

УДК 339.924, 336.711, 336.744

Виктор ПИЩИК,

Пётр АЛЕКСЕЕВ

ИМПЕРАТИВЫ И РЕАЛИИ РЕФОРМИРОВАНИЯ ЕВРОПЕЙСКОГО ЭКОНОМИЧЕСКОГО И ВАЛЮТНОГО СОЮЗА*

Аннотация. Мировой финансово-экономический кризис 2008–2009 гг. выявил ряд острых проблем многоуровневой конструкции европейского Экономического и валютного союза. Их решение возложено главным образом на Европейский центральный банк как единственный системно значимый наднациональный финансовый регулятор. Проводимая на протяжении последних десяти лет нетрадиционная денежно-кредитная политика ЕЦБ в определённой мере способствовала выходу зоны евро из рецессии и дефляции. Однако дальнейшее развитие Евросоюза тормозится нарастанием проблем системного характера, включая падение конкурентоспособности экономики стран зоны евро, усиление финансово-экономических дисбалансов, перекосы в институциональной структуре управления ЭВС, восприимчивость к внешним шоковым воздействиям. В статье проведена классификация и проанализированы два кластера мер властей ЕС текущего и стратегического характера по преодолению рецессии и сглаживанию структурных диспропорций по критериям субъекта и объекта действия. Дана оценка программ количественного смягчения ЕЦБ и возможностей реализации плана действий Европейской Комиссии и других институтов управления ЕС по проведению структурных институциональных и рыночных реформ в контексте Брекзита и столкновения интересов различных стран зоны евро.

Ключевые слова: европейский Экономический и валютный союз, Европейский центральный банк, единая европейская валюта евро, дисбалансы зоны евро, нетрадиционная денежно-кредитная политика ЕЦБ, структурные реформы ЭВС.

История функционирования европейского Экономического и валютного союза (ЭВС) насчитывает почти два десятилетия и за этот период, несмотря на ряд проблем, в целом подтверждена состоятельность проекта европейской региональной валютно-финансовой интеграции. Значимость проекта обусловлена также тем, что на глобальном уровне впервые был апробирован сценарий формирования биполярной

© **Пищик Виктор Яковлевич** – доктор экономических наук, профессор Департамента мировой экономики и мировых финансов, Финансовый университет. **Адрес:** Россия, 125993 (ГСП-3) Москва, Ленинградский просп., 49. **E-mail:** pv915@mail.ru.

Алексеев Пётр Викторович – кандидат экономических наук, ведущий научный сотрудник Института исследований международных экономических отношений Департамента мировой экономики и мировых финансов, Финансовый университет. **Адрес:** Россия, 125993 (ГСП-3) Москва, Ленинградский просп., 49. **E-mail:** arv31@mail.ru.

*Статья подготовлена в рамках выполнения научно-исследовательской работы по гранту РФФИ №17-02-00347/17 “Разработка модели рационального валютно-финансового регулирования в России в контексте возросшей неустойчивости глобальных финансов”.

модели международной валютно-финансовой системы (МВФС) на основе доллара США и евро. Вместе с тем, как показала практика, за прошедший период евро не стал равноправным партнёром доллару в функции мировой валюты, так и не решив проблемы доверия к МВФС. “Единая валюта, – отмечает О.В. Буторина, – позволила Евросоюзу завершить институциональные мероприятия по формированию единого внутреннего рынка, а также повысить свой статус в управлении мировыми экономическими процессами. Тем не менее внутренний рынок ЕС не стал полностью однородным, а доллар сохранил лидирующую роль в мире” [Буторина, 2017: 27].

В большинстве сегментов мирового финансового рынка сохраняется трехкратный разрыв в использовании единой европейской валюты и доллара США, за исключением менее значительного отставания евро от американской валюты в функции международного средства платежа (см. таблицу 1).

Таблица 1.

**Доля евро, доллара США и японской иены в отдельных секторах
мирового финансового рынка в 2016 году, в %**

	Евро	Доллар США	Японская йена
Международный долг	22,7	60,3	2,7
Международные кредиты	21,9	57,7	3,9
Оборот мирового валютного рынка	18,0	45,9	8,8
Международное средство платежа	29,4	43,0	3,1
Международные валютные резервы	19,9	64,1	4,1

Источник: построено по данным: European Central Bank. The international role of the euro – Interim report, June 2016, p. 4. <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/euro-international-role-201606.en.pdf>

В последние годы, как признают власти Европейского Союза, внутри регионального объединения происходит нарастание проблем системного характера, главной из которых признается ослабление конкурентоспособности стран зоны евро и высокая степень уязвимости европейского финансового рынка, основанного на банкоориентированной модели финансирования экономики¹. Деструктивное воздействие системного кризиса на зону евро проявляется в более высокой степени макроэкономической уязвимости ЭВС к внешним шокам по сравнению с США, в растущей дифференциации между “богатыми” и “бедными” странами зоны евро, в неадекватности сложившейся системы институтов управления в зоне евро новым вызовам и потребностям в сфере регулирования структурных дисбалансов в ЭВС.

