

На правах рукописи

САЛИНГ КОРНЕЛИЯ

**ОСНОВНЫЕ ПРОБЛЕМЫ И ПУТИ ОБЕСПЕЧЕНИЯ ФИНАНСОВОЙ  
СТАБИЛЬНОСТИ ЕВРОЗОНЫ**

Специальность 08.00.14 – Мировая экономика

**АВТОРЕФЕРАТ**

диссертации на соискание ученой степени  
кандидата экономических наук

Москва, 2017

Диссертация выполнена на кафедре «Международные экономические отношения» экономического факультета Федерального государственного автономного образовательного учреждения высшего образования «Российский университет дружбы народов» (РУДН).

Научный руководитель: **ГУСАКОВ Николай Павлович**,  
доктор экономических наук, профессор, заведующий кафедрой  
Международных экономических отношений экономического  
факультета Федерального государственного автономного  
образовательного учреждения высшего образования «Российский  
университет дружбы народов» (РУДН)

Официальные оппоненты: **АНДРОНОВА Нелли Эдуардовна**,  
доктор экономических наук, консультант Управления Президента  
Российской Федерации по обеспечению конституционных прав  
граждан Администрации Президента Российской Федерации

**ЦИБУЛИНА Анна Николаевна**,  
кандидат экономических наук, доцент кафедры Интеграционных  
процессов Федерального государственного автономного  
образовательного учреждения высшего образования «Московский  
государственный институт международных отношений  
(университет) Министерства иностранных дел Российской  
Федерации» (МГИМО МИД России)

Ведущая организация: **Федеральное государственное автономное образовательное  
учреждение высшего образования «Южный федеральный  
университет»**

Защита состоится «28» сентября 2017 г. в 14:00 на заседании совета по защите докторских и кандидатских диссертаций Д 212.203.15 при ФГАОУ ВО «Российский университет дружбы народов» по адресу: 117198, г. Москва, улица Миклухо-Маклая, д. 6, зал № 1.

С диссертацией можно ознакомиться в Научной библиотеке Российского университета дружбы народов по адресу: 117198, г. Москва, ул. Миклухо-Маклая, д.6.

Электронная версия диссертации, автореферат и объявление о защите диссертации размещены на официальном сайте РУДН <http://dissovet.rudn.ru> и отправлены для размещения на официальном сайте ВАК Министерства образования и науки РФ <http://vak2.ed.gov.ru>

Автореферат разослан «25» августа 2017 г.

**Ученый секретарь диссертационного совета**  
доктор экономических наук, доцент

  
И.В. Андропова

## ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА РАБОТЫ

**Актуальность темы исследования.** Дальнейшее сохранение Экономического и валютного союза (ЭВС) в Европе предполагает обеспечение стабильности финансовой системы зоны евро. В ходе интеграции национальных рынков капиталов и либерализации транснациональных банковских операций в конце 1980-х и начале 1990-х гг. европейские политики не предусмотрели необходимость создания общих институтов, которые гарантировали бы финансовую стабильность в ЭВС.<sup>1</sup> Политические лидеры исходили из того, что национальные институты с соответствующими регуляторными, надзорными и страховыми полномочиями справятся с этой задачей, но это представление оказалось ошибочным. В условиях возросшей финансовой интеграции в Европе данные институты не могли обеспечить финансовую стабильность в Еврозоне.

На фоне кризиса обострились структурные проблемы в зоне евро, связанные с гетерогенностью стран-участниц и их финансовых систем и с неполной передачей полномочий на наднациональный уровень. Масштабность и длительность кризиса указали на явную необходимость укрепить устойчивость финансовой системы зоны евро. Кризис вызвал существенные сомнения в будущем валютного союза и в его устойчивости в условиях экономического шока. В период кризиса ухудшились основные макроэкономические показатели, ведь устойчивость финансовой системы влияет на общее макроэкономическое развитие страны, в т.ч. на экономический рост и на инфляцию. Мировой финансовый кризис (2007-2009 гг.) способствовал развитию банковского кризиса, оказавшего влияние на реальный сектор экономики. С 2010 г. финансовый кризис перешел в европейский кризис суверенных долгов вследствие выросших бюджетных дефицитов из-за поддержки банковского сектора.

Глубина кризиса подтверждается масштабностью антикризисных мер и реформ по регулированию финансового сектора. К принятым антикризисным мерам относятся такие нестандартные меры Европейского Центрального Банка (ЕЦБ) как, например, снижение процентных ставок до предельно низких значений, проведение долгосрочных операций рефинансирования и программы по выкупу ценных бумаг. Были предприняты шаги по усилению финансового регулирования и надзора и был учрежден Банковский Союз. Но предпринятые меры оказались недостаточными для решения проблем в Еврозоне, т.к. они не устраняют все причины кризиса и не способны создать условия для финансовой стабильности в среднесрочной и

---

<sup>1</sup> Jones E. The Forgotten Financial Union: How You Can Have a Euro Crisis Without a Euro, in: Matthijs M. and Blyth M. (eds.). The Future of the Euro. New York: Oxford University Press, 2015, pp. 44.

долгосрочной перспективах. В случае возникновения нового кризиса финансовая система может вновь дестабилизироваться.

Таким образом, обозначенные проблемы свидетельствуют об актуальности и о практической значимости темы исследования. Научный интерес представляет исследование особенностей финансовой системы зоны евро, а также разработка рекомендаций для обеспечения финансовой стабильности Еврозоны. Анализ макроэкономических показателей развития Еврозоны и основных факторов влияния на ее финансовую стабильность позволяет сделать выводы о целесообразности конкретных мер по реформированию финансовой системы Еврозоны.

**Разработанность темы исследования.** Вопросам европейской интеграции посвящено достаточно много научной литературы; ведется активная дискуссия о подходящих мерах для преодоления последствий кризиса и сохранения и укрепления валютного союза. Среди ученых, исследовавших европейскую валютную интеграцию необходимо отметить А.Ю. Архипова, Р. Болдуина (R. Baldwin), Ю.А. Борко, Ч. Виплоша (C. Wyplosz), Т.В. Воронину, М. Каелберера (M. Kaelberer), Л.Н. Красавину, Р. Манделла (R. Mundell), В.Я. Пищика, Н.П. Шмелёва.

Значительный вклад в анализ причин и развития кризиса в странах зоны евро внесли А.И. Бажан, О.В. Буторина, П. Де Гров (P. De Grauwe), А.Л. Дунаев, Х.-В. Зинн (H.-W. Sinn), П. Кругман (P. Krugman), П.Р. Лэйн (P.R. Lane), А. Муравчик (A. Moravcsik), К. Тиман (C. Thimann), Б. Юнг (B. Young).

Изучением вопросов обеспечения финансовой стабильности занимались такие известные ученые, как Н.Э. Андропова, В.В. Архипова, Ч. Гудхарт (C. Goodhart), Н.П. Гусаков, С.Г. Сечетти (S.G. Cecchetti), Л. Уолл (L. Wall), Л.Н. Федякина, Р.У. Фергюсон (R.W. Ferguson), Б. Эйченгрин (B. Eichengreen).

