой стабильности совместно с МВФ разработка системы раннего оповещения о потенциальных угрозах.

При рассмотрении в четвертой главе диссертационной работы двусторонних отношений между ЕС и США, а также между ЕС и Россией особо подчеркнуто, что взаимодействие с финансовой системой США является одним из важнейших факторов, существенно влияющих на формирование и функционирование в ЕС региональной финансовой системы. К приоритетным задачам взаимодействия ЕС и США в финансовой сфере относятся стимулирование роста объема взаимных инвестиций, укрепление доверия и заинтересованности инвесторов, активное развитие международных финансовых институтов.

В исследовании отмечается, что взаимодействие европейской и американской финансовых систем имеет взаимовыгодный интерес, но оно, не лишено серьезных противоречий. Эти противоречия связаны с выработкой взаимоприемлемых правил и норм, включая гармонизацию законодательных и пруденциальных требований к европейским и американским банкам и другим финансовым организациям, осуществляющим свою деятельность в других юрисдикциях. Разно скоростное движение в данном направлении предполагает, что, во-первых, в рамках реализации режима «замещающего соответствия» в вопросах регулирования финансовой деятельности необходимо, повысить эффективность принимаемых на уровне национальных государств соответствующих решений. Во-вторых, принимаемые международные правовые акты должны быть согласованны с интересами национальных государств. В-третьих, требуется достижение полного отказа от «практики исключений» в отношении отдельных субъектов (агентов) из общих действующих (на данный момент) международных норм и правил регулирования в сфере финансовой деятельности.

Особое место в проведенном исследовании занимает вопрос о взаимоотношениях ЕС и России. В работе сделан вывод, что поскольку товарооборот между ЕС и Россией имеет ярко выраженный асимметричный характер, для ЕС ведущую роль приобретает развитие взаимовыгодного сотрудничества с Россией в финансовой и банковской сферах. Это связано с тем, что изучение и использование Россией передового европейского опыта способствует модернизации российской финансовой системы и позволяет использовать значительные финансовые ресурсы ЕС для привлечения инвестиций (в форме долгового и акционерного капитала) в российскую экономику.

С точки зрения ЕС, переход к международным стандартам финансовой отчетности и аудита, повышение прозрачности, совершенствование корпоративного управления по-прежнему являются приоритетными направлениями для тех российских компаний, которые хотят получить доступ к европейским финансовым рынкам, привлечь прямые иностранные инвестиции и установить стратегические отношения с партнерами в странах ЕС. Таким образом, оценивая текущее состояние отношений ЕС с Россией, в диссертации подчеркивается, что в настоящее время риски финансовых вложений в экономику России для западноевропейских инвесторов пока остаются высокими. Положение усугубляется неразвитостью российской банковской системы и финансовых рынков, сильным износом основной инфраструктуры. Кроме того, делается вывод, что России необходимо более тщательно изучать каждую из существующих моделей сотрудничества ЕС со своими партнерами и использовать только те параметры и аспекты, которые в максимальной степени отвечают ее собственным интересам.