Самым серьезным испытанием для конструкции ЭВС в её нынешнем виде стал мировой финансово-экономический кризис 2008–2009 гг., последствия которого обострили накопленные дисбалансы в регионе и побудили власти Евросоюза к поиску новой эффективно действующей институциональной модели управления Экономическим и валютным союзом. Фундаментальной проблемой зоны евро, выяв-

¹ В подготовленной аналитической записке “четырёх председателей” к неформальному заседанию Европейского совета, состоявшемуся 12 февраля 2015 г. (председатель Европейской комиссии Ж.К. Юнкер, председатель Европейского совета Д. Туск, председатель Еврогруппы Й. Дейссельблум и президент ЕЦБ М. Драги) под названием “Подготовка к следующим шагам по улучшению экономического управления в зоне евро” было констатировано, что зона евро переживает системный кризис [European Council, 2015: 8].

ленной кризисом, признано в экспертном сообществе растущее несоответствие экономик значительного числа стран–членов ЭВС ранее обоснованным теоретиками требованиям реальной¹ и утверждённым в официальных документах количественным критериям номинальной конвергенции². Глобальный кризис стал триггером экономического, бюджетного и долгового кризисов в ЭВС. Существенные различия в адаптационных возможностях экономик к кризисным ситуациям различных стран зоны евро обусловили углубляющийся разрыв между относительно устойчивыми и состоятельными государствами (Германия, Франция, Нидерланды, Австрия, Финляндия), с одной стороны, и группой уязвимых к шоковым воздействиям стран с острой долговой проблемой (Греция, Ирландия, Испания, Италия, Португалия) – с другой. Как считает А.И. Бажан, слабые возможности защиты от кризиса Греции и других стран с острой долговой проблемой обусловлены тем, что их правительства “утратили способность проведения собственной структурной промышленной политики и поддержки национальных производств государственными средствами” [Бажан, 2012: 29].

Актуальным представляется провести систематизацию и дать оценку эффективности многообразия принимаемых программ, проектов и планов действий различных институтов управления Евросоюза по преодолению рецессии и сглаживанию структурных диспропорций по параметрам существенных характеристик мер, а также критериям субъекта и объекта их воздействия на экономику зоны евро. На объективность оценки результатов предпринимаемых руководством ЕС мер прямое влияние окажут последствия Брекзита, а также ход реализации обсуждаемых в настоящее время сценариев структурных реформ ЭВС.

Меры властей Евросоюза по поддержанию финансовой устойчивости и реформированию ЭВС

Усилия властей Евросоюза по преодолению рецессии и сглаживанию структурных диспропорций, предпринимаемые в течение последнего десятилетия, условно могут быть объединены в два кластера мер по параметрам субъекта и объекта действия (см. рис. 1).

¹ Согласно теории оптимальной валютной зоны Р. Манделла, лауреата Нобелевской премии, суть реальной конвергенции состоит в том, что две и более страны получают экономические выгоды от фиксации курсов валют по отношению друг к другу в том случае, если экономические циклы этих стран имеют весьма высокую корреляцию между собой. Оптимальной валютной зоной для них считается географический регион, границы которого могут быть определены понятием “внутренней факторной мобильности” в сочетании с “внешней факторной иммобильностью” [Mundell, 1961: 661].

² Номинальная конвергенция стран–кандидатов для вступления в ЭВС в соответствии с Маастрихтскими соглашениями 1992 года определяется следующими количественными критериями: а) по обеспечению стабильности цен – средний уровень инфляции в стране не должен превышать темпы роста цен в трех наиболее успешно справляющихся с инфляцией государствах ЕС более чем на 1,5%; б) по обеспечению устойчивости бюджета и государственного долга – верхний предел годового дефицита правительственного бюджета не должен превышать 3% объёма ВВП, а государственного долга – 60% размера ВВП; в) по обеспечению устойчивой конъюнктуры кредитного рынка – процентные ставки по долгосрочным кредитам в стране не должны превышать более чем на 2% уровень аналогичных ставок в государствах с самым низким уровнем инфляции.

В кластере программ и мероприятий первой группы, принятых к реализации на пике кризиса 2008–2009 гг. и на протяжении всего посткризисного периода вплоть до настоящего времени, субъектом выступает, главным образом ЕЦБ, а объектом – коммерческие банки, которым предоставляется практически неограниченная ликвидность в целях преодоления дефляции и стимулирования экономического роста.

Рисунок 1.

Меры Евросоюза по поддержанию финансовой устойчивости и реформированию ЭВС



Источник: составлено авторами.