Среди ученых, исследовавших вопросы финансовой интеграции в странах зоны евро, необходимо отметить К.Н. Гусева, М.А. Давтяна, Я. Де Хаана (J. De Haan), Э. Джонса (E. Jones), К.А. Зимарина, О.М. Мещерякову, С. Оостерлу (S. Oosterloo), Ю.С. Пасько, И.А. Подколзину, Е.А. Сидорову, В.М. Усоскина, Л.С. Худякову, А.Н. Цибулину, Д. Шонмэйкера (D. Schoenmaker).

Несмотря на большое число работ, посвященных исследованию европейской интеграции и анализу причин и способов преодоления кризиса в странах зоны евро, необходимы рекомендации по дальнейшему совершенствованию и реформированию финансовой архитектуры. Географическое расширение Еврозоны и фактическое разделение стран-участниц на три категории (центр, периферия и промежуточные страны) способствовало неравномерному экономическому развитию. Во время последнего кризиса данные дисбалансы усиливались. В таких условиях проведение единой денежно-кредитной политики оказалось проблематичным, т.к. возможно

возникновение асимметричных шоков. Остаются не до конца освещенными вопросы, связанные с возможностями обеспечения финансовой стабильности зоны евро.

Актуальность проблемы финансовой стабильности Еврозоны, ее недостаточно полная научная разработанность в литературе и потребность в практических рекомендациях для поддержания валютного союза в сложной экономической и политической обстановке определили выбор темы диссертационного исследования. Кроме того, значимость вопросов, связанных с теоретическим обоснованием мер по укреплению региональной финансовой системы в посткризисных условиях, подтверждает необходимость проведения детального исследования региональной финансовой системы и факторов, влияющих на финансовую стабильность Еврозоны.

**Теоретическая и методологическая основа исследования.** Исследование вопросов обеспечения финансовой стабильности Еврозоны проводилось на основе анализа структуры и особенностей финансовой системы, изучения проблемных аспектов развития зоны евро, проявивших себя во время финансового кризиса, а также на основании анализа трудов зарубежных и российских авторов.

Аналитический процесс исследования включает сбор и систематизацию данных, а также обобщение положений и выводов на основе статистического и теоретического материала о развитии и современном состоянии Еврозоны. В диссертации были использованы общие методы научного познания, в том числе методы эмпирического исследования и теоретические методы научного познания. Из эмпирических методов были использованы наблюдение и измерение, а из теоретических методов – статистический, сравнительный и исторический анализ.

**Информационной базой для проведения исследования** послужили монографии и периодическая литература научных журналов со статьями ученых и специалистов, специализирующихся в исследуемой области. Помимо этого, статистические сведения ЕЦБ, Международного валютного фонда (МВФ) и Всемирного банка, нормативно-правовые документы, аналитические доклады ЕЦБ и Европейской Комиссии являлись базой для исследования.

**Цель диссертационного исследования** заключается в выявлении особенностей и тенденций развития европейской валютно-финансовой интеграции, а также в определении проблемных факторов, влияющих на стабильность финансовой системы Еврозоны, и в разработке предложений по укреплению финансовой стабильности зоны евро.

Для достижения данной цели были поставлены и решены следующие **задачи**:

1. Определить основные особенности региональной финансовой системы Еврозоны, институциональную структуру данной системы и уточнить специфику понятия финансовой стабильности применительно к европейской валютной зоне.

2. Проанализировать причины развития сначала масштабного финансового кризиса, а позже европейского долгового кризиса и выделить основные этапы кризисных явлений и их характеристики.

3. Выявить последствия финансового и долгового кризисов для Еврозоны и изучить опыт антикризисных мер, принятых в условиях финансовой нестабильности, и создания антикризисных механизмов, предназначенных для сглаживания асимметричных шоков в валютном союзе, а также оценить последствия данных усилий для отдельных стран и зоны евро в совокупности.

4. Изучить динамику развития и современное состояние национальных экономик на примере отдельных стран Еврозоны (Германии, Франции, Италии, Испании и Греции) и определить взаимосвязи их макроэкономического развития с обеспечением финансовой стабильности.

5. Обосновать основные факторы обеспечения финансовой стабильности в европейской валютной зоне, а также выявить проблемные аспекты, связанные с проведением необходимых реформ в зоне евро.

6. Разработать практические рекомендации по обеспечению финансовой стабильности Еврозоны с учетом особенностей развития валютно-финансовой интеграции на современном этапе.

**Объектом** исследования является финансовая система Еврозоны.

**Предметом** исследования является развитие валютно-финансовой интеграции в Европейском союзе и ее влияние на финансовую стабильность в Еврозоне.

**Диссертационное исследование соответствует паспорту ВАК для специальности 08.00.14 – Мировая экономика по следующим пунктам:**

П. 4 Интернационализация хозяйственной жизни. Глобализация экономической деятельности, ее факторы, этапы, направления и формы. Взаимодействие региональной интеграции и экономической глобализации; п. 5 Интеграционные процессы в развитых и развивающихся регионах мирового хозяйства, закономерности развития этих процессов, оценка интеграционных перспектив различных торгово-экономических блоков; п. 7 Международная экономическая взаимозависимость. Обеспечение устойчивого развития национальной и мировой экономики. Стратегии национального экономического развития; п. 12 Мировая валютная система, тенденции ее дальнейшей эволюции. Валютные зоны. Мировые резервные и региональные валюты.

**Научная новизна диссертационной работы** заключается в выявлении проблем устойчивости финансовой системы зоны евро и в выделении факторов, влияющих на финансовую стабильность Еврозоны, а также в разработке предложений по укреплению финансовой стабильности зоны евро.

**Основные положения научной новизны** заключаются в следующем:

1) На основе анализа финансово-валютной интеграции в Европе обосновано, что сильное расхождение стран по экономическому развитию привело к формированию экономической политики сообщества, в основном, в интересах лидирующих стран в ущерб национальным интересам других стран-участниц. Экономическая разнородность стран привела к конфликту интересов как между странами-участницами, так и между сообществом и его участниками. Доказано, что в результате интеграции стран с разным уровнем социально-экономического развития в валютный союз, не произошло ожидаемого выравнивания экономического развития, а имело место усиление на фоне кризиса дифференциации стран-участников. Исходя из этого обосновано выделение трех групп стран (центр, периферия и промежуточные страны), значительно отличающихся по уровню макроэкономических показателей и закреплению этой разнородности.

2) Выявлены основные особенности финансовой системы зоны евро, к которым были отнесены: 1) разнородность национальных финансовых систем; 2) проведение единой денежно-кредитной политики при сохранении национальной налогово-бюджетной политики; 3) разделение полномочий по финансовому надзору и регулированию между национальным и общеевропейским уровнями. Разнородность национальных экономик и целей макроэкономического регулирования осложняет проведение единой денежно-кредитной политики и осуществление финансового надзора. Установлено, что организация ЕЦБ на принципах Бундесбанка не полностью обеспечивает финансовую стабильность из-за дивергенции национальных финансовых систем и уязвимости региональной финансовой системы.