**Библиография**

1. Абалкин Л.И. Россия: поиск самоопределения. − М.: Наука, 2002.
2. Авдокушин Е.Ф. Международные финансовые отношения. – М: Издательско-торговая корпорация «Дашков и Ко», 2012.
3. Авдокушин Е.Ф. Новой экономике – новую финансовую систему// Вопросы новой экономики. − 2012. − № 1.
4. Автономов В., Ананьин О., Макашева Н. История экономических учений. − М.: ИНФРА-М, 2009.
5. Автономов В.С. Абстракция – мать порядка? // Вопросы экономики. – 2013. − № 4.
6. Алексашенко С. Кризис-2008: пора ставить диагноз // Вопросы экономики. – 2008. − № 11.
7. Алексашенко С.В. Битва за рубль. − М.: Дело, 2009.
8. Алексеева Е.В., Мурадова С.Ш. Рынок ценных бумаг. − М.: Феникс, 2009.
9. Афанасьев М.П. Основы бюджетной системы. − М.: Издательский дом ГУ ВШЭ, 2009.
10. Афонцев С., Ли С.Д. Российский крупный бизнес в условиях глобального кризиса // Вопросы экономики. – 2013. − № 5.
11. Ахинов Г.А., Жильцов Е.Н. Экономика общественного сектора: Учеб. пособие. – М.: ИНФРА-М, 2008.
12. Балабанов И.Т., Балабанов А.И. Внешнеэкономические связи. − М.: Финансы и статистика, 2000.
13. Балабанов А.И. Финансы. − СПб.: Питер, 2000.
14. Белов В.Б. Макроэкономическое регулирование в Европе//Европа вчера, сегодня, завтра. – М.: Экономика, 2002.
15. Бернстайн П. Фундаментальные идеи финансового мира. Эволюция. − М.: Альпина Бизнес Букс, 2009.
16. Блехмантович М. Успех на бирже. − Спб.: Питер, 2001.
17. Бревдо Т.В., Волков Г.Ю., Миронова О.А. Глобализация мировой экономики. − М.: Феникс, 2008.
18. Богомолов О.Т. Мировая экономика в век глобализации: Учебник. − М.: Экономика, 2007.
19. Боди З., Мертон Р. Финансы. − М.: Вильямс, 2007.
20. Буклемишев О.В. Рынок еврооблигаций. − М.: Дело, 1999.
21. Булатов А.С., Ливенцев Н.Н. Мировая экономика и международные экономические отношения. − М.: Магистр, 2008.
22. Буторина О.В. Экономический и валютный союз – новая ступень интеграции. Европейский Союз на пороге ХХI века. − М.: УРСС, 2001.
23. Буторина О.В. Международные валюты: интеграция и конкуренция. − М.: Деловая литература, 2003.
24. Вайн С. Глобальный финансовый кризис: механизмы развития и стратегии выживания. − М.: Альпина Бизнес Букс, 2009.
25. Васильева М.В., Малий Н.А., Перекрестова Л.В. Финансовая политика. − М.: Феникс, 2008.
26. Веблен Т. Теория делового предприятия. − М.: Дело, 2007.
27. Верников А.В. Национальные чемпионы в структуре российского рынка банковских услуг // Вопросы экономики. – 2013. − № 3.
28. Винокуров Е.Ю., Либман А.М. Две евразийские интеграции // Вопросы экономики. − 2013. − № 2.
29. Власов С.А., Дерюгина Е.Б., Власова Ю.А. Исследование устойчивости государственных финансов России в краткосрочном и долгосрочном периодах // Вопросы экономики. – 2013. − № 3.
30. Глазьев С.Ю. Либеральные реформы в России: правда и вымысел. − М.: ГУ ВШЭ, 2006.
31. Глазьев С.Ю. Стратегия опережающего развития России в условиях глобального кризиса. – М.: Экономика, 2010.
32. Глазьев С.Ю. О целях, проблемах и мерах государственной политики развития и интеграции. Научный доклад в Российской академии наук. 2013 (www.glazev.ru/econom\_polit/305).
33. Глобализация мирового хозяйства и национальные интересы России / Под ред. В.П. Колесова, М.Н. Осьмовой. – М.: ТЕИС, 2002.
34. Глущенко В.В. Риски инновационной и инвестиционной деятельности в условиях глобализации. −М.: Крылья, 2006.
35. Глухарев Л.И. Западноевропейская интеграция и международные монополии. − М.: Международные отношения, 1978.
36. Гоголева Т.Н., Ключищева В.Г., Хаустов Ю.И. Международная экономика. − М.: КноРус, 2008.
37. Гордеев В.В. Мировая экономика и проблемы глобализации. − М.: Высшая школа, 2008.
38. Гордон Р. Дж. Закончен ли экономический рост? Шесть препятствий для инновационного развития // Вопросы экономики. – 2013. − № 4.
39. Горюнов Е. Трунин П. Банк России на перепутье: нужно ли смягчать денежно-кредитную политику? // Вопросы экономики. – 2013. − № 6.
40. Греф Г., Юдаева К. Российская банковская система в условиях глобального кризиса // Вопросы экономики. – 2009. − № 7.
41. Григорьев Л., Салихов М. Финансовый кризис-2008: вхождение в мировую рецессию // Вопросы экономики. – 2008. − № 12.
42. Гринберг Р.С. Время против нас // Прямые инвестиции. – 2009. − № 7.
43. Гринберг Р.С., Рубинштейн А.Я. Основания смешанной экономики. Экономическая социодинамика. − М.: ИЭ РАН, 2008.
44. Гурвич Е., Прилепский И. Как обеспечить внешнюю устойчивость российской экономики // Вопросы экономики. – 2013. − № 9.
45. Гуриев С., Плеханов А., Сонин К. Экономический механизм сырьевой модели развития // Вопросы экономики. – 2010. − № 3.
46. Гэлбрейт Дж.К. Экономические теории и цели общества. − М.: Прогресс, 1979.
47. Данилов С.Ю. Конституционная экономика в зарубежных странах. − М.: Издательский дом ГУ ВШЭ, 2008.
48. Делягин М.Г. Мировой кризис: общая теория глобализации. − М.: ИНФРА-М, 2003.
49. Делягин М.Г. Основы внешней политики России. Матрица интересов. − М.: ИНФРА-М, 2007.
50. Дергачев В.А. Международные экономические отношения. − М.: ЮНИТИ, 2009.
51. Стиглиц Дж. О реформе международной валютно-финансовой системы: уроки глобального кризиса. Доклад Комиссии финансовых экспертов ООН. – М.: Международные отношения, 2010.
52. Домбровски М. Реформа международных и европейских институтов (www.uisrussia.msu.ru/docs/nov/leontief/2010/Dambrovsky.pdf).
53. Дрогобыцкий И.Н. Системный анализ в экономике. − М.: Финансы и статистика, 2009.
54. Дубинин С. Россия и Европа: Украинский перекресток // Ведомости, 6 апреля 2005, № 60.
55. Дынкин А.А. Мировая экономика: прогноз до 2020 года. − М.: Магистр, 2008.
56. Евро – дитя Манделла? Теория оптимальных валютных зон / Пер. с англ. – М.: Дело, 2002.
57. Европа вчера, сегодня, завтра. – М.: Экономика, 2002.
58. Европа: новое начало. Декларация Шумана, 1950−1990. − М.: Право, 1994.
59. Европейская интеграция, большая гуманистическая Европа и культура. − М.: УРСС, 1998.
60. Европейский обзор №32. − Брюссель, 1996, май.
61. Европейский союз на пороге XXI века: выбор стратегии развития /Под ред. Ю.А. Борко (отв. ред), О.В. Буториной. − М.: УРСС, 2001.
62. Евстигнеева Л. Евстигнеев Р. Тайна догоняющего развития // Вопросы экономики. – 2013. − № 1.
63. Ермолаев К.Н. О роли деривативов в формировании предпосылок современного кризиса // Экономика и управление. – 2009. − № 3.
64. Ефременко И.Н. Мировая финансовая архитектура в условиях глобализации: теория и методология: автореферат диссертации доктор экономических наук. – Ростов-на-Дону, 2011.
65. Ефременко И.Н., Евлахова Ю.С. Направления развития мировой архитектуры в условиях финансовой глобализации//Финансовые исследования. − 2007. − № 14.
66. Железова В.Ф. Клан 20-ти. Международные банки США. − М.: Мысль, 1981.
67. Железова В.Ф. Власть под псевдонимом. − М.: Мысль, 1988.
68. Жук И.Н., Киреева Е.Ф., Кравченко В.В. Международные финансы. – Минск: БГЭУ, 2001.
69. Замараев Б., Киюцевская А., Назарова А., Суханов Е. Замедление экономического роста в России // Вопросы экономики. − 2013. − № 8.
70. Западноевропейские модели социально-экономического развития. − М.: ИМЭМО РАН, 2000.
71. Захаров А.В. О концепции единого валютного пространства стран СНГ. − М.: Юридический Дом «Юстицинформ», 2002.
72. Зимарин К.А.Еврооблигации в процессе развития европейской интеграции // Экономические науки. − 2012. − № 91. С. 204−209. − 0,5 п.л.
73. Зимарин К.А.Особенности реализации политики бюджетных расходов в Европейском союзе // Экономические науки. − 2012. − № 92. С. 11−15. − 0,5 п.л.
74. Зимарин К.А.Основные направления развития европейских фондовых рынков // Вопросы экономики и права. − 2012. − № 49. С. 180−185. − 0,5 п.л.
75. Зимарин К.А.Государственный долг в странах Европейского союза // Вопросы экономики и права. − 2012. − № 50. С. 207−211. − 0,5 п.л.
76. Зимарин К.А.Европейский Союз: меры борьбы с последствиями мирового финансового кризиса // Проблемы теории и практики управления. − 2012. − №№ 11,12. С. 46−52. − 0,5 п.л.
77. Зимарин К.А.Европейский Союз: формирование единой финансовой системы // Проблемы теории и практики управления. − 2013. − № 1. С. 65−70. − 0,5 п.л.
78. Зимарин К.А. Инфраструктура европейского фондового рынка: направления развития // Проблемы теории и практики управления. − 2013. − № 2. С. 49−55. − 0,5 п.л.
79. Зимарин К.А.Формирование финансовой системы на базе единой региональной валюты // Проблемы теории и практики управления. − 2013. − № 11. С. 53−57. − 0,5 п.л.
80. Зимарин К.А. Вопросы формирования в Европейском союзе единого социального пространства // Социальная политика и социальное партнерство. − 2012. − № 9. С. 17−21. − 0,5 п.л.
81. Зимарин К.А. Основы реализации социальной политики в Европейском союзе // Социальная политика и социальное партнерство. − 2013. − № 1. С. 15−20. − 0,5 п.л.
82. Зимарин К.А. Основные направления взаимодействия финансовых систем России и Европейского Союза // Горизонты экономики. − 2012. − № 3. С. 40−44. − 0,5 п.л.
83. Зимарин К.А. Ключевые аспекты становления европейской финансовой системы // Горизонты экономики. − 2012. − № 4. С. 41−44. − 0,5 п.л.
84. Зимарин К.А. Европейский опыт формирования региональной финансовой системы // Горизонты экономики. − 2013. − № 6. С. 69−71. − 0,3 п.л.
85. Зимарин К.А. Основные направления деятельности европейского центрального банка и развитие платежно-расчетных систем в Еврозоне // Сегодня и завтра Российской экономики. − 2012. − № 55. С. 81−86. − 0,5 п.л.
86. Зимарин К.А. Бюджетные расходы в условиях кризиса: тенденции и риски // Сегодня и завтра российской экономики. − 2013. − №№ 59, 60. С. 82−85. − 0,3 п.л.
87. Зимарин К.А. Формирование европейской финансовой системы: вопросы теории и практики. − М.: Экономика, 2012. − 14,5 п.л.
88. Зимарин К.А. Европейская финансовая система: история создания и тенденции развития. − М.: МАКС Пресс, 2012. −10 п.л.
89. Зимарин К.А. Испания: стратегия интеграции предприятий в западноевропейскую экономику. −М.: Экономистъ, 2006. − 13 п.л.
90. Зимарин К.А. Формирование регионально-континентальной финансовой системы на базе единой региональной валюты – евро. − М.: Магистр, 2008. − 16 п.л.
91. Зимарин К.А., Закирова Ю.А. Бюджетная политика и особенности бюджетного процесса в Российской Федерации // Вестник УГАЭС. − 2014. − № 2 (8), июнь. С. 7−11. − 0,3 п.л.
92. Зимарин К.А.Концепция формирования единой финансовой системы в ЕС // Общественный сектор в экономике России: теория и практика реформ. / Конференция, Москва, МГУ им. М.В. Ломоносова, Экономический факультет, 26 ноября 2008 г. Доклады и выступления. − М.: МАКС Пресс, 2008. С. 59−68. − 0,5 п.л.
93. Зимарин К. Концептуальные основы создания единой финансовой системы в Европейском Союзе // Экономические науки. − 2008. − № 41. С. 397−400. − 0,4 п.л.
94. Зимарин К.А. Экономическая теория. Противоречия финансовой системы Европейского союза // Философия хозяйства. Альманах Центра общественных наук и экономического факультета МГУ им. М.В. Ломоносова. − 2005. − № 6. С. 145−155. − 0,4 п.л.
95. Зимарин К.А. Алгоритмы современной экономики. Моральная составляющая ведения бизнеса в аспекте финансового инжиниринга // Философия хозяйства. Альманах Центра общественных наук и экономического факультета МГУ им. М.В. Ломоносова. − 2004. − № 2. С. 179−183. − 0,3 п.л.
96. Зимарин К.А.Бюджетные расходы в условиях кризиса: тенденции и риски // Вестник УГАЭС. − 2013. − № 5. С. 6−12. − 0,3 п.л.
97. Зимарин К.А. Нравственные факторы финансового бизнеса // Экономическая теория в XXI веке. Глобальное и национальное в экономике. Т. 1 / Под ред. Ю.М. Осипова, В.В. Чекмарева, Е.С. Зотовой. − М.: Экономистъ, 2004. С. 363−366. − 0,3 п.л.
98. Зимарин К.А. Современные тенденции на рынке единой европейской валюты // Философия хозяйства. Альманах Центра общественных наук и экономического факультета МГУ им. М.В. Ломоносова. − 2000. − № 6. С. 321−325. − 0,4 п.л.
99. Зимарин К.А. Перспективы единой европейской валюты в свете событий 11 сентября в Нью-Йорке // Философия хозяйства. Альманах Центра общественных наук и экономического факультета МГУ им. М.В. Ломоносова. − 2001. − № 6. С. 279−282. − 0,4 п.л.
100. Зимарин К.А. Противоречия финансовой системы Европейского Союза // Философия хозяйства. Альманах Центра общественных наук и экономического факультета МГУ им. М.В. Ломоносова. − 2005. − № 6. С. 146−155. − 0,4 п.л.
101. Зимарин К.А. Основные этапы экономической интеграции в ЕС и их особенности // Философия хозяйства. Альманах Центра общественных наук и экономического факультета МГУ им. М.В. Ломоносова. − 2006. − № 1. С. 202−215. − 0,4 п.л.
102. Зимарин К.А. Ключевые тенденции становления рынка еврооблигаций // Философия хозяйства. Альманах Центра общественных наук и экономического факультета МГУ им. М.В. Ломоносова. − 2006. − № 4. С. 139−149. − 0,8 п.л.
