



# ЕС: От валютного союза к финансовому

## Преодолевая последние препятствия на пути к финансовой интеграции в Европе

Вим Фонтейн

**В** РИМСКОМ договоре 1957 года отцы-основатели Европейского союза (ЕС) поставили задачу создать общий рынок, в рамках которого могли бы свободно перемещаться товары, услуги, люди и капитал. Серьезные попытки финансовой интеграции стали предприниматься в 1980-е годы, когда были сняты ограничения на счета операций с капиталом и введена единая банковская лицензия. Но хотя формально создание единого рынка было завершено к концу 1992 года, оставались значительные препятствия для трансграничной деятельности, в том числе в сфере финансовых услуг. Новым импульсом к финансовой интеграции стало введение евро в 1999 году, устранившее связанные с обменными курсами затраты и риски осуществления трансграничных операций. Однако дальнейший прогресс оказался более трудным, чем ожидалось.

Европейские официальные органы приняли прагматичный подход к интеграции, который предполагает выявление и устранение конкретных препятствий, возлагая задачу воплощения интеграции в реальность на участников рынка. Такой прагматизм объясняется сложностью проблем и тем фактом, что радикальные решения — такие как создание единой системы права, регулирования и надзора в ЕС — считаются политически нецелесообразными. Этот подход до настоящего времени был эффективным, поскольку многие чисто технические препятствия для интеграции были ликвидированы, что принесло крупные выгоды в виде удешевления капитала и повышения качества обслуживания предприятий и потребителей. Однако оставшиеся барьеры на пути к полной финансовой интеграции труднопреодолимы, и для их устранения потребуется твердая политическая воля.

### Почему важна финансовая интеграция?

Финансовая интеграция дает возможность инвесторам добиваться более высокой прибыли и снижения рисков за счет диверсификации и позволяет заемщикам привлекать более надежное финансирование с меньшими затратами на более емких и более совершенных рынках. Это приносит непосредственные выгоды потребителям и предприятиям и, благодаря взаимодействию с другими экономическими изменениями, такими как технологические инновации, должно обеспечить более быстрый рост производительности труда и экономики в целом. Вместе с тем выявление, моделирование и количественная оценка таких динамических эффектов является сложной задачей. Поэтому большинство исследований, посвященных выгодам финансовой интеграции, ограничивается количественным определением статических эффектов. Например, по оценкам публикаций London Economics (2002, 2005), сокращение затрат компаний на финансирование в ре-

зультате интеграции рынков облигаций и акций и банковских рынков вызовет повышение реального ВВП ЕС на 1,1 процента, а занятости — на 0,5 процента (то есть приведет к созданию приблизительно одного миллиона новых рабочих мест), а ускоренная интеграция европейских ипотечных рынков за первые 10 лет может принести чистый выигрыш в размере 0,9 процента ВВП. В работе Giannetti et al. (2002), в которой делается попытка количественно оценить динамические эффекты, утверждается, что интеграция, в результате которой финансовое развитие ЕС достигнет уровня США, приведет к повышению темпов роста обрабатывающей промышленности ЕС почти на один процентный пункт в год. Интеграция, скорее всего, будет выгодна всем членам ЕС, но более всего выиграют страны с недостаточно развитой финансовой системой, в частности, новые государства-члены.

Впрочем, финансовая интеграция приносит не только выгоды; она также позволяет шокам более свободно распространяться между странами. Поэтому необходимым дополнением к интегрированному финансовому рынку является действенная интегрированная система обеспечения финансовой стабильности.

### Текущее состояние дел

В целом, Европа достигла значительных успехов в создании единого рынка оптовых *финансовых услуг*, диапазон которых простирается от рынков капитала до оказания финансовых услуг крупным клиентам из корпоративного и государственного секторов. Поставщики финансовых услуг, их крупные клиенты и институциональные инвесторы в настоящее время, по существу, ведут операции в общеевропейском (если не в глобальном) масштабе. Оптовая финансовая деятельность в Европе все больше сосредотачивается в нескольких финансовых центрах, важнейшим из которых стал Лондон. На некоторых рынках интеграция вызвала быстрое развитие с точки зрения качества и количества предлагаемых услуг. Например, инвестиционная деятельность банков сегодня почти полностью интегрирована и характеризуется высокой конкуренцией и сложностью, отчасти из-за привнесенных учреждениями США технологий и конкурентного давления. После образования валютного союза рынки корпоративных и государственных облигаций стали гораздо более емкими и более ликвидными, что способствовало нынешним самым низким за всю историю спредам между доходностью облигаций, выпускаемых правительствами разных стран. На глобальном уровне эмиссия облигаций, выраженных в евро, в настоящее время достигла примерно того же уровня, что и выпуск облигаций, выраженных в долларах. Наконец, нормы прибыли на рынке акций становятся все более коррелирован-