Центральное место в системе регулятивных мер ЕЦБ на данном этапе отведено количественному расширению базы ликвидности в зоне евро. Меры этого кластера изначально носили большей частью характер спонтанной рефлекторной реакции на возникавшие кризисные ситуации. Кластер второй группы концептуальных документов и мероприятий властей Евросоюза рассчитан на средне- и долгосрочную перспективу и имеет в значительной степени системный стратегический характер. В данном случае субъектом мер выступают все наделённые полномочиями институты ЕС, а объектом – совокупность внутрирегиональных экономических, бюджетных, финансовых и валютных отношений.

Каждый из этих двух взаимодополняемых концептов новой конвергенции стран Евросоюза имеет свои особенности, влияющие на оценку эффективности их реализации в целях преодоления эрозии интеграционных процессов в ЕС.

Трансформация роли ЕЦБ

Под влиянием кризиса 2008–2009 гг. происходят качественные изменения роли и функций ЕЦБ, связанные с использованием методов нестандартной денежно-кредитной политики, прямым участием наднационального регулятора в реализации чрезвычайных мер по оказанию поддержки банкам и другим финансовым учреждениям государств –участников ЭВС. ЕЦБ предпринял меры по двум направлениям.

Современная Европа, 2017, №6

Во-первых, ЕЦБ допустил смягчение денежно-кредитной политики путём последовательного снижения базовой ставки рефинансирования с 4,25% с 8 октября 2008 г. до 0% с 10 марта 2016 г. Нулевой уровень ставки сохраняется до настоящего времени. Во-вторых, ЕЦБ по примеру ФРС США стал осуществлять расширенную прямую кредитную поддержку банковского сектора и проводить меры количественного смягчения (quantitative easing). Нестандартная денежно-кредитная политика практикуется ЕЦБ в течение последних десяти лет в различных модификациях своих форм и методов.

С осени 2008 г. ЕЦБ приступил к реализации обширной программы кредитной поддержки банков, включая приобретение обеспеченных правительственных облигаций (covered bonds), в целях обеспечения доступа кредитных организаций к финансовым ресурсам долгосрочного рефинансирования (Long Term Refinancing Operations, LTRO)¹.

К концу 2014 г. потребовался переход к новым, более радикальным методам нетрадиционной денежно-кредитной политики ЕЦБ в целях стимулирования кредитования банками реального сектора экономики. В сентябре и декабре 2014 г. ЕЦБ реализовал два раунда целевых операций долгосрочного рефинансирования (Targeted Long Term Refinancing Operations, TLTRO), обеспечив банкам стран зоны евро доступ к целевым кредитам ЕЦБ в соответствии с установленными нормативами².

С 9 марта 2015 г. ЕЦБ приступил к реализации ещё одной программы целевого долгосрочного рефинансирования операций, рассчитанной первоначально на 18 месяцев до сентября 2016 г. ЕЦБ выкупал у центральных банков стран зоны государственные долговые обязательства с инвестиционным рейтингом со сроком погашения от 2 до 30 лет на сумму 60 млрд евро ежемесячно. Программа предусматривала также покупку активов частного сектора, находящихся в портфелях банков.

Объёмы дополнительного кредитования в рамках данной программы TLTRO были обусловлены размером нетто кредитов реальному сектору экономики. В этом состояла суть целевого рефинансирования, направленного на стимулирование инвестиционного спроса и преодоление дефляции. По мнению ЕЦБ, данный тип кредитования позволяет банкам увеличивать «кредитное плечо», устанавливая тесную зависимость сумм предоставляемых ЕЦБ ресурсов от размера нетто кредитования банком нефинансовых предприятий.

В середине 2016 г. возникли дополнительные риски неопределённости в зоне евро в связи с результатами состоявшегося 23 июня референдума в Великобритании, на котором 51,9% избирателей проголосовали за выход страны из Евросоюза. ЕЦБ с июля 2016 г. запустил второй раунд программы количественного смягчения – TLTRO II. Ежемесячный объём выкупа активов был увеличен с 60 до 80 млрд евро. В новой версии программы, помимо увеличения суммы выкупа активов, также

¹ Общая сумма рефинансирования банков по данной программе достигла на начало 2009 г. 850 млрд евро. Последующие два раунда программы LTRO привели к кратковременному росту активов ЕЦБ в 2011–2012 гг. до 3,0 трлн евро на 31 декабря 2012 г, увеличив объём вливаемой ликвидности в экономику зоны евро.

² Норматив целевых операций рефинансирования банков был определён ЕЦБ в размере 7% от общей суммы банковских кредитов нефинансовым предприятиям стран зоны евро (на конец апреля 2014 г.). Это позволило получить нефинансовому сектору стран зоны евро кредитов на сумму около 400 млрд евро.

расширен список для их покупки путём включения в него еврооблигаций, эмитированных небанковскими организациями еврозоны.

С апреля 2016 г. объём ежемесячного выкупа активов был снижен до 60 млрд евро в месяц, а срок действия программы TLTRO II продлён до конца 2017 года.