103. Зимарин К.А. Налоговые системы стран ЕС: общее и особенное // Философия хозяйства. Альманах Центра общественных наук и экономического факультета МГУ им. М.В. Ломоносова. − 2006. − № 2. С. 168−174. − 0,5 п.л.
104. Зимарин К.А. Социальная политика в рамках ЕС: современное состояние и основные проблемы // Философия хозяйства. Альманах Центра общественных наук и экономического факультета МГУ им. М.В. Ломоносова. − 2006. − № 3. С. 174−180. − 1,2 п.л.
105. Зимарин К.А. Концептуальные основы формирования единой финансовой системы ЕС// Философия хозяйства. Альманах Центра общественных наук и экономического факультета МГУ им. М.В. Ломоносова. − 2006. − № 5. С. 111−122. − 1,5 п.л.
106. Зуев. В.Н. Глобальное экономическое регулирование. − М.: Магистр, 2009.
107. Зуев В.Н. Наднациональный механизм в теории интеграции // Мировая экономика и международные отношения. − 2011. − № 4.
108. Зуев В.Н. Антикризисная политика ЕС // Международная экономика. − 2009. – № 10.
109. Идрисов Г., Синельников-Мурылев С. Бюджетная политика и экономический рост // Вопросы экономики. – 2013. − № 8.
110. Иноземцев В. Европа: думать о себе // Россия в глобальной политике. – 2014. − № 1.
111. Иноземцев В.Л., Кузнецова Е.С. Возвращение Европы. Штрихи к портрету Старого Света в новом столетии. − М.: Интердиалект+, 2002.
112. Иноземцев В.Л. Потерянное десятилетие. – М.: Московская школа политических исследований, 2013.
113. Институт современного развития (ИНСОР). Экономический кризис в России: экспертный взгляд // Вопросы экономики. – 2009. − № 4.
114. Капелюшников Р.И. Поведенческая экономика и «новый» патернализм // Вопросы экономики. – 2013. − №10.
115. Капелюшников Р.И. Сколько стоит человеческий капитал в России? // Вопросы экономики. – 2013. − № 1.
116. Кейнс Дж.М. Избранные произведения. − М.: Экономика, 1993.
117. Киреев А. Международная экономика. Ч. 1,2. – М.: Международные отношения, 2000.
118. Клинов В.Г. Актуальные проблемы экономической политики США // Вопросы экономики. − 2013. − № 5.
119. Ковалев И.Н. История экономики и экономических учений. − М.: Феникс, 2008.
120. Колесов В.П., Кулаков М.В. Международная экономика. − М.: ИНФРА-М, 2004.
121. Кредитно-денежная политика и экономический рост Европы// Экономическое обозрение. − 2001. − № 29 (429).
122. Кругликова Т.В. Промышленная политика Франции во второй половине ХХ века. − М.: Наука, 2008.
123. Кругман П., Обстфельд М. Международная экономика: теория и политика. – М.: ЮНИТИ, 1997.
124. Кудрин А. Мировой финансовый кризис и его влияние на Россию // Вопросы экономики. – 2009. − № 1.
125. Кузык Б.Н., Кушлин В.И., Яковец Ю.В. Прогнозирование, стратегическое планирование и национальное программирование. − М.: Экономика, 2008.
126. Кузык Б.Н. Россия в цивилизационном измерении: фундаментальные основы стратегии инновационного развития. − М.: Европа, 2008.
127. Кукавка П. Региональная политика Европейского Союза. Европейская интеграция: современное состояние и перспективы. – Минск: ЕГУ, 2001.
128. Кулаков М.В. Первый кризис глобальной финансовой системы − сигнал к переменам. − М.: ТЕИС, 2011.
129. Кулакова В. Трудности финансовой реформы в США//Вопросы экономики. – 2013. − № 10.
130. Курочкин Д.Н. Евро: новая валюта для старого света. – Минск: ЕГУ, 2000.
131. Лавриненко В.Н., Путилова Л.М. Исследование социально-экономических и политических процессов. −М.: ИНФРА, 2008.
132. Львов Д. С. Свободная экономика России: взгляд в XXI век. − M.: Экономика, 2000.
133. Львов Д.С. Институциональная экономика: Учеб. пособие. − М.: ИНФРА-М, 2001.
134. Мазурова Е.К. Международные экономические организации в системе регулирования мирохозяйственных связей. − М.: Издательство МГУ, 2003.
135. Майерсон Р. Равновесие по Нэшу и история экономической науки // Вопросы экономики. – 2010. − № 6.
136. Макашева Н. Неопределенность, вероятность, этика: Дж.М. Кейнс, Л.Мизес, Ф.Найт // Вопросы экономики. – 2013. − № 10.
137. Маккиннон Р. Оптимальные валютные зоны//Евро − дитя Манделла. − М.: Дело, 2003.
138. Манделл Р. Теория оптимальных валютных зон//Евро − дитя Манделла. − М.: Дело, 2003.
139. Масгрейв Р.А., Масгрейв П.Б. Государственные финансы: теория и практика. − М.: Бюджет, 2009.
140. Мау В.А. Политические и правовые факторы экономического роста // Вопросы экономики. – 2001г. – № 11.
141. Мау В.А. Государство и экономика: опыт экономической политики. − М.: Дело, 2010.
142. Международные валютно-кредитные и финансовые отношения/Под ред. Л.Н. Красавиной. – М.: Финансы и статистика, 2005.
143. Милль Дж.С. Основы политической экономии. − М.: Прогресс, 1980.
144. Миркин Я.М. Рынок ценных бумаг России: воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития. − М.: Альпина Паблишер, 2002.
145. Мировая экономика. Экономика зарубежных стран/Под ред. В.П. Колесова, М.Н. Осьмовой. – М.: Флинта, 2000.
146. На пороге ХХ1 века. Доклад о мировом развитии 1999/2000 года. – М.: Весь мир, Всемирный банк, 2000.
147. Некипелов А.Д. Становление и функционирование экономических институтов: от «робинзонады» до рыночной экономики, основанной на индивидуальном производстве. − М.: Экономистъ, 2006.
148. Некипелов А.Д. Методологические проблемы анализа мирового социалистического хозяйства. − М.: Наука, 1979.
149. Нисневич Ю. Метод сопоставительно-институционального анализа // Мировая экономика и международные отношения. – 2011. − № 5.
150. Ореховский П.А. Третий механизм // Вопросы экономики. – 2013. − № 4.
151. Осипов Ю.М. Философия хозяйства. − М.: Издательство МГУ, 2001.
152. Осьмова М.Н. Глобализация мирового хозяйства. − М.: ИНФРА-М, 2006.
153. Осьмова М.Н. Место иностранных инвестиций в формировании рыночной экономики России: переходные процессы и экономическая теория. – М.: ТЕИС, 1998.
154. Отчет о мировом развитии.1997. Государство в меняющемся мире. Международный банк реконструкции и развития. Всемирный банк,1997.
155. Пебро М. Международные экономические, валютные и финансовые отношения. – М.: Прогресс, 1994.
156. Пигу А. Экономическая теория благосостояния. В 2 т. − М.: Прогресс, 1985.
157. Пилипенко О.И. Факторы эффективности антикризисной фискальной политики государства в условиях посткризисной динамики // Вопросы экономики и права. – 2011. − № 10.
158. Пилипенко О.И. Глобальный финансовый кризис: некоторые оценки механизмов и последствий его развития. Мировой финансовый кризис и Россия. − М.: МАКС Пресс, 2009.
159. Пищик В.Я. Евро и доллар США. – М.: Консалтбанкир, 2002.
160. Поляк Г.Б. Территориальные финансы. − М.: Вузовский учебник, 2003.
161. Попов А.И.. Экономическая теория. − СПб.: Питер, 2006.
162. Попов В.В. Глобальные дисбалансы – нетрадиционная трактовка // Вопросы экономики. – 2013. − № 1.
163. Расширение Европейского Союза и Россия /Под ред. О.В. Буториной, Ю.А. Борко. – М.: Деловая литература, 2006.
164. Региональная интеграция и Европа/ Под ред. Л.И. Глухарева. − М.: МГУ им. М.В. Ломоносова. Учебно-научный центр проблем интеграции и системного анализа ЕС. М.: Изд-во МГУ, 2001.
165. Россия 2015: оптимистический сценарий. – М.: Институт экономики РАН, 1999.
166. Рубцов Б.Б. Мировые фондовые рынки: современное состояние и закономерности развития. − М.: Финансовая академия при Правительстве Российской Федерации, 2000.
167. Семенов К.А. Международные экономические отношения. – М.: Гардарика, 2000.
168. Семенов А.М. Долгая дорога из Ганзы в Маастрихт//Евро − дитя Манделла. − М.: Дело, 2002.
169. Смыслов Д.В. Мировой фондовый рынок и интересы России. − М.: Наука, 2006.
170. Староверова Г.С., Медведев А.Ю., Сорокина И.В. Экономическая оценка инвестиций. − М.: КноРус, 2009.
171. Старостина Н. Свои за границей // Профиль. Финансы и инвестиции. – 2006. − № 20 (481) (www.profile.ru/items/?item=19061).
172. Стиглиц Дж.Ю. Экономика государственного сектора. − М.: ИНФРА-М, 1997.
173. Стрыгин А.В. История мировой экономики. − М.: КноРус, 2009.
174. Сутырин С.Ф. ВТО: механизм взаимодействия национальных экономик. Угрозы и возможности в условиях выхода на международный рынок. − М.: ЭКСМО, 2008.
175. Сутырин С.Ф. (в соавторстве). Мировая экономика и международные экономические отношени: Учеб. пособие. − М.: Эксмо, 2009.
176. Суэтин А.А. Международные валютно-финансовые отношения. − М.: КноРус, 2006.
177. Суэтин А.А. Финансовые рынки в мировой экономике. − М.: Экономистъ, 2008.
178. Тобин Д. Денежная политика и экономический рост. − М.: Либроком, 2010.
179. [Улюкаев А., Данилова Е. Российский банковский сектор в условиях нестабильности на мировом финансовом рынке: проблемы и перспективы](http://www.vopreco.ru/rus/archive.files/n3_2008.html#an1) // Вопросы экономики. −2008. − № 3.
180. Уэрта де Сото Х. В защиту евро: подход австрийской школы // Вопросы экономики. – 2012. − № 11.
181. [Фаминский И.П. Глобализация – новое качество мировой экономики. − М.: Магистр, 2009.](http://fs.nashaucheba.ru/docs/60/index-35819.html?page=2#43837)
182. Федорова Е., Лысенкова А. Как влияют инструменты денежно-кредитной политики на достижение целей ЦБ РФ ? // Вопросы экономики. – 2013. − № 9.
183. Фельдман А. Современный экономический кризис и производные финансовые инструменты // Вопросы экономики. – 2009. − № 5.
184. Финансы/Под ред. С.И. Лушина, В.А. Слепова. − М.: Изд-во Российской экон. акад., 2000.
185. Финансы/Под ред. Г.Б. Поляка. − 3-е изд., перераб. и доп. (Серия «Золотой фонд российских учебников»). – М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2011.
186. Фридман М. Если бы деньги заговорили… / Пер. с англ. – М.: Дело, 1998.
187. Фридман М. Основы монетаризма. − М.: ТЕИС, 2002.
188. Фукуяма Ф. Конец истории и последний человек. − М.: АСТ, 2010.
189. Фукуяма Ф. Великий разрыв. − М.: АСТ, 2008.
190. Ханин М.С. Международные расчеты и их формы. − М.: ТрансЛит, 2009.
191. Хансен Э. Послевоенная экономика США. − М.: Прогресс, 1966.
192. Харрис Л. Денежная теория. − М.: Прогресс,1990.
193. Харрод Р. Теория экономической динамики. − М.: Гелиос, 2011.
194. Хейфец Б. Деофшоризация экономики: мировой опыт и российская специфика // Вопросы экономики. – 2013. − № 7.
195. Хиллман А.Л. Государство и экономическая политика: возможности и ограничения управления. − М.: Издательский дом ГУ ВШЭ, 2009.
196. Худокормов А.Г. История экономических учений. − М.: ИНФРА-М, 1998.
197. Черковец О.В., Архипов Ю.А. Внешнеэкономическая деятельность российских регионов. − Ростов-на-Дону: Феникс, 2005.
198. Черковец О.В. Экономика и внешнеэкономические связи России в условиях глобализации. – М.: МАКС Пресс, 2003.
199. Черников Г.П., Черникова Д.А. Очень крупные транснациональные корпорации и современный мир. − М.: Экономика, 2008.
200. Чибриков Г.Г. Политика центральных банков в условиях экономического кризиса // Банковское дело. − 2010. − № 2.
201. Чибриков Г.Г. Роль современных международных монополий в процессе интернационализации капитала и производства. − М.: Изд-во МГУ, 1979.
202. Шемятенков В.Г. Большая Европа и западноевропейская интеграция. Европейский Союз на пороге ХХI века. − М.: УРСС, 2001.
203. Шемятенков В.Г. Европейская интеграция. − М.: Международные отношения, 2003.
204. Шемятенков В.Г. Евро: две стороны одной монеты. – М.: Экономика, 1998.
205. Шенин С.Ю. Еще раз об истоках холодной войны: бреттон-вудский аспект // США-ЭПИ. − 1988. − № 3.
206. Шишков Ю.В. Интернационализация производства – новый этап развития мировой экономики. − М.: ИМЭМО РАН, 2009 г.
207. Шишков Ю.В. Интеграция и дезинтеграция: корректировка концепции // Мировая экономика и международные отношения. – 1993. − № 10.
208. Шишков Ю.В. Интеграционные процессы на пороге ХХI века. − М.: III-е Тысячелетие, 2001.
209. Шмелев Н. Модернизация экономики: императивы государственного участия // Свободная мысль. – 2010. − № 2.
210. Шмелев Н. Авансы и долги: вчера и завтра российских экономических реформ. − М.: Международные отношения, 1996.
211. Юдаева К. Финансовая система в посткризисной экономике (http://www.sbrf.ru/common/img/uploaded/files/pdf/press\_center/review\_101012.pdf).
212. Якобсон Л.И. Государственный сектор экономики: экономическая теория и политика. − М.: ГУВШ, 2000.
213. Ясин Е., Акиндинова Н., Якобсон Л., Яковлев А. Состоится ли новая модель экономического роста в России? // Вопросы экономики. – 2013. − № 5.
214. Abraham K. Accounting for investment in formal education // Survey of Current Business. – 2010. − Vol. 87. − № 6.
215. Alexander K., Dhumale R., Eatwel J. Global governance of financial systems. – Oxford: Oxford University Press, 2006.
216. American economic review. − 1961. − № 51.
217. Asmus R. Rethinking the EU: why Washington needs to support European integration // Survival.− 2005. − Vol. 47. − № 3.
218. Atkinson A. Incomes and the welfare states / Essays on Britain and