3) Доказано, что причинами развития финансового кризиса (2007-2009 гг.), а затем и долгового кризиса (с 2010 г.) стали: 1) негативное влияние рынка ипотечного кредитования в США; 2) слабость финансового регулирования и надзора, связанные с противоречиями разделения полномочий между национальным и наднациональным уровнями; 3) неэффективное управление рисками самих финансовых организаций; 4) наращивание суверенных долгов и увеличение задолженности частного сектора; 5) потеря конкурентоспособности экономик некоторых стран.

4) Определены факторы, оказывающие существенное влияние на обеспечение финансовой стабильности Еврозоны: величина совокупного долга и его составных частей в динамике; характер денежно-кредитной политики; удержание ценовой стабильности; стабильность банковского сектора.

5) Разработаны и обоснованы предложения по укреплению финансовой стабильности в зоне евро, среди которых: необходимость содействия большей

координации экономических политик стран; проведение структурных реформ; продолжение работы над разработкой европейских инвестиционных проектов; корректировка учетной политики ЕЦБ; усовершенствование банковского регулирования и обеспечение функционирования наднациональных антикризисных механизмов.

б) Определены основные проблемы, препятствующие реформам в европейской валютной зоне, среди которых: сложность и медлительность принятия коллективных решений; модификация роли и задач ЕЦБ; сложность снижения уровня государственного долга; нарастание социально-экономических проблем; усиление неравенства экономического развития стран и усиливающийся скептицизм относительно идей европейской интеграции. На основе выявленных сложностей при реформировании был сделан вывод о необходимости содействия большей конвергенции стран и структурных преобразований в зоне евро для эффективной реализации цели по обеспечению финансовой стабильности.

**Теоретическая значимость работы.** Выводы проведенного исследования дают возможность дополнить существующие меры по реформированию финансовой системы Еврозоны новыми предложениями и дать теоретическое обоснование таких мер. Теоретические результаты работы заложены в систематизации основных проблем и факторов обеспечения финансовой стабильности Еврозоны, в формировании классификации стран-участниц валютного союза и в выявлении особенностей региональной финансовой системы. Результаты исследования позволяют дополнять положения интеграционных теорий новыми аспектами и теоретически обосновать возможные пути дальнейшего развития стран зоны евро.

**Практическая значимость работы** заключается в разработке рекомендаций и практических мер для обеспечения финансовой стабильности в зоне евро. Данные рекомендации могут найти применение для дальнейшего совершенствования европейской финансовой архитектуры. Кроме того, результаты исследования могут быть полезны для обеспечения стабильности финансовых систем других стран, не являющихся членами валютного союза. Выявление тенденций развития экономик стран Еврозоны и оценка состояния её финансовой системы могут быть использованы в дальнейшем при выработке стратегии сотрудничества России со странами Еврозоны в финансовой сфере. Результаты могут дополнить материалы учебных курсов ВУЗов по международным экономическим отношениям, мировой экономике, международным валютно-кредитным отношениям, международным финансам и европейской интеграции.

**Апробация результатов исследования.** Результаты исследования обсуждались на 18-й научной конференции молодых ученых "Актуальные проблемы

глобальной экономики" (г. Москва, РУДН, 18.04.2016) и на конференции "Мировая экономика в XXI веке: глобальные вызовы и перспективы развития" (г. Москва, РУДН, 25.11.2016).

**Публикации.** По теме исследования автором опубликованы 8 статей. При этом основные положения и результаты работы опубликованы в 5 статьях в ведущих рецензируемых изданиях, рекомендованных ВАК РФ, общим объемом 3,26 п.л. (авторский вклад 2,90 п.л.).

**Структура и объем работы.** Диссертационная работа состоит из введения, трех глав, заключения и списка использованной литературы. Работа изложена на 210 страницах и включает 29 рисунков и 26 таблиц. Список использованной литературы включает 188 источников, в т. ч. 134 – на английском и немецком языках.

## **СОДЕРЖАНИЕ РАБОТЫ**

### **Введение**

#### **Глава 1. Теоретические основы создания европейской валютной зоны и обеспечения стабильности в Еврозоне**

§1.1. Аспекты функционирования зоны евро и основные этапы становления Экономического и Валютного союза

§1.2. Особенности региональной финансовой системы зоны евро и теоретические подходы к понятию финансовой стабильности

§1.3. Предпосылки и этапы развития финансово-экономического кризиса в Еврозоне

#### **Глава 2. Особенности развития стран Еврозоны на фоне кризисных событий и сложности обеспечения финансовой стабильности в этих условиях**

§2.1. Развитие интеграционного процесса в зоне евро и основные меры по реформированию финансового надзора и регулирования

§2.2. Основные направления посткризисного макроэкономического развития европейских экономик на примере Германии, Франции, Италии, Испании и Греции

§2.3. Некоторые аспекты посткризисного развития финансовых рынков и банковской системы зоны евро

#### **Глава 3. Предложения по усилению финансовой стабильности в Еврозоне с учетом последствий финансово-экономического кризиса**

§3.1. Основные факторы обеспечения финансовой стабильности в зоне евро

§3.2. Практические рекомендации по обеспечению финансовой стабильности Еврозоны

### §3.3. Основные проблемные аспекты и сложности при укреплении финансовой стабильности в зоне евро

**Заключение**

**Библиография**

**Список сокращений**

## **ОСНОВНЫЕ ПОЛОЖЕНИЯ РАБОТЫ, ВЫНОСИМЫЕ НА ЗАЩИТУ**

**1. На основе анализа финансово-валютной интеграции в Европе обосновано, что сильное расхождение стран по экономическому развитию привело к формированию экономической политики сообщества в интересах лидирующих стран. Экономическая разнородность стран привела к конфликту интересов как между странами-участницами, так и между сообществом и его участниками. Доказано, что в результате интеграции стран с разным уровнем социально-экономического развития в валютный союз, не произошло выравнивания экономического развития. Обосновано формирование трех групп стран в валютном союзе (центр, периферия и промежуточные страны).**

Начиная с первых попыток создания валютной зоны в виде валютной змеи на основе плана Вернера и Европейской валютной системы участвующие страны испытывали трудности в согласовании валютных курсов. На практике наиболее экономически сильные страны продолжали руководствоваться национальными интересами при проведении денежно-кредитной политики. Как в Европейской валютной системе, так и при попытке осуществления плана Вернера немецкая марка занимала центральное место в валютных отношениях. В условиях фактического доминирования интересов отдельных стран создавалась почва для конфликта национальных интересов участвующих стран. Странам с более высокой инфляцией и с более слабыми валютами, отличающимися большей волатильностью нежели немецкая марка, приходилось подстраивать свою денежно-кредитную политику под интересы Германии.