Эффективность мер нестандартной денежно-кредитной политики ЕЦБ

Эксперты признают определённый эффект для экономики стран ЭВС широкомасштабных многолетних операций ЕЦБ по вливанию в финансовую систему зоны евро легко доступной для банков и компаний дополнительной ликвидности. К концу 2016 г. баланс ЕЦБ вырос до 3,3 трлн евро и стал сопоставим с балансом ФРС в размере 3,9 трлн евро. Наметился постепенный, хотя и неустойчивый выход зоны евро из рецессии. Темп прироста ВВП перешёл из зоны отрицательных значений в положительную: с $-5,5\%$ в I квартале 2009 г. до $1,9\%$ в I квартале 2017 года. Наметилось также преодоление дефляции: падение гармонизированного индекса потребительских цен на $0,7\%$ в июле 2009 г. сменилось его приростом на $1,4\%$ в мае 2017 г. [ECB Statistical Data Warehouse, 2017]. По оценкам аналитиков британского банка Barclays, снижение стоимости обслуживания накопленных долгов за счёт близких к нулю процентных ставок и программ количественного смягчения позволили замедлить к концу 2016 г. рост государственного долга в Испании, Италии и Португалии в пределах до $1-5\%$ ВВП, который в обычных условиях составил бы $12-14\%$ ВВП.

Вместе с тем под влиянием происходящей трансформации роли Европейского центрального банка как наднационального регулятора и прямого участника операций на финансовом рынке снижается качество и эффективность единой монетарной политики ЕЦБ в средне- и долгосрочной перспективе в следующих аспектах.

Во-первых, проведение нетрадиционной монетарной политики центральных банков ведущих регионов мира, включая ЕЦБ, обусловило феномен так называемой “новой реальности”, в которой темпы прироста экономики в $1,5-2,0\%$ в год с помощью методов такой политики считаются вполне нормальными, откладывая проведение болезненных структурных реформ.

Во-вторых, растёт долговая нагрузка на экономику стран зоны евро: за период с IV квартала 2007 г. по IV квартал 2016 г. соотношение госдолга к ВВП зоны евро увеличилось с 65 до 90% ВВП, причём наиболее острой проблема суверенных долгов остаётся для южноевропейских стран региона.

В-третьих, снижается доверие к политике ЕЦБ: раздувание баланса и фактическое исчерпание надёжных немецких и французских государственных облигаций в качестве обеспечения эмиссии дополнительной ликвидности вынуждает ЕЦБ покупать не только рискованные итальянские гособлигации, но в отдельных случаях и так называемые “мусорные” корпоративные облигации, например, итальянских компаний¹.

¹ Расширение списка покупки ЕЦБ ценных бумаг в марте 2016 г. за счёт включения в него еврооблигаций, эмитированных небанковскими организациями еврозоны, позволило Европейскому центрбанку в сентябре 2016 г. впервые купить бумаги компании Telecom

В-четвёртых, вопреки целевой направленности политики ЕЦБ на поддержание устойчивости, обостряется проблема системного риска макроэкономической нестабильности в зоне евро вследствие преимущественного роста потребительского и спекулятивного спроса в ущерб инвестиционной активности в реальном секторе экономики¹.

По общему признанию, единая денежно-кредитная политика ЕЦБ может стать действительно эффективной для консолидации ЭВС, если она будет опираться на необходимые структурные и институциональные преобразования, включая реформы на европейском финансовом рынке, переход стран-членов ЭВС к согласованной налогово-бюджетной политике, обеспечивающей совместными усилиями денежных и финансовых властей макроэкономическую устойчивость в регионе. По мнению аналитиков британского Банка Barclays, при отсутствии действенных структурных реформ в ЭВС дальнейшее проведение ЕЦБ количественного смягчения, “будет полностью бесполезным”².

Меры структурного реформирования ЭВС

Первые меры посткризисного периода по реформированию институциональной структуры ЭВС относятся к 2012–2014 гг. С 27 сентября 2012 г. в зоне евро функционирует Европейский стабилизационный механизм (European Stability Mechanism, ESM) как региональная международная организация, которая предоставляет финансовую поддержку странам-членам ЭВС в случае обострения финансовых проблем. ЕСМ является элементом постоянно действующей страховочной сети еврозоны с максимальной способностью заимствования в 700 млрд евро. ЕСМ предоставляет стабилизационные кредиты в рамках макроэкономических адаптационных программ (суверенные займы), реализует программы банковской рекапитализации, оказывает странам превентивную финансовую помощь, а также первичную и вторичную рыночную помощь. В 2013–2014 гг. был принят ряд законодательных актов и институциональных мер³, обеспечивающих гармонизацию пруденциальных требований к кредитным организациям и инвестиционным компаниям, формирование Банковского союза, включая создание с 1 ноября 2014 г. в зоне евро Единого надзорного механизма (Single Supervisory Mechanism, SSM), осуше-

Italia SpA, которые относятся к классу рисковых активов. “Мусорный” рейтинг присвоен ей агентствами Moody’s Investors Service и S&P Global Ratings.