Europe. − Cambridge: Cambridge University press,1998.

1. Bank for international settlements. Implications of repo markets for central banks. − Basle, 1999.
2. Barber T. Europe must confront crisis of legitimacy // The Financial Times, 24.04.2012.
3. Barro R. Money, expectations and the business cycle. − N.Y.: Academic Press, 1981.
4. Basel III: a global regulatory framework for more resilient banks and banking systems. – Bank for international Settlement, 2010 (http://www.bis.org/publ/bcbs189.pdf).
5. Becker J., Fuest C. EU regional policy and tax competition // European Economic Review. − 2010. − № 54 (1).
6. Blanchard Olivier A crisis in the making finance and development // A quarterly magazine of the IMF. − 2008. − Vol. 45. − № 4 (Dec.).
7. Bolt W., Schmiedel H. SEPA, efficiency and payment card competition. Working Paper Series, № 1140. ECB, Frankfurt am Main, 2009, Dec.
8. Buchanan J., Musgrave R.A. Public finance and public choice. Two contrasting visions of the state. − Massachusetts: The MIT Press Cambridge, 1998.
9. Butorina O. Principles of monetary integration and their relevance for CIS . The periphery of the euro. Monetary and exchange rate policy in CIS countries. – Ashgate: de Souza L., de Lombaerde Ph., 2006.
10. Christian M. Human capital accounting in the United States: context, measurment and application. − Wisconsin: Wisconsion Center for Educational Research, 2011.
11. Churchill W.S. The Second World War. − London: Cassel, 1965.
12. Communication on TARGET2: TARGET2 participation and pricing. ECB, Frankfurt am Main, 2006, July.
13. Cooper R. The postmodern state and the new world order. − London: The Foreign Policy Centre, 2010.
14. Correspondent central banking model (CCBM) – procedure for Eurosystem counterparties. ECB, Frankfurt am Main, 2010, Jan.
15. Credit default swaps and counterparty risk. ECB, Frankfurt am Main, 2009, Aug.
16. Deutsche Bundesbank. The market for german federal securities. 2000.
17. Eatwell J., Taylor L. Global finance at risk. The case for international regulation. − Cambridge: Cambridge University Press, 2009.
18. Technical features of outright monetary transactions. Press Release. ECB. 6.09.2012 (www.ecb.int/press/pr/date/2012/html/pr120906\_1.en.html).
19. Economic and financial committee, progress report on EU government bond instruments. Press Release. − Brussels: Council of the European Union, 2009.
20. Economides S. The Eurozone crisis is severely limiting the EU’s foreign policy capacity (www.blogs.lse.ac.uk/europpblog/2013/03/09/eurocrisis-defense-capacity).
21. Ensuring efficient, safe and sound derivatives markets. European Commission communication. European Commission, 2009, July.
22. Euro 1999. − Brussels: European Comission, 1998.
23. Eurosystem oversight policy framework. ECB, Frankfurt am Main, 2009, Feb.
24. Financial integration in Europe. ECB, Frankfurt am Main, 2010, Apr.
25. Financial Times. 2009, July, 10 (www.ft.com/cms/s/2/6ac06592-6ce0-11de-af56-00144feabdc0.html).
26. [Mehrling](https://online.rcbcy.com/exchweb/bin/redir.asp?URL=http://en.wikipedia.org/wiki/Perry_Mehrling) P. Fischer Black and the revolutionary idea of finance. –: [Wiley](https://online.rcbcy.com/exchweb/bin/redir.asp?URL=http://en.wikipedia.org/wiki/John_Wiley_%2526_Sons), 2005.
27. Black F., Scholes M., Jensen M. The capital-asset pricing model: some empirical tests. Studies in the theory of capital markets. − : Jensen, 1972.
28. Black F., Scholes M. The pricing of options and corporate liabilities // Journal of political economy. – 1973. − № 3.
29. Fisher S., Sahay R., Vegh C.A. Stabilisation and growth in transition economies: the earlier experience. IMF. Working Paper, 1996.
30. Follesdal A., Hix S. Why there is a democratic deficit in the EU: a response to Majone and Moravcsik // Journal of common market studies. − 2006. − Vol. 44. − № 3.
31. Freedman C., Kumhof M. Policies to rebalance the global economy after the financial cricis // International journal of central banking. − 2010. − № 3.
32. From Target to Target2: innovation and transformation. ECB, Frankfurt am Main, 2006, Oct.
33. Gerbert P. La construction de l'Europe. − Paris, Imprimerie nationale, 1999.
34. Global economic prospects and developing counties. 2001. World Bank. − Washington, 2000.
35. Gupta S. The political economy of globalization. − Norwell, Mass: Kluver Academic Publishers, 1997.
36. Hall P.A., Thelen K. Institutional change in varieties of capitalism // Socio-Economic Review. − 2009. − № 7.
37. Hansson A. Peaking of fiscal sizes of government / A. Hasson, Ch. Stuart // European journal of political economy. − 2003. − Vol. 19. − Iss. 4 (Nov.).
38. Ryder N. How will Basel III affect our banks? Nabprivatewealth, 2010 (http://privatewealth.nab.com.au/nabprivate/insighs/people/nick\_ryder/how\_will\_basel\_iii\_affect\_our\_banks.html).
39. International capital market. Development, prospects and policy issues. – Washington: IMF, 1995.
40. ISDA margin survey 2010. Preliminary Results, International Swaps and Derivatives Association, 2010, Apr.
41. Kenen P.B. The international economy. − Cambridge: Cambridge University Press, 2009.
42. La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R.W. Investor protection and corporate governance // Journal of financial economics. − 2000. − № 23.
43. Laeven L., Valencia F. Resolution of banking crises: the good, the bad and the ugly. IMF Working Papers, № 146. Washington, 2009.
44. Lane J., Ersson S. Government and the economy: a global perspective. − London: Continuum, 2009.
45. Liu G. Measuring the stock of human capital for comparative analysis: an application of the lifetime incom approach to selected countries // OECD Statistic Working Papers, № 6. 2011.
46. Mathews J. Catch-up strategies and the latecomer effect in industrial development // New political economy. – 2006. − Vol. 11. − № 3.
47. Mc. Namara R.S. Address to the board of governors. − Copenhagen, 1970, Sept., 21.
48. Merkel: Wir sind Teil einereuropäischen Innenpolitik (<http://www.euractiv.de/europa-2020-und-reformen/artikel/merkel-wir-sind-teil-einer-europaischen-innenpolitik-005617>).
49. Micossi S. The Eurozone crisis and EU institutional change: a new CEPR policy insight (http://www.voxeu.org/article/eurozone-crisis-and-eu-institutional-change-new-cepr-policy-insight).
50. Modigliani F. Adventures of an economist. − L.: N.Y.: Texere, 2001.
51. Molle W. The economics of european integration. − Dartmouth. Aldershot, 1994.
52. Monthly Bulletin. ECB, Frankfurt am Main. 2006, Aug.
53. Moseley F. U.S. economic crisis: causes and solutions // International socialist review. − 2009. – № 64 (2).
54. Mundell R., Swoboda A. Monetary problems in the international economy. – Chicago: the University of Chicago Press, 1969.
55. Musgrave R.A. A theory of public finance. − N.Y.: McGraw-Hill, 1959.
56. Official journal of the European Union. – 2003. − № 169.

Rogers, P., Stevens, K., Boymal, J. Qualitative cost-benefit evaluation of complex, emergent programs // Evaluation and program planning. – 2009. − № 32 (1).

1. Regional integration and the global trading system. − N.Y.: St. Martin's Press, 1993.
2. Rogoff K. Political budget cycles//American Economic Review. −1990.
3. Rubini N., Sachs J. (1989) Political and economic determinants of budget deficits in industrials democracies // European Economic Review. − № 33 (May).
4. Sharpe W. Investors and markets: portfolio choices, asset prices, and investment advice. Princeton Lectures in Finance. – Princeton: Princeton University, 2008.
5. Stigliz J. Economics of the public sectors. − Th-d ed. – N.Y.: .: W. W. Norton, 2000.
6. Stigliz J.E. Globalization and its discontents. − N.Y.: Norton, 2002.
7. Supplements to the Statistical Bulletin. Monetary and financial indicators// Public finance statistics in the European Union. − 2013. − № 32 (5.07).
8. The ECB`s response to the financial crisis // ECB Monthly Bulletin. – 2010. − Oct. (http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/art1\_mb201010en\_pp59-74en.pdf).
9. The payment system. ECB, Frankfurt am Main, 2010.
10. The social policy of European Community: looking ahead to 1992. Eropean file, 1988.
11. Tinbergen J. International Economic Integration. – Amsterdam; Elsevier, 1954.
12. Tobin J. A proposal for international monetary reform // The Eastern economic journal. – 1978. №10 (July−Oct.).
13. Tobin J., Stephen S.G. Money, credit and capital. Boston, [Irwin/McGraw-Hill](http://www.mhhe.com/), 1998.
14. Treaties establishing the Euoropean Communities. − Lux., 1987.
15. Treaty of Amsterdam amending the treaty of European Union. Descriptive Summary, 2001.
16. United States barriers to trade and investment report. European Comission, 2009 (<http://trade.ec.europa.eu/doclib/docs/2009/july/tradoc_144160.pdf>).
17. Is fiscal policy the answer? A developing country perspective. World Bank. − Washington: Moreno-Dodson B., 2013.
18. The changing wealth of nations: measuring sustainable development in the New Millenium. World Bank. – Washington: World Bank, 2010.
19. Zweifel T. Who is without sin cast the first stone: the EU’s democratic deficit in comparison // Journal of European public policy. − 2002. − Vol. 9. − № 5.
20. Zweigert K., Kotz H. Introduction to comparative law. − N.Y.: Oxford University Press, 1998.
21. [www.bankofengland.co.uk](http://www.bankofengland.co.uk)
22. www.bis.org
23. [www.bundesbank.de](http://www.bundesbank.de)
24. www.bloomberg.com
25. [www.capitaldata.com](http://www.capitaldata.com)
26. [www.centralbank.gov.cy](http://www.centralbank.gov.cy)
27. [www.coe.int](http://www.coe.int)
28. www.eba.europa.eu
29. [www.ebrd.com](http://www.ebrd.com)
30. <http://ec.europa.eu/budget>
31. [www.ecb.int](http://www.ecb.int)
32. <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/eurostat/home/>
33. [www.europa.eu.int/comm/eurostat](http://www.europa.eu.int/comm/eurostat)
34. [www.gks.ru](http://www.gks.ru)
35. [www.imf.org](http://www.imf.org)
36. [www.mn.ru](http://www.mn.ru)
37. [www.oecd.org](http://www.oecd.org)
38. [www.rts.micex.ru](http://www.rts.micex.ru/)
39. [www.vtb.ru](http://www.vtb.ru)