Конфликты между национальным и наднациональным уровнем создавались не только из-за экономической разнородности между странами, но и в силу не сбывшихся надежд, возложенных на введение единой валюты. Предпосылками для создания европейской валютной зоны выступали такие факторы, как достижение устойчивого экономического роста, повышение занятости и уровня жизни, уменьшение уровня инфляции и процентных ставок, привлечение инвестиций и увеличение трансграничной торговли. Достижение данных целей связывалось с объективными преимуществами введения единой валюты: исчезновение валютного риска между участвующими странами и снижение трансакционных издержек. Также предполагалось усиление позиций единой валюты для создания субститута доллара

США. Но в результате анализа макроэкономического развития выявлено, что на практике не удалось оправдать все возложенные надежды на евро. С наступлением кризиса экономический рост в зоне евро почти всегда был ниже других развитых стран, общемирового и США (см. табл. 1). Безработица существенно увеличилась на фоне кризиса в Европе и держится выше уровня развитых стран в целом и в частности США (табл. 1). Единая европейская валюта отличалась большой волатильностью в период кризиса, колеблясь в диапазоне от EUR/USD 1,1 до примерно EUR/USD 1,6. Но при этом уменьшились транзакционные издержки для торговли внутри зоны евро, понизилась инфляция потребительских цен (см. табл. 1) и произошла конвергенция процентных ставок после решения о введении евро.

**Таблица 1**

Макроэкономические показатели развитых стран, зоны евро и США за 2007-2016 гг.

показатели \ год	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
<b>ВВП (в постоянных ценах), изменение к предыдущему году в %</b>										
развитые страны	2,68	0,13	-3,41	3,06	1,72	1,18	1,32	1,95	2,15	1,69
Еврозона	3,01	0,42	-4,52	2,09	1,55	-0,91	-0,26	1,17	2,05	1,73
США	1,78	-0,29	-2,78	2,53	1,60	2,22	1,68	2,37	2,60	1,62
<b>Инфляция (потребительские цены), изменение к предыдущему году в %</b>										
развитые страны	3,14	1,57	1,14	1,84	2,66	1,73	1,27	0,70	0,52	1,49
Еврозона	3,11	1,64	0,92	2,23	2,75	2,22	0,85	-0,17	0,23	1,14
США	4,08	0,70	1,92	1,69	3,09	1,82	1,34	0,55	0,74	2,20
<b>Безработица, в %</b>										
развитые страны	5,41	5,82	8,06	8,32	7,98	8,02	7,92	7,29	6,67	6,21
Еврозона	7,53	7,58	9,65	10,20	10,21	11,38	11,99	11,62	10,87	10,02
США	4,62	5,80	9,28	9,61	8,93	8,08	7,37	6,17	5,26	4,85

Источник: IMF. World Economic Outlook. URL: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2017/01/weodata/weorept.aspx> (дата обращения: 30.04.2017).

Сравнительный анализ макроэкономического развития национальных экономик зоны евро выявил разнонаправленность экономического развития стран. Установлено, что в зависимости от основных макроэкономических показателей страны можно разделить на страны ядра, периферийные страны и промежуточные страны. Каждая из трех категорий стран и соответствующие критерии классификации представлены в табл. 2. Периферийные страны отличаются более высоким уровнем госдолга, бюджетных дефицитов, безработицы и меньшим размером ВВП и ВВП на душу населения, а также более медленным выходом из кризиса. Страны центра отличились большей устойчивостью на протяжении кризиса и обеспечивают экономический рост во многом за счет экспортной ориентации. Промежуточные страны отличаются невысокими показателями госдолга, бюджетных

дефицитов, ВВП и ВВП на душу населения. Одновременно в этих странах рецессия была менее продолжительной чем на периферии.

**Таблица 2**

Критерии классификации стран зоны евро

Критерии	Страны центра	Периферийные страны	Промежуточные страны
Модель рыночной экономики	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Экспортно-ориентированная;</li> <li>– рост обеспечивается национальной конкурентоспособностью.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Экономический рост основывается на внутреннем спросе.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Нет выраженной модели экспорта или внутреннего спроса;</li> <li>– недавний переход стран к рыночной экономике.</li> </ul>
Основные макро-экономические показатели	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Высокий абсолютный размер ВВП и ВВП на душу населения;</li> <li>– средние бюджетные дефициты и размер госдолга.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Отчасти тоже высокий ВВП; средние и низкие показатели ВВП на душу населения в зоне евро;</li> <li>– высокие бюджетные дефициты и размер госдолга.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Низкие ВВП и ВВП на душу населения в зоне евро;</li> <li>– более низкие уровни госдолга, но немалые бюджетные дефициты.</li> </ul>
Влияние финансового кризиса	<ul style="list-style-type: none"> <li>– более быстрое восстановление после кризиса;</li> <li>– страны-кредиторы в зоне евро.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Сильное поражение кризисом; длительный выход из него;</li> <li>– обращение за официальными кредитами.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Менее длительная рецессия;</li> <li>– почти не обращались за официальными кредитами.</li> </ul>

*Источник:* составлено автором.

Исходя из этой классификации можно причислить Германию, Францию, Люксембург, Нидерланды, Бельгию, Австрию и Финляндию к странам ядра, а Португалию, Грецию, Кипр, Испанию, Италию и Ирландию – с некоторой степенью условности – к периферии. Промежуточную категорию составляют Словакия, Словения, Литва, Латвия, Эстония и Мальта. Макроэкономические показатели (табл. 3 для некоторых стран<sup>2</sup>) свидетельствуют о разрыве между центром и периферией и сильном влиянии кризиса на периферию. На примере 2011 г. из табл. 3 видно, что кризис усилил разброс показателей между странами, но к 2016 г. уже наблюдается постепенное улучшение показателей. Такая разнородность стран не обеспечивает

<sup>2</sup> Выбор стран мотивирован тем, что рассматриваются сильно затронутые кризисом периферийные страны (Италия, Испания и Греция) и более экономически устойчивые страны центра (Германия, Франция). Промежуточные страны не анализируются более пристально, т.к. они являются недавними участниками валютной зоны. Все отобранные страны кроме Греции относятся к первоначальным участникам зоны евро, а Греция была принята в состав валютной зоны только немного позже.

условия оптимальной валютной зоны и высока вероятность возникновения асимметричных шоков, что угрожает финансовой стабильности.

**Таблица 3**

Макроэкономические показатели по некоторым странам за 2006, 2011 и 2016 гг.