¹ Как отмечает известный российский экономист Е.С. Хесин, избыточная ликвидность в результате проведения нетрадиционной монетарной политики “в непропорциональных размерах идёт на создание финансовых накоплений и надувание пузырей на рынках активов, а не на укрепление реальной экономики”. По его оценкам, лишь 15% быстро растущих активов банков зоны евро направляется в реальную экономику [Хесин, 2016: 36].

² <https://www.investmentbank.barclays.com/our-insights.html>

³ Regulation (EU) No 575/2013 of the European Parliament and the Council of 26 June 2013 on prudential requirements for credit institutions and investment firms and amending Regulation (EU) No 648/2012; Commission Delegated Regulation (EU) 2015/35 of 10 October 2014 supplementing Directive 2009/138/EC of the European Parliament and of the Council on the taking-up and pursuit of the business of Insurance and Reinsurance.

ствляющего прямой надзор за системно значимыми банками, а также меры по развитию рынков страхования и перестрахования.

Основная проблема формирования новой конструкции ЭВС в первой половине 2010-х гг., состояла в том, что принимаемые меры не были системными, касались преимущественно банковского сектора, и их внедрение происходило с большим опозданием.

С 2015 г. руководство Евросоюза сделало приоритетом своей деятельности разработку и реализацию средне- и долгосрочных планов по структурному реформированию ЭВС и завершению его строительства на качественно новом уровне. Субъектом реформ выступила система наднациональных и межгосударственных институтов управления ЭВС, а объектом – весь спектр отношений в валютном, бюджетном, финансовом и банковском секторах экономики государств–членов Евросоюза. Новые проекты носят не замещающий, а комплементарный, дополняющий характер мер политики ЕЦБ по количественному расширению базы ликвидности в зоне евро, став их логическим продолжением.

Старт перехода к качественно новому этапу интеграционного сотрудничества в посткризисный период формально дан публикацией 22 июня 2015 г., подготовленного высшим руководством ЕС доклада “Завершение европейского Экономического и валютного союза”. Документ, получивший название “Доклад пяти председателей”, направлен на разрешение накопившихся в Европейском Союзе проблем системного характера и содержит амбициозный план реформирования ЭВС и завершения его строительства в обновленном виде к 2025 году¹.

Акцент в содержательной части доклада сделан на проведение институциональных реформ. Ставилась задача реализовать алгоритм создания мегаобъединения в виде “союза союзов”, обеспечивающего достижение подлинной реальной конвергенции в рамках ЭВС, в следующей последовательности:

– завершить в первоочередном порядке ранее созданный на базе единого европейского рынка Экономический союз, обеспечивающий структурную совместимость национальных экономик и повышение их конкурентоспособности путём укрепления процедур устранения межстрановых макроэкономических дисбалансов, формализации процесса конвергенции мерами по соблюдению странами более жёсткой дисциплины;

– создать двухопорный финансовый союз, включающий: а) банковский союз с региональным механизмом бридж-финансирования банков, единой системой депозитного страхования и эффективным инструментарием прямой рекапитализации банков; и б) Союз рынков капитала для всех стран ЕС с полным устранением к концу 2019 г. ограничений на свободное трансграничное передвижение капитала в ЕС, консолидацию и диверсификацию институтов посредничества на европейском финансовом рынке;

¹ Доклад подготовлен председателем Европейской комиссии Ж.К. Юнкером в тесном взаимодействии с председателем Европейского совета Д. Туском, председателем Еврогруппы Й. Дейссельблумом, президентом ЕЦБ М. Драги и бывшим председателем европарламента М. Шульцем. J.-C. Juncker, D. Tusk, J. Dijsselbloem, M. Draghi, and M. Schulz. Completing Europe's Economic and Monetary Union, 2015. https://ec.europa.eu/commission/publications/five-presidents-report-completing-europes-economic-and-monetary-union_en

– учредить налоговый союз, включающий Европейское фискальное управление (European Fiscal Board, EFB), выносящее независимые оценки о том, в какой степени исполнение национальных бюджетов соотносится с целями и рекомендациями Европейской комиссии по соблюдению установленных фискальных правил. На основе рекомендаций ЕФУ Европейская комиссия принимает решения, обязательные странами к исполнению. В 2025 г. предполагается создать казначейство зоны евро, подотчётное властям Евросоюза;

Особая роль в системе мер по реформированию Экономического и валютного союза отводится наряду с институциональными реформами созданию Союза рынков капитала, рассматриваемого как ключевой рыночный компонент консолидации и повышения конкурентоспособности ЭВС. Европейская комиссия в сентябре 2015 г. разработала план действий по созданию Союза рынков капитала для всех 28 стран-членов ЕС на период до 2019 г. [Action Plan, 2015: 30]. Стратегической целью СРК является переход европейского финансового рынка на качественно новый уровень развития и повышение его роли как надёжного и эффективно действующего канала трансмиссии между сбережениями и инвестициями в экономический рост. Одной из приоритетных задач структурной перестройки европейского финансового рынка с опорой на СРК является повышение роли рыночно ориентированной модели фондирования инвестиций на рынках ценных бумаг. Большинство экспертов, осторожно оценивая возможные результаты реализации плана действий, сходятся во мнении, что 2019 год может стать лишь отправным пунктом для создания союза рынков капитала, а достижение ощутимого прогресса займёт многие годы¹.