1. С.8 материалы опубликованы в статье *Зимарин К.А.* Концептуальные основы формирования единой финансовой системы ЕС// Философия хозяйства. Альманах Центра общественных наук и экономического факультета МГУ им. М.В. Ломоносова. − 2006. − № 5. С. 111−122 и в статье Зимарин К.А. Основные этапы экономической интеграции в ЕС и их особенности // Философия хозяйства. Альманах Центра общественных наук и экономического факультета МГУ им. М.В. Ломоносова. − 2006. − № 1. С. 202−215. [↑](#footnote-ref-1)
2. С. 9-10 материалы опубликованы в статье Зимарин К.А.Основные направления развития европейских фондовых рынков // Вопросы экономики и права. − 2012. − № 49. С. 180−185. [↑](#footnote-ref-2)
3. С 11 материалы опубликованы в монографии Зимарин К.А. Формирование европейской финансовой системы: вопросы теории и практики. − М.: Экономика, 2012. [↑](#footnote-ref-3)
4. Клейнер Г. Системная экономика как платформа развития современной экономической теории // Вопросы экономики. − 2013. − № 6, с. 7. [↑](#footnote-ref-4)
5. Боди З., Мертон Р. Финансы. − М.: [Вильямс](http://ru.wikipedia.org/w/index.php?title=%D0%92%D0%B8%D0%BB%D1%8C%D1%8F%D0%BC%D1%81_(%D0%B8%D0%B7%D0%B4%D0%B0%D1%82%D0%B5%D0%BB%D1%8C%D1%81%D1%82%D0%B2%D0%BE)&action=edit&redlink=1), 2007, с. 592. [↑](#footnote-ref-5)
6. The Payment System. ECB, Frankfurt am Main, 2010, p.16. [↑](#footnote-ref-6)
7. Некипелов А. Становление и функционирование экономических институтов: от «робинзонады» до рыночной экономики, основанной на индивидуальном производстве. − М.: Экономистъ, 2006, с. 281. [↑](#footnote-ref-7)
8. Шмелев Н. Модернизация экономики: императивы государственного участия // Свободная мысль. – 2010. − № 2, с.15. [↑](#footnote-ref-8)
9. Международные валютно-кредитные и финансовые отношения/Под ред. Л.Н. Красавиной. – М.: Финансы и статистика, 2005, с.383. [↑](#footnote-ref-9)
10. Hall P.A., Thelen K. Institutional change in varieties of capitalism // Socio-Economic Review. − 2009. − № 7, p. 9. [↑](#footnote-ref-10)
11. Stigliz J.E. Globalization and its Discontents. − N.Y.: Norton, 2002. [↑](#footnote-ref-11)
12. Богомолов А.Т. Мировая экономика в век глобализации. −М.: Экономика, 2007, с.13. [↑](#footnote-ref-12)
13. Шишков Ю.В. Интернационализация производства – новый этап развития мировой экономики. −М.: ИМЭМО РАН, 2009, с. 4. [↑](#footnote-ref-13)
14. Делягин М.Г. Мировой кризис: общая теория глобализации. − М.: ИНФРА-М, 2003, с. 22. [↑](#footnote-ref-14)
15. Осьмова М.Н. Глобализация мирового хозяйства. − М., ИНФРА-М, 2006, с. 4. [↑](#footnote-ref-15)
16. Фаминский И.П. Глобализация – новое качество мировой экономики. − М.: Магистр, 2009, с. 316. [↑](#footnote-ref-16)
17. Колесов В.П., Кулаков М.В. Международная экономика. − М., ИНФРА-М, 2004, с. 5. [↑](#footnote-ref-17)
18. Кулаков М.В. Первый кризис глобальной финансовой системы – сигнал к переменам. − М.: ТЕИС, 2011, с. 21. [↑](#footnote-ref-18)
19. Building a Strong World Financial System // The Wall Street Journal Europe, 1999, Apr. 28. [↑](#footnote-ref-19)
20. Gordon B. A new global financial architecture // The Wall Street Journal Europe, 1998, Okt. 6. [↑](#footnote-ref-20)
21. В состав G20 входят: Аргентина, Австралия, Бразилия, Великобритания, Германия, Европейский Союз, Индия, Индонезия, Италия, Канада, КНР, Япония, Мексика, Республика Корея, Россия, Саудовская Аравия, США, Турция, Франция и ЮАР. При этом ЕС представлен не только своими собственными делегатами, но также и отдельными делегациями Великобритании, Германии, Италии и Франции. [↑](#footnote-ref-21)
22. Ранее в работе Совета по финансовой стабильности от России также участвовала Федеральная служба по финансовым рынкам (ФСФР), но затем она вошла в состав Банка России, став его структурным подразделением. [↑](#footnote-ref-22)
23. Жук И.Н., Киреева Е.Ф., Кравченко В.В. Международные финансы. – Минск: БГЭУ, 2001, с. 149. [↑](#footnote-ref-23)
24. Стиглиц Дж.Ю. Экономика государственного сектора. − М.: ИНФРА-М, 1997. [↑](#footnote-ref-24)
25. Мау В. Политические и правовые факторы экономического роста // Вопросы экономики. – 2001. – № 11, с. 4. [↑](#footnote-ref-25)
26. Отчет о мировом развитии. 1997. Государство в меняющемся мире. Международный банк реконструкции и развития. Всемирный банк, 1997. с. 45. [↑](#footnote-ref-26)
27. Балабанов А.И. Финансы. − СПб.: Питер, 2000, с. 32. [↑](#footnote-ref-27)
28. С. 28 материалы опубликованы в статье Зимарин К.А. Концептуальные основы формирования единой финансовой системы ЕС// Философия хозяйства. Альманах Центра общественных наук и экономического факультета МГУ им. М.В. Ломоносова. − 2006. − № 5. С. 111−122. [↑](#footnote-ref-28)
29. Черковец О.В., Архипов Ю.А. Внешнеэкономическая деятельность российских регионов. − Ростов-на-Дону: «Феникс», 2005, с.7. [↑](#footnote-ref-29)
30. World Economic Outlook. 1997, May, p. 45. [↑](#footnote-ref-30)
31. ### Глухарев Л.И. В поисках новой модели социально-экономического развития. Куда идет Европейский Союз?// Россия и Запад: диалог культур. – 2013. − № 2 (http://regionalstudies.ru/journal/homejornal/rubric/2012-11-02-22-17-27/269--q-q.pdf).

    [↑](#footnote-ref-31)
32. Авдокушин Е.Ф. Международные финансовые отношения. – М: Издательско-торговая корпорация «Дашков и Ко», 2012, с. 5**−**10. [↑](#footnote-ref-32)
33. Пилипенко З.А. Влияние глобальных финансовых шоков на мировую экономику// Автореферат диссертации на соискание ученной степени доктора экономических наук. Москва, 2012. [↑](#footnote-ref-33)
34. Авдокушин Е.Ф. Новой экономике – новую финансовую систему// Вопросы новой экономики. **−** 2012. **−** № 1, с. 3**−**12. [↑](#footnote-ref-34)
35. World Bank. Is fiscal policy the answer? A Developing Country Perspective. **−** Washington: Moreno-Dodson B. DC, 2013. [↑](#footnote-ref-35)
36. World Bank. The changing wealth of nations: measuring sustainable development in the New Millenium. **−** Washington: Moreno-Dodson B. DC, 2010. [↑](#footnote-ref-36)
37. Ахинов Г.А., Жильцов Е.Н. Экономика общественного сектора: Учеб.пособие − М.: ИНФРА-М, 2008, с. 30 [↑](#footnote-ref-37)
38. Hansson A. Peaking of fiscal sizes of government / A. Hasson, Ch. Stuart // European Journal of Political Economy. − 2003. − V. 19. − Iss. 4, November, p. 669−684. [↑](#footnote-ref-38)
39. 38 Пигу А. Экономическая теория благосостояния: В 2 т. − М.: Прогресс, 1985. [↑](#footnote-ref-39)
40. Musgrave R.A. A theory of public finance. − N.Y.: McGrow-Hill, 1959, р. 181–182. [↑](#footnote-ref-40)
41. 40 Becker J., Fuest C. EU regional policy and tax competition // European Economic Review. – 2010. − № 54 (1), p. 150−161. [↑](#footnote-ref-41)
42. С. 30-33 материалы опубликованы в статье Зимарин К.А. Концептуальные основы формирования единой финансовой системы ЕС// Философия хозяйства. Альманах Центра общественных наук и экономического факультета МГУ им. М.В. Ломоносова. − 2006. − № 5. С. 111−122. [↑](#footnote-ref-42)
43. Кейнс Дж.М. Избранные произведения. − М.: Экономика, 1993., с. 224–519. [↑](#footnote-ref-43)
44. С. 30-34 материалы опубликованы в статье Зимарин К. Концептуальные основы создания единой финансовой системы в Европейском Союзе // Экономические науки. − 2008. − № 41. С. 397−400. [↑](#footnote-ref-44)
45. Макашева Н. Неопределенность, вероятность, этика: Дж.М. Кейнс, Л. Мизес, Ф. Найт // Вопросы экономики. − 2013. − № 10, с. 50. [↑](#footnote-ref-45)
46. Тобин Д. Денежная политика и экономический рост. − М.: Либроком, 2010. [↑](#footnote-ref-46)
47. Харрод Р. Теория экономической динамики. − М.: Гелиос, 2011. [↑](#footnote-ref-47)
48. Автономов В. Абстракция – мать порядка? // Вопросы экономики. − 2013. − № 4, с. 18. [↑](#footnote-ref-48)
49. Львов Д.С. Институциональная экономика. − М.: ИНФРА-М, 2001, с. 11. [↑](#footnote-ref-49)
50. Пилипенко О.И. Факторы эффективности антикризисной фискальной политики государства в условиях посткризисной динамики // Вопросы экономики и права. – 2011. − № 10, с.150. [↑](#footnote-ref-50)
51. Глазьев С.Ю. Либеральные реформы в России: правда и вымысел. − М.: ГУ ВШЭ, 2006, с 8. [↑](#footnote-ref-51)
52. Худокормов А.Г. История экономических учений. − М.: Экономика, 1998, с. 41. [↑](#footnote-ref-52)
53. Кузык Б.Н., Кушлин В.И., Яковец Ю.В. Прогнозирование, стратегическое планирование и национальное программирование. −М.: Экономика, 2008, с. 33. [↑](#footnote-ref-53)
54. Rogers P., Stevens K., Boymal J. Qualitative cost-benefit evaluation of complex, emergent programs // Evaluation and Program Planning. − 2009. − № 32 (1), p. 83−90. [↑](#footnote-ref-54)
55. Якобсон Л.И. Государственный сектор экономики: экономическая теория и политика. − М.: ГУ ВШЭ, 2000. [↑](#footnote-ref-55)
56. Капелюшников Р.И. Поведенческая экономика и «новый» патернализм // Вопросы экономики. − 2013. − № 10, с. 30. [↑](#footnote-ref-56)
57. Капелюшников Р.И. Сколько стоит человеческий капитал в России? // Вопросы экономики. − 2013. − № 1, с. 27. [↑](#footnote-ref-57)
58. Нисневич Ю. Метод сопоставительно-институционального анализа// Мировая экономика и международные отношения. − 2013. − № 5, с. 77. [↑](#footnote-ref-58)
59. Christian M. Human capital accounting in the United States: context, measurement and application. − Wisconsin: Wisconsion Center for Educational Research, 2011. [↑](#footnote-ref-59)
60. Liu G. Measuring the stock of human capital for comparative analysis: an application of the lifetime incomeapproach to selected countries // OECD Statistic Working Papers, №6, 2011. [↑](#footnote-ref-60)
61. Сутырин С.Ф. и др. Введение в теорию международных отношений и анализ внешней политики. − Спб.: Издательский дом «Сентябрь», 2001, с. 87. [↑](#footnote-ref-61)
62. Regional Integration and the Global Trading System. − N.Y.: St. Martin’s Press, 1993, р. 441–444, 472. [↑](#footnote-ref-62)
63. Шенин С.Ю. Еще раз об истоках холодной войны: бреттон-вудский аспект // США-ЭПИ. – 1988, −№ 3. [↑](#footnote-ref-63)
64. Gerbert P. La construction de l'Europe 1999, р. 31. [↑](#footnote-ref-64)
65. Цит. по: Европа: новое начало. Декларация Шумана, 1950–1990. – М.: (Сер.: Европейский Союз: прошлое, настоящее, будущее/Ассоциация европейских исследований, Институт Европы РАН) 1994, с. 51. [↑](#footnote-ref-65)
66. Шемятенков В. Большая Европа и западноевропейская интеграция. Европейский Союз на пороге ХХI века. Статья из сборника «Европейский союз на пороге XXI века: выбор стратегии развития». Международные отношения. Под ред. Ю.Борко, О.Буториной. − М.: 2001, с.16. [↑](#footnote-ref-66)
67. Tinbergen J. International economic integration. – Amsterdam; Brussels: 1954, р. 122. [↑](#footnote-ref-67)
68. Захаров А.В. О концепции единого валютного пространства стран СНГ. − М.: Юридический Дом «Юстицинформ», 2002, с.13. [↑](#footnote-ref-68)
69. Treaties establishing the Euoropean Communities. − Lux., 1987, р. 223. [↑](#footnote-ref-69)
70. The social policy of European Community: looking ahead to 1992 // European file. −1988. − № 13, р.4–5. [↑](#footnote-ref-70)
71. www.ecb.int [↑](#footnote-ref-71)
72. Molle W. The economics of european integration. – Dartmouth: Aldershot, 1994, р. 390. [↑](#footnote-ref-72)
73. С. 39-53 материалы опубликованы в статье Зимарин К.А*.* Основные этапы экономической интеграции в ЕС и их особенности // Философия хозяйства. Альманах Центра общественных наук и экономического факультета МГУ им. М.В. Ломоносова. − 2006. − № 1. С. 202−215. [↑](#footnote-ref-73)
74. Zweifel T. Who is without sin cast the first stone: the EU’s democratic deficit in comparison // Journal of European Public Policy. 2002. − Vol. 9. − № 5, p. 815. [↑](#footnote-ref-74)
75. Follesdal A., Hix S. Why there is a democratic deficit in the EU: a response to Majone and Moravcsik // Journal