Показатель	ВВП в постоянных ценах, млрд €			Реальный ВВП, изменение к предыдущему году в %			Реальный ВВП на душу населения, тыс. €			Бюджетный дефицит/профицит, % от ВВП			Безработица, в % от занятых		
	2006	2011	2016	2006	2011	2016	2006	2011	2016	2006	2011	2016	2006	2011	2016
ФРГ	2393,3	2703,1	3134,1	3,7	3,7	1,9	29,5	33,7	38,0	-1,7	-1,0	0,8	10,1	5,8	4,1
Франция	1853,3	2059,3	2228,9	2,4	2,1	1,2	29,2	31,5	33,3	-2,3	-5,1	-3,4	8,8	9,2	10,1
Италия	1548,5	1637,5	1672,4	2,0	0,6	0,9	26,5	27,3	27,6	-3,6	-3,7	-2,4	6,8	8,4	11,7
Испания	1008,0	1070,4	1113,9	4,2	-1,0	3,2	22,7	22,9	24,0	2,2	-9,6	-4,5	8,5	21,4	19,6
Греция	217,9	207,0	175,9	5,7	-9,1	0	19,8	20,3	16,2	-5,9	-10,3	0,7	9,0	17,9	23,6

Источник: данные Евростат (URL: <http://ec.europa.eu/eurostat/web/national-accounts/data/main-tables>;

<http://ec.europa.eu/eurostat/tgm/table.do?tab=table&init=1&language=en&pcode=tec00115&plugin=1>

<http://ec.europa.eu/eurostat/tgm/table.do?tab=table&init=1&language=en&pcode=tec00127&plugin=1>

<http://ec.europa.eu/eurostat/tgm/table.do?tab=table&init=1&language=en&pcode=tesem120&plugin=1>

1. Дата обращения: 23 июня 2017 г.).

**2. Выявлены основные особенности финансовой системы зоны евро, к которым были отнесены: 1) разнородность национальных финансовых систем; 2) проведение единой денежно-кредитной политики при сохранении национальной налогово-бюджетной политики; 3) разделение полномочий по финансовому надзору и регулированию между национальным и общеевропейским уровнями. Разнородность национальных экономик и целей макроэкономического регулирования осложняет проведение единой денежно-кредитной политики и осуществление финансового надзора. Установлено, что организация ЕЦБ на принципах Бундесбанка не полностью обеспечивает финансовую стабильность из-за дивергенции национальных финансовых систем и уязвимости региональной финансовой системы.**

На основе исследования институциональной структуры финансовой системы выявлены основные особенности региональной финансовой системы (табл. 4). Данные особенности породили противоречия, препятствующие эффективному проведению единой денежно-кредитной политики. Показано, что без устранения или сглаживания этих проблем трудно обеспечить финансовую стабильность<sup>3</sup> Еврозоны.

<sup>3</sup> В понимании ЕЦБ финансовая стабильность подразумевает такое состояние финансовой системы, при котором обеспечивается бесперебойное функционирование данной системы, т.е. ограничивается

## Основные особенности финансовой системы зоны евро

Особенность	Характеристика данной особенности	Проблемные аспекты
Разнородность национальных финансовых систем	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Национальные финансовые системы отличаются по своей зависимости от банковского или рыночного финансирования через фондовые рынки;</li> <li>– выявлено наличие разных моделей финансовых систем: «банковская», «рыночная» и смешанная.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Для обеспечения устойчивости финансовой системы зоны евро необходимо учитывать национальные особенности стран;</li> <li>– при наличии совершенно разных моделей финансовых систем политика не будет одинаково эффективной для всех стран.</li> </ul>
Сочетание единой денежно-кредитной политики с проведением национальной налогово-бюджетной политики	<ul style="list-style-type: none"> <li>– В Европейском союзе происходит только координация национальных налогово-бюджетных политик; основные решения принимаются на национальном уровне;</li> <li>– страны лишились прежних инструментов регулирования в области изменения валютных курсов и процентных ставок.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Возникают противоречивые направления бюджетно-налоговой политики между странами;</li> <li>– снижается эффективность проводимой политики, т.к. решения относительно денежно-кредитной политики должны приниматься с учетом средних показателей по зоне евро, а бюджетно-налоговая политика строится на основе национальных интересов.</li> </ul>
Разделение полномочий по финансовому надзору и регулированию между национальным и общеевропейским уровнями	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Делегирование полномочий по финансовому надзору на наднациональный уровень осуществлялось лишь частично в докризисный период.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Из-за интеграции национальных финансовых рынков и либерализации финансовых потоков необходимо усилить финансовое регулирование и надзор на наднациональном уровне.</li> </ul>

Источник: составлено автором.

Показано, что сосуществование разных моделей финансовой системы («банковской», «рыночной» и смешанной) не позволяет единой денежно-кредитной политике и другим мерам укрепления финансового сектора на наднациональном уровне быть в одинаковой степени эффективной. Установлено, что организация ЕЦБ на принципах Бундесбанка не полностью обеспечивает финансовую стабильность из-за дивергенции национальных финансовых систем и уязвимости региональной финансовой системы. ЕЦБ заимствовал от немецкого Бундесбанка свои основные принципы, в том числе и удержание ценовой стабильности; но данная модель не для всей Еврозоны оптимальна, т.к. не учитывает особенности денежного обращения

системный риск и предотвращается искажение выполняемых финансовой системой функций. См. European Central Bank. Financial Stability Review. November 2015, 173 p. URL: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/financialstabilityreview201511.en.pdf?24cc5509b94b997f161b841fa57d5eca> (дата обращения: 25.01.2016). – Р. 4.

некоторых стран. Ситуация обостряется противоречиями между национальным и наднациональным уровнями. С одной стороны, единая денежно-кредитная политика осуществляется при национальной налогово-бюджетной политике, что ограничивает инструментарий национальных правительств и уменьшает эффективность политики в силу ограниченной координации. С другой стороны, до наступления кризиса национальное финансовое регулирование и надзор недостаточно учитывали либерализацию финансовых потоков и взаимодействие финансовых секторов стран зоны евро. Это осложняет обеспечение финансовой стабильности зоны евро.

Доказано, что для обеспечения финансовой стабильности зоны евро критериев конвергенции (ценовая стабильность, ограничение бюджетного дефицита и госдолга, стабильность национального валютного курса, уровень долгосрочных процентных ставок) недостаточно. Данные критерии были нацелены на сближение национальных экономик и на общее макроэкономическое равновесие. Этими критериями фиксируются важные для финансовой стабильности показатели, но другие факторы (например, устойчивость банковского сектора, ограничение системного риска и движение потоков капитала) тоже значимы. Кроме того, критерии конвергенции по уровню госдолга и бюджетного дефицита не выполнены всеми странами. Удержание финансовой стабильности осложняется многообразием угроз этой стабильности и возможностью перехода кризиса одного сектора финансовой системы в другой.