Влияние Брекзита на перспективы реформирования ЭВС

Решение правительства Великобритании о выходе из ЕС по результатам состоявшегося 23 июня 2016 г. референдума и одобренный палатой лордов британского парламента 14 марта 2017 г. соответствующий законопроект создают прецедент, который негативно повлияет на перспективы реформирования Евросоюза. По общему признанию, Брекзит обостряет риски неопределённости и влечёт за собой негативные последствия как для самой Великобритании, так и для перспектив финансово-экономической интеграции остальных государств-членов Европейского Союза. МВФ прогнозирует усиление финансовой напряжённости в мире, прежде всего в Европе и значительное снижение уверенности инвесторов и потребителей, особенно в случае неупорядоченного выхода страны из ЕС [IMF, 2016: 9]. Дополнительным фактором неопределённости в британской экономике стали результаты состоявшихся 8 июня 2017 г. досрочных выборов в парламент страны, существенно

¹ “Мы можем пройти часть пути к 2019 году, – отмечает британский инвестиционный аналитик К. Каммингс, – но чтобы создать финансовый рынок с уровнем сложности американского рынка капитала, потребуется намного больше времени”. <http://ru.reuters.com/article/businessNews/idRUKBN0L10UZ20150128?pageNumber=1&virtualBrandChannel=0>. Thomson Reuters 2015.

ослабивших стартовые позиции правительства консерваторов во главе с Т. Мэй на переговорах по брекзиту¹.

Брекзит негативно повлияет на европейский финансовый рынок. Усилятся фрагментация рынка капиталов в регионе. Затормозится реализация проекта создания Союза рынков капитала. Осложнится формирование нормативно-правовой базы СРК для 27 стран и снизится качество его функционирования без Лондонского финансового центра.

Риски неопределённости брекзита могут стать для ЕС триггером обострения накопившихся региональных системных проблем, сочетающих институциональный, банковский, долговой и миграционный кризисы. Политический риск “заражения” брекзитом может подстегнуть тенденцию дезинтеграции в ЕС, в том числе в направлении реформирования Союза и фрагментации состава его участников на отдельные группы стран, которые могут объединяться по новым критериям и правилам. Будущее Евросоюза во многом будет зависеть от взвешенных, продуманных решений властей Евросоюза и Британии о судьбе двусторонних партнёрских отношений.

Сценарии реформирования Европейского Союза

Ж.К. Юнкер, председатель Европейской комиссии представил 1 марта 2017 г. в Европейском парламенте Белую книгу под названием “Путь к единству ЕС в составе 27”, посвящённую 60-й годовщине основания Европейского Союза. Документ содержит утверждённые Еврокомиссией пять сценариев стратегии дальнейшего развития ЕС после брекзита, инициируя кампанию по их обсуждению.²

Сразу после публикации Белой книги сценарий “Европы разных скоростей” по принципу “Кто хочет больше, делает больше” стал наиболее обсуждаемым. На проходившем 9–10 марта 2017 г. саммите ЕС данный вариант развития событий вызвал резкое неприятие со стороны Польши³ и её соседей по Вышеградской группе (Венгрии, Словакии, Чехии). Эти страны опасаются оказаться за ограничительной линией более тесной интеграции Франции, Германии и ряда других стран, активно поддержавших эту идею. Активизация роли франко-германского альянса в вопросах консолидации ЭВС нашла подтверждение после победы Э. Макрона на

¹ По результатам проведенного после парламентских выборов опроса британского Совета директоров, объединяющего 700 глав крупнейших компаний, 57% отметили, что придерживаются пессимистичных оценок в отношении перспектив британской экономики и лишь 20% – оптимистических. Это оказалось хуже, чем по результатам аналогичного опроса сразу после референдума 23 июня 2016 г., когда о своём пессимизме заявили 42%, а оптимистических оценок придерживались 35%. <http://www.vestifinance.ru/articles/86713>

² Целью обсуждения, проводимого по решению Европейского парламента и Еврокомиссии, является зондирование общественного мнения в странах–членах Евросоюза для определения стратегии будущего развития европейской интеграции и принятия решения по данному вопросу на саммите государств–членов ЕС в декабре 2017 г. В Белой книге представлены следующие сценарии реформирования ЭВС: 1) “Продолжаем утвержденный ранее путь”; 2) “Единый рынок прежде всего”; 3) “Кто хочет больше, делает больше”; 4) “Делаем меньше, но эффективнее”; 5) “Делаем вместе значительно больше” [European Commission White Paper, 2017].