    of Common Market Studies. − 2006. − Vol. 44. −№ 3, p. 553. [↑](#footnote-ref-75)
76. Составлено автором. [↑](#footnote-ref-76)
77. American economic review.1963. № 51, р. 657–665. [↑](#footnote-ref-77)
78. Манделл Р. Теория оптимальных валютных зон // Евро-дитя Манделла. – М.: Дело, 2002, с. 69–70. [↑](#footnote-ref-78)
79. Милль Дж.С. Основы политической экономии. – М.: Прогресс, Т. 2, 1980, с. 384. [↑](#footnote-ref-79)
80. European Union. Luxembourg, 1994, p. 41. [↑](#footnote-ref-80)
81. [www.ecb.int](http://www.ecb.int). [↑](#footnote-ref-81)
82. [www.centralbank.gov.cy](http://www.centralbank.gov.cy). [↑](#footnote-ref-82)
83. С. 76 - 77 материалы опубликованы в статье Зимарин К.А*.* Основные этапы экономической интеграции в ЕС и их особенности // Философия хозяйства. Альманах Центра общественных наук и экономического факультета МГУ им. М.В. Ломоносова. − 2006. − № 1. С. 202−215. [↑](#footnote-ref-83)
84. Домбровски М. Реформа международных и европейских институтов (www.uisrussia.msu.ru/docs/nov/leontief/2010/dambrovsky.pdf). [↑](#footnote-ref-84)
85. С. 77-78 материалы опубликованы в статье Зимарин К.А. Концептуальные основы формирования единой финансовой системы ЕС// Философия хозяйства. Альманах Центра общественных наук и экономического факультета МГУ им. М.В. Ломоносова. − 2006. − № 5. С. 111−122 и в статье Зимарин К. Концептуальные основы создания единой финансовой системы в Европейском Союзе // Экономические науки. − 2008. − № 41. С. 397−400.

    . [↑](#footnote-ref-85)
86. Идрисов Г., Синельников-Мурылев С. Бюджетная политика и экономический рос. // Вопросы экономики, −2013. − № 8, с. 37. [↑](#footnote-ref-86)
87. Уэрта де Сото Х. В защиту евро: подход австрийской школы // Вопросы экономики, − 2012. − № 11, с. 78−100. [↑](#footnote-ref-87)
88. Горюнов Е. Трунин П. Банк России на перепутье: нужно ли смягчать денежно-кредитную политику? // Вопросы экономики. − 2013. − № 6, с.32. [↑](#footnote-ref-88)
89. В тройку лидеров международных рейтинговых агентств входят Standart and Poor's (S&P), Moody's Investors Service, Inc. и Fitch IBCA. Каждая международная рейтинговая организация имеет некоторую специализацию. Например, Moody’s проводит оценку более 70 тыс. выпусков облигаций 20 тыс. муниципальных образований. Кроме того, она проводит оценку и корпоративных ценных бумаг. В своих аналитических обозрениях Moody’s приводит рейтинги по 400 эмитентам и по 800 эмитентам выдает ежеквартальные заключения в виде кредитного мнения. S&P специализируется на суверенных кредитных рейтингах различных стран. Ее корпоративный оценочный сектор несколько меньше, чем у Moody’s, она присваивает рейтинги 100 крупным эмитентам. Fitch IBCA занимается в основном составлением рейтингов коммерческих банков. [↑](#footnote-ref-89)
90. Ясин Е., Акиндинова Н., Якобсон Л., Яковлев А. Состоится ли новая модель экономического роста в России? // Вопросы экономики. − 2013. − № 5, с. 5. [↑](#footnote-ref-90)
91. С. 86 материалы опубликованы в статье Зимарин К.А. Ключевые тенденции становления рынка еврооблигаций // Философия хозяйства. Альманах Центра общественных наук и экономического факультета МГУ им. М.В. Ломоносова. − 2006. − № 4. С. 139−149. [↑](#footnote-ref-91)
92. С. 86-87 материалы опубликованы в статье Зимарин К.А.Еврооблигации в процессе развития европейской интеграции // Экономические науки. − 2012. − № 91. С. 204−209. [↑](#footnote-ref-92)
93. С. 88 материалы опубликованы в статье Зимарин К.А*.* Основные этапы экономической интеграции в ЕС и их особенности // Философия хозяйства. Альманах Центра общественных наук и экономического факультета МГУ им. М.В. Ломоносова. − 2006. − № 1. С. 202−215, и в статье Зимарин К.А. Концептуальные основы формирования единой финансовой системы ЕС// Философия хозяйства. Альманах Центра общественных наук и экономического факультета МГУ им. М.В. Ломоносова. − 2006. − № 5. С. 111−122. [↑](#footnote-ref-93)
94. www.ecb.int. [↑](#footnote-ref-94)
95. www.ecb.int. [↑](#footnote-ref-95)
96. Власов С., Дерюгина Е., Власова Ю. Исследование устойчивости государственных финансов России в краткосрочном и долгосрочном периодах // Вопросы экономики, − 2013. − № 3, с.33. [↑](#footnote-ref-96)
97. Freedman C., Kumhof M. Policies to rebalance the global economy after the financial cricis // International journal of central banking. – 2010. − № 3, p. 215−252. [↑](#footnote-ref-97)
98. The ECB`s response to the financial crisis//ECB Monthly Bulletin, 2010, Oct. (http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/art1\_mb201010en\_pp59-74en.pdf). [↑](#footnote-ref-98)
99. Чибриков Г.Г. Политика центральных банков в условиях кризиса // Банковское дело. − 2010. − № 2, с.7. [↑](#footnote-ref-99)
100. www.ecb.int. [↑](#footnote-ref-100)
101. Замараев Б., Киюцевская А., Назарова А., Суханов Е. Замедление экономического роста в России // Вопросы экономики. − 2013. − № 8, с. 11. [↑](#footnote-ref-101)
102. Technical features of outright monetary transactions. ECB. Press Release. 6.09.2012. (www.ecb.int/press/pr/date/2012/html/pr120906\_1.en.html). [↑](#footnote-ref-102)
103. С. 92-93 материалы опубликованы в статье Зимарин К.А. Концептуальные основы формирования единой финансовой системы ЕС// Философия хозяйства. Альманах Центра общественных наук и экономического факультета МГУ им. М.В. Ломоносова. − 2006. − № 5. С. 111−122. [↑](#footnote-ref-103)
104. Laeven L., Valencia F. Resolution of banking crises: the good, the bad and the ugly // IMF Working Papers, №146. − Wash., 2009, p. 36. [↑](#footnote-ref-104)
105. [www.eba.europa.eu](http://www.eba.europa.eu). [↑](#footnote-ref-105)
106. Зуев В.Н. Глобальное экономическое регулирование. − М.: Магистр, 2009, с.125. [↑](#footnote-ref-106)
107. www.oecd.org/dataoecd/10/1/2790002.pdf. [↑](#footnote-ref-107)
108. Micossi S. The Eurozone crisis and EU institutional change: a new CEPR Policy Insight (http://www.voxeu.org/article/eurozone-crisis-and-eu-institutional-change-new-cepr-policy-insight). [↑](#footnote-ref-108)
109. http://www.bis.org/publ/bcbs107b.pdf. [↑](#footnote-ref-109)
110. Там же. [↑](#footnote-ref-110)
111. Cоставлено автором. [↑](#footnote-ref-111)
112. Basel III: A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems. – Bank for international Settlement, 2010(http://www.bis.org/publ/bcbs189.pdf). [↑](#footnote-ref-112)
113. Гурвич Е., Прилепский И. Как обеспечить внешнюю устойчивость российской экономики // Вопросы экономики. − 2013. − № 9, с. 35. [↑](#footnote-ref-113)
114. http://www.bis.org/publ/bcbs189.pdf. [↑](#footnote-ref-114)
115. Ryder N. How will Basel III affect our banks? //Nabprivatewealth, 2010 (http://privatewealth.nab.com.au/nabprivate/insighs/people/nick\_ryder/how\_will\_basel\_iii\_affect\_our\_banks.html). [↑](#footnote-ref-115)
116. www.ecb.int. [↑](#footnote-ref-116)
117. С. 109 материалы опубликованы в статье Зимарин К.А. Ключевые тенденции становления рынка еврооблигаций // Философия хозяйства. Альманах Центра общественных наук и экономического факультета МГУ им. М.В. Ломоносова. − 2006. − № 4. С. 139−149. [↑](#footnote-ref-117)
118. С. 113 материал опубликован в статье Зимарин К.А.Государственный долг в странах Европейского союза // Вопросы экономики и права. − 2012. − № 50. С. 207−211. [↑](#footnote-ref-118)
119. С. 114 материалы опубликованы в статье Зимарин К.А.Еврооблигации в процессе развития европейской интеграции // Экономические науки. − 2012. − № 91. С. 204−209. [↑](#footnote-ref-119)
120. Рубцов Б.Б. Мировые фондовые рынки: современное состояние и закономерности развития. −М.: Финансовая академия при Правительстве РФ, 2000, с. 99. [↑](#footnote-ref-120)
121. 110  Железова В.Ф. Клан 20-ти. Международные банки США. − М.: Мысль, 1981, с. 9. [↑](#footnote-ref-121)
122. С. 114-115 материалы опубликованы в статье Зимарин К.А. Ключевые тенденции становления рынка еврооблигаций // Философия хозяйства. Альманах Центра общественных наук и экономического факультета МГУ им. М.В. Ломоносова. − 2006. − № 4. С. 139−149. [↑](#footnote-ref-122)
123. Блехмантович М. Успех на бирже. − СПб.: Питер, 2001, с.185–186. [↑](#footnote-ref-123)
124. С. 115-118 материалы опубликованы в статье Зимарин К.А.Основные направления развития европейских фондовых рынков // Вопросы экономики и права. − 2012. − № 49. С. 180−185. [↑](#footnote-ref-124)
125. С. 120-121 материалы опубликованы в статье Зимарин К.А.Еврооблигации в процессе развития европейской интеграции // Экономические науки. − 2012. − № 91. С. 204−209. [↑](#footnote-ref-125)
126. Курочкин Д.Н. Евро: новая валюта для старого света. – Минск: : Европейский гуманитарный университет, 2000, с. 42. [↑](#footnote-ref-126)
127. Составлено автором по данным МВФ (www.imf.org). [↑](#footnote-ref-127)
128. С. 121-123 материалы опубликованы в статье Зимарин К.А. Ключевые тенденции становления рынка еврооблигаций // Философия хозяйства. Альманах Центра общественных наук и экономического факультета МГУ им. М.В. Ломоносова. − 2006. − № 4. С. 139−149. [↑](#footnote-ref-128)
129. С. 123-124 материалы опубликованы в статье Зимарин К.А.Еврооблигации в процессе развития европейской интеграции // Экономические науки. − 2012. − № 91. С. 204−209. [↑](#footnote-ref-129)
130. С. 124-125 материалы опубликованы в статье Зимарин К.А. Ключевые тенденции становления рынка еврооблигаций // Философия хозяйства. Альманах Центра общественных наук и экономического факультета МГУ им. М.В. Ломоносова. − 2006. − № 4. С. 139−149. [↑](#footnote-ref-130)
131. С. 125 - 126 материалы опубликованы в статье Зимарин К.А. Ключевые тенденции становления рынка еврооблигаций // Философия хозяйства. Альманах Центра общественных наук и экономического факультета МГУ им. М.В. Ломоносова. − 2006. − № 4. С. 139−149. [↑](#footnote-ref-131)
132. С. 124-126 материалы опубликованы в статье Зимарин К.А.Еврооблигации в процессе развития европейской интеграции // Экономические науки. − 2012. − № 91. С. 204−209 и в статье Зимарин К.А.Государственный долг в странах Европейского союза // Вопросы экономики и права. − 2012. − № 50. С. 207−211. [↑](#footnote-ref-132)
133. www.bloomberg.com. [↑](#footnote-ref-133)
134. www.Bloomberg.com. [↑](#footnote-ref-134)
135. С. 127-128 материалы опубликованы в статье Зимарин К.А.Еврооблигации в процессе развития европейской интеграции // Экономические науки. − 2012. − № 91. С. 204−209 и в статье Зимарин К.А.Государственный долг в странах Европейского союза // Вопросы экономики и права. − 2012. − № 50. С. 207−211. [↑](#footnote-ref-135)
136. С. 123-129 материалы опубликованы в статье Зимарин К.А.Еврооблигации в процессе развития европейской интеграции // Экономические науки. − 2012. − № 91. С. 204−209. [↑](#footnote-ref-136)
137. С.130 материалы опубликованы в статье Зимарин К.А.Основные направления развития европейских фондовых рынков // Вопросы экономики и права. − 2012. − № 49. С. 180−185. [↑](#footnote-ref-137)
138. С. 130-131 материалы опубликованы в статье Зимарин К.А.Еврооблигации в процессе развития европейской интеграции // Экономические науки. − 2012. − № 91. С. 204−209. [↑](#footnote-ref-138)
139. С. 131 материалы опубликованы в статье Зимарин К.А.Основные направления развития европейских фондовых рынков // Вопросы экономики и права. − 2012. − № 49. С. 180−185. [↑](#footnote-ref-139)
140. Monthly Bulletin. ECB, Frankfurt am Main. 2006, Aug. [↑](#footnote-ref-140)
141. www.ecb.int. [↑](#footnote-ref-141)
142. http://www.ecb.europa.eu/stats/payments/payments/html/index.en.html. [↑](#footnote-ref-142)
143. Там же. [↑](#footnote-ref-143)
144. http://www.ecb.europa.eu/stats/payments/payments/html/14\_table3.en.html. [↑](#footnote-ref-144)
145. http://www.ecb.europa.eu/stats/payments/securities/html/coll1.en.html. [↑](#footnote-ref-145)
146. www.ecb.int. [↑](#footnote-ref-146)
147. Составлено автором по данным [ECB](http://www.ecb.int) (<http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2013/html/pr130910.en.html>). [↑](#footnote-ref-147)
148. |  |
     | --- |
     | http://xetra.com/xetra/dispatch/en/listcontent/navigation/xetra/300\_trading\_clearing/content\_files/db\_sp\_turnovers\_december\_2013.htm?teaser=handelsumszeimdezemberundimgesamtjahr2013 |
     | http://www.bolsasymercados.es/asp/doc.asp?id=ing&doc=/ing/inf\_legal/economico/2013/bme\_ia\_2013\_eng\_cap6.pdf; |
     | LSEG-Market Analysis; |
     | Nasdaq OMX Nordic; |
     | www.helex.gr Athex Fact Book 2013; |
     | CEESEG Announcement 09.01.2014; |
     | Irish Stock Exchange Annual Statistics Report 2013; |
     | https://europeanequities.nyx.com/en/resource-library/monthly-statistics?archive=last\_year. |