ными, что объясняется увеличением объема трансграничных портфельных потоков и инвестиционных стратегий, а также углублением реальной экономической интеграции.

Но даже на оптовом уровне некоторые финансовые рынки менее интегрированы, чем другие. Различия в законодательстве сдерживали интеграцию рынков инструментов с обеспечением, например, ценных бумаг, обеспеченных активами, а сохраняющаяся фрагментация систем клиринга и расчетов в Европе (которые гарантируют осуществление оплаты и передачи прав собственности после заключения сделки) препятствовала интеграции рынков акций. Несмотря на слияние ряда фондовых рынков — с образованием транснациональных структур, таких как биржи Euronext и OMX (в странах Северной Европы и Балтии) — или повышение уровня их взаимодействия (например, биржа производных инструментов Eurex является совместным предприятием, созданным фондовыми биржами Германии и Швейцарии), доминирующее положение по-прежнему занимают национальные рынки, а трансграничная торговля остается более дорогостоящей и менее распространенной, чем внутренние операции.

Тем не менее *розничные финансовые рынки ЕС*, которые предоставляют финансовые услуги примерно 460 миллионам потребителей, остаются фрагментированными и отстают от оптовых финансовых услуг, несмотря на благотворное влияние интеграции оптовых рынков. К позитивным изменениям относятся быстрая экспансия западноевропейских банков в Центральную и Восточную Европу и формирование крупных международных финансовых конгломератов учреждениями из небольших стран. Темпы консолидации в банковском секторе, по-видимому, также растут: недавно было успешно проведено несколько крупных трансграничных слияний и поглощений, что улучшило обстановку для осуществления таких операций. Но в целом происходит лишь медленное сокращение национальных барьеров для трансграничной банковской деятельности. Некоторые государства-члены по-прежнему оказывают предпочтение «ведущим национальным учреждениям» или сохраняют значительный уровень государственной собственности в финансовых учреждениях. В то же время банки, которые ведут активные трансграничные операции, должны по-прежнему затрачивать немалые ресурсы, приспосабливая свои розничные продукты к особенностям национальных рынков ввиду различий в механизмах защиты потребителей, договорном праве и налогообложении. Эти сложности заставили банки при организации своей трансграничной деятельности в большей мере опираться на зарубежные дочерние предприятия, чем на филиалы, тем самым упуская важные аспекты эффективности.

### Сохраняющиеся препятствия

Две главные предпосылки достижения полной финансовой интеграции — более емкие рынки капитала в ЕС и пруденциальный режим, адаптированный к условиям интегрированного рынка, на котором проводятся все более сложные финансовые операции.

**Проблемы рынков капитала.** Развитие финансовых рынков будет оказывать важное воздействие на финансовую интеграцию других рынков. Рынки капитала в ЕС намного уже относительно размеров экономики, а валюта балансов банков намного крупнее, чем в США (см. таблицу). Вследствие этого часто считают, что основу финансовой системы в ЕС составляют банки, а в США — рынок. Однако в действительности это различие не столь очевидно. Если абстрагироваться от балансов банков и в какой-то мере от числа филиалов, эти две банковские системы играют сходную по значимости роль. Банки США также выдают не меньше кредитов, чем банки

ЕС, но они секьюритизируют значительно гораздо большую долю своих ссуд, тем самым исключая их из балансов. Поэтому более высокая валюта балансов европейских банков и меньшие размеры рынков капитала — явления, напрямую связанные между собой.