**3. Доказано, что причинами развития финансового кризиса (2007-2009 гг.), а затем и долгового кризиса (с 2010 г.) стали:**

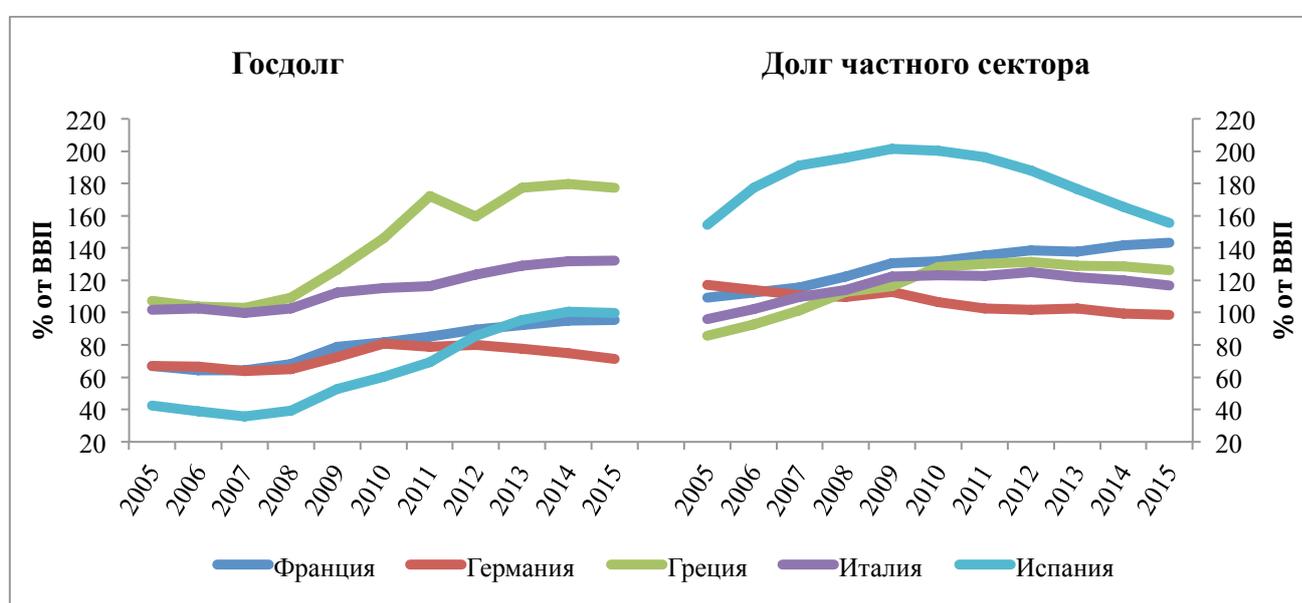
- **негативное влияние рынка ипотечного кредитования в США;**
- **слабость финансового регулирования и надзора, связанная с противоречиями разделения полномочий между разными уровнями;**
- **неэффективное управление рисками самих финансовых организаций;**
- **наращивание суверенных долгов и задолженности частного сектора;**
- **потеря конкурентоспособности экономик некоторых стран.**

Доказано, что быстрое распространение мирового финансового кризиса на зону евро и последующее развитие долгового кризиса было вызвано множеством причин. Кредитные риски по ипотечным ценным бумагам передавались от банков в США европейским финансовым организациям с помощью рискованных финансовых продуктов на основе секьюритизации. Согласно докладу Ларозьера провалы рынка в связи с нестабильностью финансового рынка США могли быть преодолены финансовым регулированием и надзором, но предкризисное разделение полномочий по финансовому надзору и регулированию не обеспечило предупреждение кризиса.<sup>4</sup>

---

<sup>4</sup> de Larosière J., Balcerowicz L., Issing O., Mäser R., Mc Carthy C., Nyberg L., Pérez J., Rüdiger O. The High-Level Group on Financial Supervision in the EU – de Larosière Report. Brussels, 2009. URL: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/finances/docs/de\\_larosiere\\_report\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/de_larosiere_report_en.pdf) (дата обращения: 16 марта 2017 г.). – P. 13-15.

Возникла необходимость масштабной поддержки банковского сектора, что привело к росту госдолга и бюджетных дефицитов во многих странах и способствовало развитию европейского долгового кризиса. Эту тенденцию можно проследить на рис. 1, где изображено развитие государственной и частной задолженности на примере Франции, Германии, Греции, Италии и Испании. Из рисунка видно, что с развитием кризиса увеличился госдолг стран (за исключением Германии); в особенности в периферийных странах относительный размер госдолга стал критичным. Одновременно данные указывают на высокие уровни частной задолженности еще до наступления кризиса в зоне евро. В диссертационной работе показано, что высокие уровни задолженности частного сектора явились одной из причин развития кризиса, а увеличение государственного долга на фоне финансового кризиса способствовало переходу финансового кризиса в долговой.



**Рис. 1** Развитие государственного долга и частной задолженности за 2005-2015 гг.

*Источник:* данные Евростат (URL:

[http://ec.europa.eu/eurostat/tgm/refreshTableAction.do?jsessionid=iiHTIVnswrIgb0Y4h864wAyqrOoUtqOrlRSvoLsHzbn6\\_CBaBLfV!1428625494?tab=table&plugin=1&pcode=tipsgo10&language=en](http://ec.europa.eu/eurostat/tgm/refreshTableAction.do?jsessionid=iiHTIVnswrIgb0Y4h864wAyqrOoUtqOrlRSvoLsHzbn6_CBaBLfV!1428625494?tab=table&plugin=1&pcode=tipsgo10&language=en);  
<http://ec.europa.eu/eurostat/tgm/table.do?tab=table&init=1&language=en&pcode=tipspd20&plugin=1>.

Дата обращения: 16 марта 2017 г.).

Выявлено, что кризисные явления в зоне евро проходили сначала в форме финансового кризиса (с лета 2007 г. до конца 2009 г.) и с 2010 г. переходили в долговой кризис на фоне необходимости поддержки банковского, а также нефинансового сектора. На втором этапе развития кризисных явлений ЕЦБ перешел к широкому применению нестандартных мер из-за недостаточной эффективности привычных мер денежно-кредитной политики. Нестандартная монетарная политика ЕЦБ отличается более активным воздействием на общеэкономическое развитие, что

выражалось, в частности, в стимулировании кредитования нефинансового сектора. В числе нестандартных мер монетарной политики ЕЦБ оказались выкуп облигаций на вторичном рынке, программы долгосрочного финансирования для банков через ЕЦБ, объявление о программе прямых монетарных операций в 2012 г.,<sup>5</sup> снижение процентных ставок до предельно низких значений и существенное смягчение политики рефинансирования ЕЦБ. На третьем этапе кризисных явлений, когда была преодолена острая фаза кризиса и наблюдался медленный выход из кризиса, были расширены применяемые нестандартные меры монетарной политики (табл. 5).

**Таблица 5**

Основные этапы и характерные особенности развития кризиса в зоне евро

Этап	Характеристика	Основные особенности
I (лето 2007 г. – 2009 г.)	острая фаза финансового кризиса в зоне евро	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Развитие банковского кризиса и обращение банков за помощью к правительствам;</li> <li>– сокращение как межбанковского кредитования, так и кредитования нефинансовым компаниям;</li> <li>– изменение политики рефинансирования ЕЦБ.</li> </ul>
II (2010 – 2012 гг.)	развитие кризиса суверенных долгов	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Переход финансового кризиса в долговой из-за необходимости поддержки банковского и нефинансового секторов, что привело к увеличению государственной задолженности;</li> <li>– совместные кредитные соглашения европейских органов и МВФ периферийным странам;</li> <li>– широкое применение ЕЦБ нестандартных мер.</li> </ul>
III (с 2013 г.)	медленный выход стран из кризиса	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Преодолена острая фаза финансового кризиса;</li> <li>– улучшение макроэкономических показателей стран;</li> <li>– создание Банковского союза (БС) в зоне евро для содействия стабильности банковского сектора; БС включает в себя единый надзорный механизм для системно значимых банков (осуществляется с ноября 2014 г. ЕЦБ), общее страхование вкладов и единый механизм восстановления банков;</li> <li>– сохранение нестандартной монетарной политики ЕЦБ и введение новых (дополнительных) нестандартных мер.</li> </ul>

*Источник:* составлено автором.