     [↑](#footnote-ref-148)
149. С. 147-149 материалы опубликованы в статье Зимарин К.А.Основные направления развития европейских фондовых рынков // Вопросы экономики и права. − 2012. − № 49. С. 180−185. [↑](#footnote-ref-149)
150. С. 151 материалы опубликованы в статье Зимарин К.А.Основные направления развития европейских фондовых рынков // Вопросы экономики и права. − 2012. − № 49. С. 180−185. [↑](#footnote-ref-150)
151. С. 153-154 материалы опубликованы в статье Зимарин К.А. Налоговые системы стран ЕС: общее и особенное // Философия хозяйства. Альманах Центра общественных наук и экономического факультета МГУ им. М.В. Ломоносова. − 2006. − № 2. С. 168−174. [↑](#footnote-ref-151)
152. Составлено автором по данным IMF Country Report 2013 (<http://www.imf.org>). [↑](#footnote-ref-152)
153. <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/eurostat/home/> [↑](#footnote-ref-153)
154. <http://www.bundesfinanzministerium.de>. [↑](#footnote-ref-154)
155. <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/eurostat/home.> [↑](#footnote-ref-155)
156. Составлено автором по данным: Supplements to the Statistical Bulletin.Monetary and Financial Indicators. Public Finance Statistics in the European Union. 2013, № 32, 5.07 (www.bancaditalia.it). [↑](#footnote-ref-156)
157. С. 164-167 материалы опубликованы в статье Зимарин К.А. Концептуальные основы формирования единой финансовой системы ЕС// Философия хозяйства. Альманах Центра общественных наук и экономического факультета МГУ им. М.В. Ломоносова. − 2006. − № 5. С. 111−122. [↑](#footnote-ref-157)
158. С. 167 материалы опубликованы в статье Зимарин К.А. Налоговые системы стран ЕС: общее и особенное // Философия хозяйства. Альманах Центра общественных наук и экономического факультета МГУ им. М.В. Ломоносова. − 2006. − № 2. С. 168−174. [↑](#footnote-ref-158)
159. С. 169 материалы опубликованы в статье Зимарин К.А. Налоговые системы стран ЕС: общее и особенное // Философия хозяйства. Альманах Центра общественных наук и экономического факультета МГУ им. М.В. Ломоносова. − 2006. − № 2. С. 168−174. [↑](#footnote-ref-159)
160. La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R. W. Investor protection and corporate governance// Journal of Financial Economics. − 2000. − № 23. [↑](#footnote-ref-160)
161. Zweigert K., Kotz H. Introduction to comparative law. − N.Y.: Oxford University Press, 1998. [↑](#footnote-ref-161)
162. С. 171-173 материалы опубликованы в статье Зимарин К.А. Концептуальные основы формирования единой финансовой системы ЕС// Философия хозяйства. Альманах Центра общественных наук и экономического факультета МГУ им. М.В. Ломоносова. − 2006. − № 5. С. 111−122. [↑](#footnote-ref-162)
163. [http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/eurostat/home](http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/eurostat/home/). [↑](#footnote-ref-163)
164. С. 175 материал опубликован в статье Зимарин К.А.Особенности реализации политики бюджетных расходов в Европейском союзе // Экономические науки. − 2012. − № 92. С. 11−15. [↑](#footnote-ref-164)
165. <http://www.openeurope.org.uk/research/budget07.pdf>. [↑](#footnote-ref-165)
166. <http://ec.europa.eu/budget/figures/interactive/index_en.cfm>. [↑](#footnote-ref-166)
167. <http://ec.europa.eu/budget>. [↑](#footnote-ref-167)
168. С. 179-180 материалы опубликованы в статье Зимарин К.А. Налоговые системы стран ЕС: общее и особенное // Философия хозяйства. Альманах Центра общественных наук и экономического факультета МГУ им. М.В. Ломоносова. − 2006. − № 2. С. 168−174. [↑](#footnote-ref-168)
169. EUCO 37/13. European Council, Brussels, 2013, Feb 8. [↑](#footnote-ref-169)
170. <http://ec.europa.eu/budget>. [↑](#footnote-ref-170)
171. <http://ec.europa.eu/budget>. [↑](#footnote-ref-171)
172. С. 174-188 материалы опубликованы в статье: Зимарин К.А.Особенности реализации политики бюджетных расходов в Европейском союзе // Экономические науки. − 2012. − № 92. С. 11−15 и в статье Зимарин К.А. Концептуальные основы формирования единой финансовой системы ЕС// Философия хозяйства. Альманах Центра общественных наук и экономического факультета МГУ им. М.В. Ломоносова. − 2006. − № 5. С. 111−122. [↑](#footnote-ref-172)
173. [http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/eurostat/home](http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/eurostat/home/). [↑](#footnote-ref-173)
174. http://epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/refreshTableAction.do?tab=table&plugin=1&pcode=tsdde410&language=en. [↑](#footnote-ref-174)
175. Deutsche Bundesbank. The market for german federal securities. 2000, р.25. [↑](#footnote-ref-175)
176. С. 194-196 материалы опубликованы в статье Зимарин К.А.Государственный долг в странах Европейского союза // Вопросы экономики и права. − 2012. − № 50. С. 207−211. [↑](#footnote-ref-176)
177. Ministries of Finance, Treasury Service of the listed countries, Eurostat Newsrelease, Euroindicators, 115/2014. 2014, July, 22 (cbonds.com). [↑](#footnote-ref-177)
178. [↑](#footnote-ref-178)
179. С. 197-198 материалы опубликованы в статье Зимарин К.А.Государственный долг в странах Европейского союза // Вопросы экономики и права. − 2012. − № 50. С. 207−211. [↑](#footnote-ref-179)
180. [Улюкаев А., Данилова Е. Российский банковский сектор в условиях нестабильности на мировом финансовом рынке: проблемы и перспективы](http://www.vopreco.ru/rus/archive.files/n3_2008.html#an1) // Вопросы экономики. −2008. − № 3, с. 5−6. [↑](#footnote-ref-180)
181. Гордон Р. Дж. Закончен ли экономический рост? Шесть препятствий для инновационного развития // Вопросы экономики. − 2013. − № 4, с. 62. [↑](#footnote-ref-181)
182. Клинов В. Актуальные проблемы экономической политики США // Вопросы экономики. − 2013. − № 5, с. 131. [↑](#footnote-ref-182)
183. Кулакова В. Трудности финансовой реформы в США // Вопросы экономики. − 2013. − № 10, с. 148. [↑](#footnote-ref-183)
184. Стиглиц Дж. О реформе международной валютно-финансовой системы: уроки глобального кризиса. Доклад комиссии финансовых экспертов ООН. – М.: Международные отношения, 2010. [↑](#footnote-ref-184)
185. Евстигнеева Л. Евстигнеев Р. Тайна догоняющего развития // Вопросы экономики. − 2013. − № 1, с. 82. [↑](#footnote-ref-185)
186. Mathews J. catch-up strategies and the latecomer effect in industrial development // New Political Economy. – 2006. − Vol. 11. − № 3. [↑](#footnote-ref-186)
187. Юдаева К. Финансовая система в посткризисной экономике (http://www.sbrf.ru/common/img/uploaded/files/pdf/press\_center/review\_101012.pdf). [↑](#footnote-ref-187)
188. Barber T. Europe must confront crisis of legitimacy // The Financial Times, 24.04.2012. [↑](#footnote-ref-188)
189. www.imf.org. [↑](#footnote-ref-189)
190. United States barriers to trade and investment report. European Comission, 2009 (http://trade.ec.europa.eu/doclib/docs/2009/july/tradoc\_144160.pdf). [↑](#footnote-ref-190)
191. Фельдман А. Современный экономический кризис и производные финансовые инструменты // Вопросы экономики. – 2009. − № 5. [↑](#footnote-ref-191)
192. Ермолаев К.Н. О роли деривативов в формировании предпосылок современного кризиса // Экономика и управление. – 2009. − № 3. [↑](#footnote-ref-192)
193. http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r\_qa0812.pdf#page=108. [↑](#footnote-ref-193)
194. Black F., Scholes M. The pricing of options and corporate liabilities // Journal of political economy. – 1973. − № 3, p .637−654. [↑](#footnote-ref-194)
195. [http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/eurostat/home](http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/eurostat/home/). [↑](#footnote-ref-195)
196. Григорьев Л., Салихов М. Финансовый кризис−2008: вхождение в мировую рецессию // Вопросы экономики. – 2008. − № 12, с. 27−45. [↑](#footnote-ref-196)
197. [http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/eurostat/home](http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/eurostat/home/) [↑](#footnote-ref-197)
198. Moseley F. U.S. Economic crisis: causes and solutions // International Socialist Review. −2009. – № 64 (2). [↑](#footnote-ref-198)
199. www.imf.org. [↑](#footnote-ref-199)
200. www.ecb.int. [↑](#footnote-ref-200)
201. Зуев В.Н. Антикризисная политика ЕС // Международная экономика. – 2009. − № 10. [↑](#footnote-ref-201)
202. The ECB`s response to the financial crisis // ECB Monthly Bulletin, 2010, Oct. [↑](#footnote-ref-202)
203. С. 206 материалы опубликованы в статье Зимарин К.А.Еврооблигации в процессе развития европейской интеграции // Экономические науки. − 2012. − № 91. С. 204−209. [↑](#footnote-ref-203)
204. [http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/product\_details/publication?p\_product\_code=com\_2010\_report\_greek](http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/product_details/publication?p_product_code=COM_2010_report_greek) [↑](#footnote-ref-204)
205. Попов В.В. Глобальные дисбалансы – нетрадиционная трактовка // Вопросы экономики. – 2013. − № 1, с. 80. [↑](#footnote-ref-205)
206. www.ecb.int. [↑](#footnote-ref-206)
207. www.imf.org. [↑](#footnote-ref-207)
208. С. 207-208 материалы опубликованы в статье Зимарин К.А.Государственный долг в странах Европейского союза // Вопросы экономики и права. − 2012. − № 50. С. 207−211. [↑](#footnote-ref-208)
209. www.imf.org. [↑](#footnote-ref-209)
210. [http://ec.europa.eu](http://ec.europa.eu/). [↑](#footnote-ref-210)
211. www.ecb.int. [↑](#footnote-ref-211)
212. www.imf.org. [↑](#footnote-ref-212)
213. www.imf.org. [↑](#footnote-ref-213)
214. www.imf.org. [↑](#footnote-ref-214)
215. С. 212-213 материалы опубликованы в статье Зимарин К.А.Государственный долг в странах Европейского союза // Вопросы экономики и права. − 2012. − № 50. С. 207−211. [↑](#footnote-ref-215)
216. www.ecb.int. [↑](#footnote-ref-216)
217. Ореховский П. Третий механизм // Вопросы экономики. − 2013. − № 4, с.153. [↑](#footnote-ref-217)
218. <http://centralbank.gov.cy/media//pdf/annualreport> 2014 (11.07.2014) [↑](#footnote-ref-218)
219. Financial Times.19.03.2013 [↑](#footnote-ref-219)
220. Иноземцев В. Европа: думать о себе // Россия в глобальной политике. − 2014. − № 1, с. 78. [↑](#footnote-ref-220)
221. Санкт-Петербургская декларация лидеров «Группы двадцати». Официальный сайт председательства Российской Федерации в «Группе двадцати» http://ru.g20russia.ru/load/782775267 [↑](#footnote-ref-221)
222. [www.financial](http://www.financial)stabilityboard.org/press/pr\_090627.pdf. [↑](#footnote-ref-222)
223. http://www.financialstabilityboard.org/publications/r\_101111a. [↑](#footnote-ref-223)
224. <http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_101027.pdf>. [↑](#footnote-ref-224)
225. <http://www.bis.org/publ/cpss94.pdf>. [↑](#footnote-ref-225)
226. http://gaap.ru/news/gaap\_ifrs/3472/?page=81. [↑](#footnote-ref-226)
227. Framework for advancing transatlantic economic integration between the European Union and the United States of America // European External Action Service (EEAS). 2007, Apr. (http://www.eeas.europa.eu/us/docs/framework\_trans\_eco­nomic\_integration07\_en.pdf). [↑](#footnote-ref-227)
228. The European Union and the United States: A Long-Standing Partnership // EU focus / European Union Delegation to the USA. 2010. December. P. 4., http:// www.eurunion.org/eu/images/stories/eufocus-eu-usrels-dec-2010.pdf. [↑](#footnote-ref-228)
229. Guidance to assess the systemic importance of financial institutions, markets and instruments: initial considerations. International Monetary Fund, Bank for International Settlements, Financial Stability Board, November 2009. [↑](#footnote-ref-229)
230. http://www.cftc.gov. [↑](#footnote-ref-230)
231. http://knowledge.wharton.upenn.edu/article/can-anyone-regulate-400-trillion-market-gary-gensler. [↑](#footnote-ref-231)
232. Там же. [↑](#footnote-ref-232)
233. http://knowledge.wharton.upenn.edu/article/can-anyone-regulate-400-trillion-market-gary-gensler. [↑](#footnote-ref-233)
234. [www.coe.int](http://www.coe.int). [↑](#footnote-ref-234)
235. http://www.gks.ru/bgd/regl/b13\_65/main.htm. [↑](#footnote-ref-235)
236. http://www.gks.ru/wps/wcm/connect/rosstat\_main/rosstat/ru/statistics/publications/catalog/doc\_1137677636609. [↑](#footnote-ref-236)
237. www.gks.ru/wps. [↑](#footnote-ref-237)
238. Гуриев С., Плеханов А., Сонин К. Экономический механизм сырьевой модели развития // Вопросы экономики . – 2010. −№ 3, с. 9. [↑](#footnote-ref-238)
239. Греф Г., Юдаева К. Российская банковская система в условиях глобального кризиса // Вопросы экономики. – 2009. − № 7, с. 14. [↑](#footnote-ref-239)
240. Балабанов И.Т., Балабанов А.И. Внешнеэкономические связи. − М.: Финансы и статистика, 2000, с.18. [↑](#footnote-ref-240)
241. Составлено автором по данным группы Итерфакс ([www.cbonds.com](http://www.cbonds.com), [www.rusbonds.ru](http://www.rusbonds.ru)). [↑](#footnote-ref-241)
242. Афонцев С., Ли С.Д. Российский крупный бизнес в условиях глобального кризиса // Вопросы экономики. − 2013. − № 5, с. 41. [↑](#footnote-ref-242)
243. Составлено автором по данным [www.rts.micex.ru](http://www.rts.micex.ru/). [↑](#footnote-ref-243)
244. В России, в рамках традиционного европейского подхода, под IPO принято понимать любой из классических способов первичного размещения акций:

     * первичное публичное размещение акций, которые впервые размещаются на рынке, и их покупает широкий круг институциональных и частных инвесторов;
     * размещение среди узкого круга заранее отобранных инвесторов с получением листинга на бирже;
     * размещение компанией, акции которой уже торгуются на бирже, дополнительного выпуска акций на открытом рынке − вторичное публичное размещение (follow on);
     * публичную продажу крупного пакета, принадлежащего действующим акционерам (secondary public offering, SPO);
     * прямое публичное размещение от эмитента первичным инвесторам, минуя организованный рынок (direct public offering, DPO).

     [↑](#footnote-ref-244)
245. Верников А. Национальные чемпионы в структуре российского рынка банковских услуг // Вопросы экономики. − 2013. − № 3, с.97. [↑](#footnote-ref-245)
246. Старостина Н. Свои за границей // Профиль. Финансы и инвестиции. – 2006. − №20 (481) (www.profile.ru/items/?item=19061). [↑](#footnote-ref-246)
247. [www.vtb.ru](http://www.vtb.ru). [↑](#footnote-ref-247)
248. Алексашенко С. Кризис-2008: пора ставить диагноз // Вопросы экономики. –2008. − № 11. [↑](#footnote-ref-248)
249. Составлено автором по данным [www.rts.micex.ru](http://www.rts.micex.ru/). [↑](#footnote-ref-249)
250. www.ebrd.com/about/strategy/country/russia/stratrus.pdf. [↑](#footnote-ref-250)
251. <http://www.gazeta.ru/business/2014/07/24/6143725.shtml>. [↑](#footnote-ref-251)
252. Там же. [↑](#footnote-ref-252)
253. За последнее время саммиты Россия – ЕС проходили: 29 мая 2000 г. в Москве, 30 октября 2000 г. в Париже, 17 мая 2001 г. в Москве, 3 октября 2001 г. в Брюсселе, 31 мая 2003 г. в Санкт-Петербурге, 6 ноября 2003 г. в Риме, 10 мая 2005 г. в Москве, 25 мая 2006 г. в Сочи, 24 ноября 2006 г. в Хельсинки, 18 мая 2007 г. в Самаре, 26 октября 2007 г. в г. Мафра (Португалия), 26–27 июня 2007 г. в Ханты-Мансийске, 14 ноября 2008 г. в Ницце, 21–22 мая 2009 г. в Хабаровске, 18 ноября 2009 г. в Стокгольме, 2 июня 2010 г. в Ростове-на-Дону, 7 декабря 2010 г. в Брюсселе, 10 июня 2011 г. в Нижнем Новгороде, 15 декабря 2011 г. в Брюсселе, 3–4 июня 2012 г. в Санкт-Петербурге. [↑](#footnote-ref-253)
254. http://global-finances.ru/sektoralnyie-sanktsii-rotiv-finansovogo-sektora-rossii. [↑](#footnote-ref-254)
255. http://itar-tass.com/ekonomika/1353500. [↑](#footnote-ref-255)
256. С. 294 материалы опубликованы в статье Зимарин К.А. Ключевые тенденции становления рынка еврооблигаций // Философия хозяйства. Альманах Центра общественных наук и экономического факультета МГУ им. М.В. Ломоносова. − 2006. − № 4. С. 139−149. [↑](#footnote-ref-256)
257. С. 294 - 295 материалы опубликованы в статье Зимарин К.А.Еврооблигации в процессе развития европейской интеграции // Экономические науки. − 2012. − № 91. С. 204−209. [↑](#footnote-ref-257)
258. С. 295 - 296 материалы опубликованы в статье Зимарин К.А.Основные направления развития европейских фондовых рынков // Вопросы экономики и права. − 2012. − № 49. С. 180−185. [↑](#footnote-ref-258)
259. С. 298 материалы опубликованы в статье Зимарин К.А. Концептуальные основы формирования единой финансовой системы ЕС// Философия хозяйства. Альманах Центра общественных наук и экономического факультета МГУ им. М.В. Ломоносова. − 2006. − № 5. С. 111−122. [↑](#footnote-ref-259)