Банки в ЕС также менее рентабельны, чем банки США. В исследовании IMF (2005) указывается, что более низкая рентабельность не является результатом более сильной конкуренции. Вероятно, она обусловлена тем фактом, что банки в ЕС в меньшей степени специализируются на деятельности с высокой добавленной стоимостью. В то время как банки США путем секьюритизации передают стандартизованные риски рынкам, а сами управляют приносящими большую прибыль нестандартными рисками, европейские банки отражают на счетах большую часть своих активов. Отчасти это объясняется более низким уровнем развития, несовершенством или фрагментарностью рынков капитала. Например, ипотечные ссуды в США в основном секьюритизируются (в виде ценных бумаг, обеспеченных ипотекой) и размещаются на высоко ликвидном рынке для привлечения глобальных инвесторов. Однако в ЕС правовые основы (а значит, и рынки) секьюритизации ипотечных ссуд зависят от конкретной страны, если вообще существуют. Эти ограничения рынков капитала, в свою очередь, затрудняют интеграцию рынков банковских услуг, ориентированных на розничных клиентов, и, что более существенно, интеграцию экономики разных стран.

В целом данные указывают на значительные возможности для улучшения симбиоза между банками и рынками капитала за счет дальнейшего развития последних. Впрочем, для этого потребуются преодолеть существенные барьеры. Важнейшими из них являются сложности правовой и судебной оценки залогового обеспечения и необходимость создания более эффективной и интегрированной инфраструктуры финансовых рынков, особенно платежных систем и систем клиринга и расчетов по ценным бумагам.

**Пруденциальные проблемы.** По мере интеграции рынков и экономической политики возникают связи между

### Одинаковые, но разные

Финансовые рынки Европы и США имеют много схожих черт, но банки США намного более агрессивно секьюритизируют риски, добиваясь более высокой прибыли и углубления рынков капитала.

#### Структурные показатели зоны евро и банковской системы США, 2004 год

	Зона евро	США
Кол-во банков на 1 млн населения	21	31
Кол-во банковских филиалов на 1 млн населения	540	279
Кол-во банковских служащих на 1 млн населения	6997	7138
Доход на активы, в процентах	0,42	1,28

#### Рыночные показатели зоны евро и банковской системы США, в процентах ВВП, 2004 год

	Зона евро	США
Капитализация рынка облигаций	123	149
Капитализация фондового рынка	53	147
Банковские активы	208	92
Банковские кредиты к нефинансовому частному сектору <sup>1</sup>	92	118
Обеспеченные ценные бумаги, в обращении	...	59
Обеспеченные ценные бумаги, новая эмиссия	4	...

Источники: данные Европейского центрального банка, Федеральной резервной системы США, Федеральной корпорации страхования депозитов США, Европейского форума секьюритизации и базы данных «Перспектив развития мировой экономики» МВФ и расчеты персонала МВФ.

Примечание. «...» означает, что данные отсутствуют.

<sup>1</sup>Включая секьюритизированные банковские кредиты.

финансовыми учреждениями разных стран, увеличиваются их размеры, возрастает сложность их деятельности, и они становятся все более чувствительными к общим шокам. В исследовании IMF (2005) указывается, что несмотря на более широкие возможности для диверсификации, структура риска крупных европейских банков и страховых компаний не улучшилась. Это свидетельствует о том, что положительное воздействие диверсификации было нейтрализовано принятием более высоких рисков. Наблюдалось также сближение структуры рисков в разных странах, причем существуют данные, позволяющие предположить, что это вызвано возросшей подверженностью риску общих финансовых потрясений.

Эти изменения наводят на вопрос о том, как управлять трансграничными рисками, чтобы обеспечить финансовую стабильность в условиях интегрированного финансового рынка. Естественным решением было бы учредить единый надзорный орган, опирающийся на децентрализованную сеть организаций, для мониторинга крупных учреждений на местах и надзора за местными и региональными учреждениями. Некоторые участники рынков предложили объединить существующие национальные надзорные органы в такого рода двухуровневую структуру, аналогично тому, как центральные банки были объединены с Европейским центральным банком (ЕЦБ) в Европейскую систему центральных банков. Однако директивные органы, а также национальные органы надзора проявили нежелание передавать свои надзорные полномочия на европейский уровень. Частично это нежелание объяснялось стремлением сохранить действующие институты, но также связано с принципиальными вопросами об остающихся у стран обязанностях по поддержанию финансовой стабильности и организации функции кредитора последней инстанции, страхования депозитов и обеспечения ответственности налогоплательщиков в условиях наднационального надзора.