³ Польша получает самые значительные денежные субсидии от Евросоюза: в 2015 г. эта цифра составила 13,4 млрд евро.

президентских выборах во Франции 7 мая 2017 г. и состоявшейся неделю спустя его встречи в Берлине с канцлером ФРГ А. Меркель, на которой лидеры двух ведущих стран ЕС анонсировали разработку Дорожной карты по углублению интеграции стран ЕС.

Европейская комиссия в развитие достигнутых между А. Меркель и Э. Макроном договоренностей 31 мая 2017 г. опубликовала аналитический доклад “Размышления по вопросу углубления Экономического и валютного союза”. Представленный доклад рассматривается как “приглашение для всех выразить свои взгляды на будущее Экономического и валютного союза в рамках более широких дискуссий о будущем Европы” [European Commission Reflection Paper, 2017: 29]. Авторы документа критически осмысливают опыт почти двух десятилетий функционирования зоны евро, дополняя положения опубликованного в 2015 г. “Доклада пяти председателей” конкретизацией практических шагов по завершению строительства ЭВС в ближайшие годы (2017–2019 гг.)¹ и особенно на среднесрочную перспективу (2020–2025 гг.). В ходе реализации амбициозного плана институциональных структурных реформ ЭВС предлагается до 2025 г. создать Казначейство зоны евро, управляемое назначаемым штатным наднациональным министром финансов и учредить на базе европейского стабилизационного механизма новый региональный финансовый институт – Европейский валютный фонд (ЕВФ). Перечень компетенций единого казначейства, сформулированный ещё в докладе “пяти председателей” (осуществление макроэкономического и фискального надзора при поддержке Европейского фискального управления), предлагается дополнить качественно новыми функциями и финансовыми инструментами. К их числу относятся: обеспечение макроэкономической устойчивости и формирование с этой целью единого бюджета зоны евро, а также координация эмиссии общих евробондов зоны евро (европейского надежного актива, European safe asset) – аналога американских казначейских долговых обязательств.

Европейский валютный фонд рассматривается в докладе как проект института, создаваемого на базе европейского стабилизационного механизма и обеспечивающего финансовую устойчивость в зоне евро автономно от МВФ и других международных финансовых институтов. К числу задач ЕВФ предлагается отнести: а) предоставление странам зоны евро с помощью совместных финансовых механизмов текущей ликвидности; и б) выполнение функции кредитора “последней инстанции” для Банковского союза зоны евро.

Германия и Франция, взяв на себя роль “локомотивов” интеграции и соглашаясь с общей целевой направленностью “нового курса” руководства ЕС на структурные реформы и финансовую консолидацию зоны евро, в том числе путём создания Европейского валютного фонда, все же сохраняют в ряде случаев различные подходы к задачам и функциям действующих и вновь создаваемых институтов ЭВС. По мнению Э. Макрона, акцент в новой стратегии завершения ЭВС следует сделать

¹ В период до конца 2019 г. предполагается завершить формирование Банковского союза и Союза рынков капитала, включая создание финансовых гарантий для Фонда оказания помощи проблемным банкам (Single Resolution Fund, SRD) и принятие мер по снижению рисков в финансовом секторе и Европейском механизме страхования депозитов (European Deposit Insurance Scheme, EDIS).

на первоочередном создании единого бюджета для реализации совместных инвестиционных проектов и учреждении поста министра финансов зоны евро, который мог бы распоряжаться общими финансовыми ресурсами, в том числе для стран, находящихся в затруднительном положении. В свою очередь, А. Меркель и министр финансов ФРГ В. Шойбле, в целом поддерживая идеи французского президента по проведению структурных реформ, акцентируют внимание на необходимости сопровождения их жёсткой бюджетной дисциплиной. В. Шойбле выступает также категорически против идеи выпуска общих евробондов зоны евро, опасаясь, что «партнёры Германии наберут дешёвых кредитов, а отдуваться придётся налогоплательщикам» [WSJ: 19.05.2017].

* * *

Функционирование в течение двух последних десятилетий европейского ЭВС, несмотря на ряд проблем системного характера, подтверждает востребованность данного проекта и твёрдое намерение властей Евросоюза продолжать его реализацию.

Мировой финансовый кризис 2008–2009 гг. выявил высокую степень уязвимости зоны евро. Единая европейская валюта за прошедший период так и не стала равноправным партнёром ключевой резервной валюты. С момента введения евро его доля в обороте глобального валютного рынка имеет общую тенденцию к постепенному снижению при сохранении почти троекратного разрыва с удельным весом доллара США на данном сегменте мирового финансового рынка.