Исследование показало, что эффективное функционирование финансовых рынков необходимо для финансовой стабильности в зоне евро. Опыт кризиса позволил выявить, что нужна дифференциация источников финансирования: банковского, фондового рынка и государственных финансов. Многие страны зоны евро отличаются высокой зависимостью от банковского финансирования. При этом финансовые рынки в зоне евро отличаются меньшей развитостью и неполной интеграцией из-за барьеров для трансграничного инвестирования. Перечисленное

<sup>5</sup> Программа прямых монетарных операций подразумевала возможность выкупа ЕЦБ гособлигаций на вторичном рынке в неограниченном объеме при необходимости, но пока программой не пользовались.

(зависимость от банковского кредитования, недостаточная развитость финансовых рынков и их фрагментарная интеграция) способствовало развитию кризиса.

Доказано, что снижение конкурентоспособности периферийных стран уже до наступления кризиса усилило дисбалансы в зоне евро. Единая европейская валюта привела к конвергенции процентных ставок в зоне евро, что означало снижение процентных ставок для периферийных стран. Доступность кредитов в этих странах вызвала рост потребления и увеличение заработных плат. При отсутствии пропорционального повышения производительности труда продукция стала менее конкурентоспособной из-за роста экспортных цен, номинируемых в единой валюте.

**4. Определены факторы, оказывающие существенное влияние на обеспечение финансовой стабильности Еврозоны:**

- величина совокупного долга и его составных частей в динамике;
- характер денежно-кредитной политики;
- удержание ценовой стабильности;
- стабильность банковского сектора.

Выявлено, что в силу особенностей финансовой системы зоны евро и взаимозависимости национальных финансовых систем финансовая стабильность зоны евро является более уязвимой нежели национального государства, как, например, США. Поэтому необходимы действенные стратегии для снижения уровней задолженностей и обеспечения стабильности банковского сектора. Установлено, что проводимая денежно-кредитная политика должна принимать во внимание особенности финансовой системы зоны евро, в частности гетерогенность стран, разнородность их финансовых систем и различия в национальных показателях гармонизированного индекса потребительских цен (ГИПЦ). В табл. 6 представлены названные факторы обеспечения финансовой стабильности и соответствующие проблемные аспекты. Статистические данные подтверждают наличие в зоне евро рисков, связанных с возрастанием частной, государственной и внешней задолженности, с дивергенцией национальных уровней ГИПЦ, с высокой долей проблемных активов и с низкой рентабельностью банковского сектора.

**Таблица 6**

Основные факторы обеспечения финансовой стабильности в зоне евро

Факторы	Проблемные аспекты
Ограничение величины совокупного долга и его составных частей	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Высокие уровни задолженности приводят к неуверенности инвесторов и увеличению премий за риск, что отражается на финансовых рынках стран зоны евро;</li> <li>– увеличение государственного и частного долгов на фоне кризиса и отчасти до него (см. рис. 1); внешний долг зоны евро вырос с 10,4 трлн € в I кв. 2008 г. до 13,3 трлн € в I кв. 2016 г., а в некоторых странах рост показателя</li> </ul>

Продолжение таблицы 6

Факторы	Проблемные аспекты
	<p>выше (в Греции увеличение с 136% от ВВП до 254% за тот же период<sup>6</sup>);</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>– рост госдолгов может транслироваться на финансовый сектор через имеющиеся у финансовых организаций гособлигации. Финансовый сектор зоны евро отличается высокой долей гособлигаций. Во II кв. 2015 г. доля национальных гособлигаций в портфолио банков-резидентов составила 26,7% в Испании, 23,1% в Германии, 21,8% в Италии, 20,6% в Греции и 10% во Франции, а – для сравнения – в США только 2,8%.<sup>7</sup></li> </ul>
Проведение единой денежно-кредитной политики, содействующей финансовой стабильности	<ul style="list-style-type: none"> <li>– В докризисный период мало внимания уделялось финансовой стабильности и предполагалось, что удерживая ценовую стабильность, ЕЦБ делает все возможное для обеспечения финансовой стабильности; а основная ответственность по обеспечению финансовой стабильности оставалась у других надзирающих и регулирующих органов;</li> <li>– при мониторинге денежной массы в зоне евро ЕЦБ упустил развитие пузыря на рынке активов, т.к. регулятор преследовал одну основную цель – удержание ценовой стабильности.<sup>8</sup> При большем акценте денежно-кредитной политики ЕЦБ на финансовую стабильность постепенное образование пузыря рынка активов не осталось бы незамеченным.</li> </ul>
Удержание ценовой стабильности	<ul style="list-style-type: none"> <li>– По представлениям ЕЦБ ГИПЦ должен быть ниже 2%, но близок к этой отметке; но антикризисные меры не обеспечили ГИПЦ на этом уровне;</li> <li>– разброс ГИПЦ по странам большой, а ЕЦБ во многом ориентируется на показатели Германии, Франции и Италии (крупнейших по ВВП стран в зоне евро).</li> </ul>
Стабильность банковского сектора	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Угрозой финансовой стабильности является низкая доходность банковского сектора, чему способствовали низкие процентные ставки и длительный выход стран из рецессии; по рентабельности капитала банковский сектор зоны евро занимает последнее место в мире с 4,6%;<sup>9</sup> а за период со II кв. 2015 г. по IV кв. 2016 г. дальше понизилась рентабельность капитала для системно значимых банков зоны евро с 6,16% до 3,23%;<sup>10</sup></li> <li>– высокая доля проблемных активов имеется (за 2015 г.) на Кипре (45,6% от общего числа активов), в Греции (34,7%), Италии (18,0%), Ирландии (14,94%), Португалии (12,8%) и Словении (10,0%); низкая – в Люксембурге (0,2%), Эстонии (1,0%) и Германии (2,3%).<sup>11</sup></li> </ul>

Источник: составлено автором.

<sup>6</sup> ECB Statistical Data Warehouse. URL: [http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=338.BP6.Q.N.I8.W1.S1.S1.LE.L.FA.\\_T.FGED.\\_Z.EUR.T.X.N](http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=338.BP6.Q.N.I8.W1.S1.S1.LE.L.FA._T.FGED._Z.EUR.T.X.N); <http://sdw.ecb.int/browse.do?node=9691141> (дата обращения: 19.04.2017).

<sup>7</sup> Bruegel database of sovereign bond holdings developed in Merler S., Pisani-Ferry J. Who's afraid of sovereign bonds? Bruegel Policy Contribution, 02/2012. URL: <http://bruegel.org/publications/datasets/sovereign-bond-holdings/> (дата обращения: 17.04.2017).