Надзор за трансграничными финансовыми учреждениями и управление кризисом опираются на сотрудничество и обмен информацией между национальными органами.

### Меры политики для достижения единого рынка

В 1999 году Европейская комиссия приступила к реализации Плана действий в области финансовых услуг (ПДФУ) — программы законодательных реформ и мер нормативного регулирования, направленной на устранение барьеров для трансграничного потока финансовых услуг. Основное внимание в ПДФУ уделялось рынкам облигаций и акций, пруденциальной системе и финансовой инфраструктуре. Создание наднационального законодательства в рамках ПДФУ было в основном завершено к 2005 году, однако его реализация на уровне отдельных стран, по-видимому, займет еще несколько лет. Наряду с ПДФУ началось осуществление «процесса Ламфалусси» в качестве основы для сближения практики надзора, последовательного внедрения законодательства ПДФУ и упорядочения нормотворчества.

Комиссия ЕС (2005 год) недавно представила информационный документ, в котором излагаются цели политики в отношении финансового сектора на 2005–2010 годы. Комиссия осознает необходимость дальнейших усилий по реализации ПДФУ, поэтому основное внимание будет направлено на введение в действие, консолидацию и совершенствование действующего законодательства. Новые законодательные инициативы будут рассматриваться только в нескольких критически важных областях, таких как розничные финансовые услуги.

Основной принцип заключается в том, что страны нахождения головного учреждения осуществляют надзор за иностранными филиалами своих банков и консолидированный надзор за деятельностью трансграничных банковских групп, тогда как принимающие страны осуществляют надзор за дочерними предприятиями иностранных банков. Например, надзор за деятельностью германского банка в Лондоне осуществляет «BaFin», надзорный орган Германии, — если это филиал, и Управление финансовых учреждений Соединенного Королевства — если это дочернее предприятие. В любом случае, «BaFin» будет осуществлять надзор за консолидированным риском на уровне группы. Попытки сблизить регулирование и надзор предпринимаются в рамках процесса Ламфалусси (см. вставку), и этот процесс ускорится с гармонизированным внедрением в Европейском союзе системы «Базель II» — новой системы норм достаточности капитала, утвержденной Базельским комитетом по банковскому надзору в 2004 году.

Такой децентрализованный подход еще не прошел проверку в условиях реальной финансовой напряженности, и на нем может неблагоприятно сказаться усиление противоречия между быстро развивающимися рынками и желанием сохранить существующие институты. Кроме того, его применение сталкивается и со специфическими проблемами: стимулы, движущие различными надзорными органами, не всегда согласуются между собой; иногда недостаточно четко определены сферы ответственности; и не существует централизованного хранилища информации о крупных трансграничных финансовых конгломератах. Эффективное управление рисками, не препятствующее интеграции, требует наличия пруденциальной системы, развивающейся параллельно с эволюцией финансового сектора, стабильность которого она призвана обеспечивать. Таким образом, имеющиеся доводы в пользу дальнейшей централизации элементов пруденциального регулирования на уровне ЕС со временем, по-видимому, станут еще более вескими. А пока решающее значение имеет все более тесное взаимодействие и активный обмен информацией между всеми органами пруденциального надзора и ЕЦБ, и этому может способствовать централизация самой последней информации о важнейших финансовых группах в коллективной базе данных, охватывающей всю территорию ЕС.

### Решающее значение будет иметь политическая приверженность

Для завершения процесса финансовой интеграции необходимо будет решить ряд фундаментальных вопросов политики, что, в свою очередь, потребует политической приверженности. Возможно, самой неотложной проблемой является интеграция платежных систем и систем клиринга и расчетов. Чтобы сделать возможной полную интеграцию розничных рынков и оптимальный симбиоз между рынками капитала и банковскими системами, потребуются также устранить налоговые и правовые препятствия. Кроме того, следует продолжить обсуждение вопроса об оптимальной основе финансовой стабильности интегрированного рынка ЕС. Проблема заключается не в выборе централизованной или децентрализованной основы, а в степени централизации, которая предоставит Европе наиболее эффективные инструменты управления рисками для обеспечения финансовой стабильности в регионе, не затрудняя при этом процесс интеграции как таковой. ■

*Вим Фонтейн — старший экономист Европейского департамента МВФ.*