Меры нетрадиционной денежно-кредитной политики ЕЦБ по количественному расширению ликвидности в зоне евро позволили на определённом этапе несколько сгладить негативные последствия кризиса, но одновременно усилили дисбаланс между возросшим потребительским и спекулятивным спросом и спадом инвестиционной активности, обостряя проблему устойчивого роста экономики на перспективу. Разработка и реализация с 2015 г. совместных среднесрочных планов действия и программ структурных институциональных и рыночных реформ происходит в сложных условиях поляризации стран зоны евро на «богатые» и «бедные», по-разному оценивающих их содержание и последствия для национальных экономик. Разногласия сохраняются также между ведущими партнёрами по ЭВС – Францией и Германией в отношении содержания и подходов к проведению структурных реформ, предлагаемых Европейской комиссией. Брекзит дополнительно осложняет реализацию проекта углубления и завершения европейского ЭВС, включая создание Союза рынков капитала.

Будущее Европейского Союза подвержено шокам неопределённости и во многом зависит от способности властей ЕС последовательно реализовать программы реформирования ЭВС конструктивно выстроить взаимоотношения между странами-членами Евросоюза, а также с Великобританией после её выхода из ЕС.

Список литературы

Бажан А.И. (2012) Двойной долговой кризис в еврозоне. Долговой кризис в ЕС и перспективы евро. Доклады Института Европы № 276. Москва, Институт Европы РАН, 2012. С. 25–32.

Буторина О.В. (2017) Негативные и позитивные задачи Европейского валютного союза // *Современная Европа*. № 2 (74). С. 18–29.

Современная Европа, 2017, №6

Хесин Е.С. (2016) Современная мировая экономика: финансы и накопление капитала // *Деньги и кредит*. 2016. №8. С. 31–36.

References

- Bazhan A.I. (2012) Dvojnoj dolgovoј krizis v evrozone. Dolgovoј krizis v ES i perspektivy evro. Doklady Instituta Evropy № 276. Moskva, Institut Evropy RAN, 2012. S. 25–32.
- Butorina O.V. (2017) Negativnye i pozitivnye zadachi Evropejskogo valjutnogo sojuza // *Sovremennaja Evropa*. № 2 (74). S. 18–29.
- European Central Bank Statistical Data Warehouse. <http://sdw.ecb.europa.eu/>
- European Commission (2017) White Paper on the Future of Europe. Reflections and scenarios for the EU27 by 2025. https://ec.europa.eu/commission/sites/beta-political/files/white_paper_on_the_future_of_europe_en.pdf.
- European Commission (2017) Reflection Paper on the Deepening of Economic and Monetary Union. https://ec.europa.eu/commission/sites/beta-political/files/reflection-paper-emu_en_2.pdf.
- European Commission (2015) Action Plan on Building a Capital Markets Union.
- European Council (2015) Preparing for Next Steps on Better Economic Governance in the Euro Area. Analytical Note. https://ec.europa.eu/commission/sites/beta-political/files/analytical_note_en.pdf.
- International Monetary Fund (2016) World Economic Outlook: An update of the key WEO projections. Uncertainty in the Aftermath of the U.K. Referendum. 19.07.2016.
- Hesin E.S. (2016) Sovremennaja mirovaja jekonomika: finansy i nakoplenie kapitala // *Den'gi i kredit*. 2016. №8. S. 31–36.
- Mundell R.A. (1961) A Theory of Optimum Currency Area. *The American Economic Review*, Vol. 51, Issue 4. P. 657–665.
- The Wall Street Journal, 19.05.2017. <https://www.wsj.com/europe>.

Imperatives and Reality of Reforming the European Economic and Monetary Union

Authors: Pishik V., Doctor of Science (Economics), Professor, Department of World Economy and World Finance, Financial University of the Government of Russian Federation. **Address:** 49, Leningradsky Prospect, Moscow, Russia, 125993 (GSP-3). **E-mail:** pv915@mail.ru;

Alekseev P., Candidate of Science (Economics), Leading Researcher, Institute for Research of International Economic Relations, Department of World Economy and World Finance, Financial University of the Government of Russian Federation. **Address:** 49, Leningradsky Prospect, Moscow, Russia, 125993 (GSP-3). **E-mail:** apv31@mail.ru.

Abstract. The world financial and economic crisis of 2008–2009 has revealed a number of acute problems of the multi-level construction of the European Economic and Monetary Union. Their solution is entrusted mainly to the European Central Bank as the only systemically supranational financial regulator. The unconventional monetary policy of the ECB over the past ten years has contributed to the euro zone's escape from recession and deflation. However, the further development of the European Union is hindered by the growth of systemic problems: a decline in the competitiveness of the economies of the euro area countries, increased financial and economic imbalances, imbalances in the institutional structure of EMU management, and vulnerability to external shocks. The article classifies and analyzes two clusters of measures of the current and strategic EU authorities to overcome the recession and smooth out structural disproportions according to the criteria of the subject and the object of the action. The author undertakes the evaluation of the ECB quantitative easing programme and possibilities of implementing the EU action plan and efforts of other EU governance institutions in the sphere of structural institutional and market reforms in the context of Brexit and the clash of interests of various groups of countries in the euro area.

Key words: Economic and Monetary Union, European Central Bank, single European currency, euro, euro area imbalances, unconventional monetary policy, structural reforms.