<sup>8</sup> De Grauwe P. Economics of Monetary Union. Eleventh edition, Oxford University Press, 2016, p. 197.

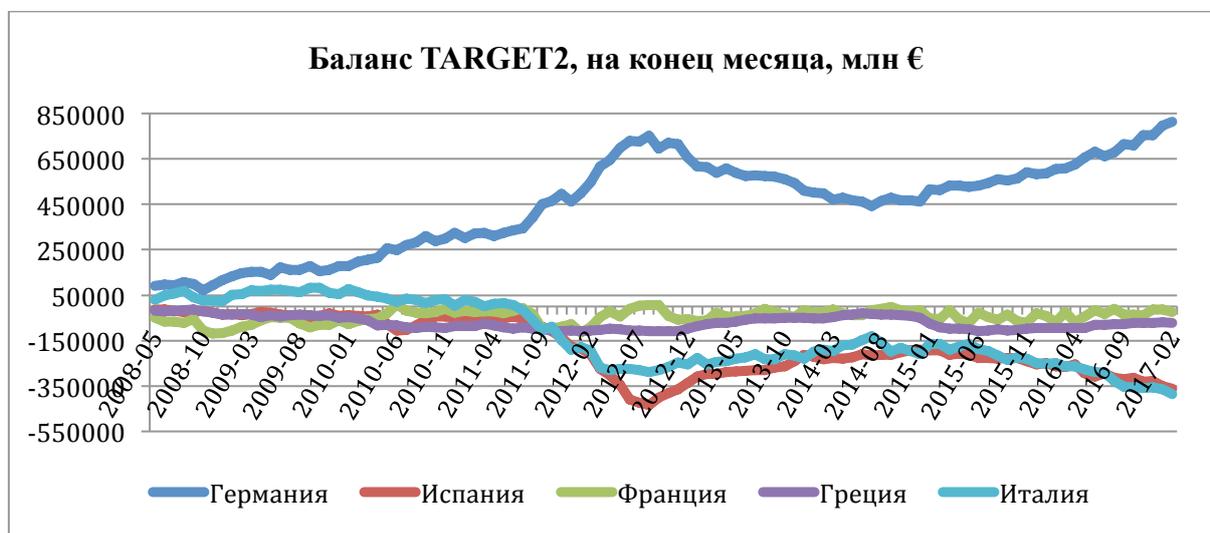
<sup>9</sup> Farthing T. The Banker Top 1000 World Banks 2015 ranking. The Banker, 2015. URL: <http://www.thebanker.com/Top-1000/The-Banker-Top-1000-World-Banks-2015-ranking-UK-Press-IMMEDIATE-RELEASE> (дата обращения: 17.04.2017).

<sup>10</sup> ECB. Supervisory Banking Statistics. URL: <https://www.bankingsupervision.europa.eu/banking/statistics/html/index.en.html> (дата обращения: 08.04.2017).

<sup>11</sup> The World Bank. World Development Indicators: Financial access, stability and efficiency. URL: <http://wdi.worldbank.org/table/5.5#> (дата обращения: 09.12.2016).

**5. Разработаны предложения по укреплению финансовой стабильности в зоне евро, среди которых: необходимость содействия большей координации экономических политик стран; проведение структурных реформ; продолжение работы над разработкой европейских инвестиционных проектов; корректировка учетной политики ЕЦБ; усовершенствование банковского регулирования и обеспечение функционирования наднациональных антикризисных механизмов.**

Доказано, что укрепление региональной финансовой системы потребует принятия целого ряда мер. Проводимая единая денежно-кредитная политика не может быть оптимальной для всех стран при их нынешней степени дивергенции. Выявлено, что для сохранения зоны евро нужно уменьшить дисбалансы между странами и содействовать их большей конвергенции. Фактическое деление стран на три категории (страны центра, периферийные страны и промежуточные страны) препятствует быстрому сближению уровня экономического развития стран. При этом дисбалансы между странами проявляются не только в различии макроэкономических показателей, но и в отношении между кредиторами и дебиторами внутри зоны евро. Балансы платежной системы TARGET2<sup>12</sup> (см. рис. 2) свидетельствуют об увеличении разрыва между дебиторами и кредиторами этой системы после наступления долгового кризиса. Наибольшее положительное сальдо имеется у Германии, а наименьшее (отрицательное) – у Италии и Испании.



**Рис. 2** Развитие балансов TARGET2 по некоторым странам зоны евро

*Источник:* данные ЕЦБ (URL:

[http://sdw.ecb.int/browseTable.do?periodSortOrder=ASC&node=9691112&SERIES\\_KEY=347.TGB.M.DE.N.A094T.U2.EUR.E&SERIES\\_KEY=347.TGB.M.ES.N.A094T.U2.EUR.E&SERIES\\_KEY=347.TGB.M.FR.N.A094T.U2.EUR.E&SERIES\\_KEY=347.TGB.M.GR.N.A094T.U2.EUR.E&SERIES\\_KEY=347.TGB.M.IT.N.A094T.U2.EUR.E&trans=N](http://sdw.ecb.int/browseTable.do?periodSortOrder=ASC&node=9691112&SERIES_KEY=347.TGB.M.DE.N.A094T.U2.EUR.E&SERIES_KEY=347.TGB.M.ES.N.A094T.U2.EUR.E&SERIES_KEY=347.TGB.M.FR.N.A094T.U2.EUR.E&SERIES_KEY=347.TGB.M.GR.N.A094T.U2.EUR.E&SERIES_KEY=347.TGB.M.IT.N.A094T.U2.EUR.E&trans=N). Дата обращения: 18 апреля 2017 г.).

<sup>12</sup> TARGET2 (англ. Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system) позволяет проводить трансграничные платежи через национальные центральные банки внутри валютного союза и служит единой платформой для осуществления этих операций.

Показано, что простое сокращение дефицитов и заработных плат в странах недостаточно для преодоления имеющихся дисбалансов и повышения национальной конкурентоспособности, а необходимо проведение структурных реформ. Способствовать сближению уровня экономического развития стран может большая ориентация периферийных и промежуточных стран на экспорт и на повышение конкурентоспособности вывозимой продукции. Одновременно нужно восполнить отток капитала из периферийных стран и в особенности повысить уровень инвестиций. За период с предкризисного 2006 г. по 2015 г. совокупные инвестиции в зоне евро понизились с 23,28% от ВВП до 19,90%.<sup>13</sup> Привлечению инвестиций могут способствовать более скоординированные действия на общеевропейском уровне в виде европейских инвестиционных проектов, на базе которых более рискованные проекты могут обеспечиваться гарантиями и может измениться географическое распределение инвестиций в пользу периферийных стран.

Выявлено, что в условиях медленного восстановления национальных экономик и нормализации состояния финансовых рынков в зоне евро целесообразен постепенный отход от нестандартных мер денежно-кредитной политики. Длительный период низких процентных ставок и предоставления ликвидности может способствовать дестабилизации финансовой системы зоны евро и образованию «пузырей» на финансовых рынках. Выявлено существенное снижение процентных ставок по кредитам реальному сектору экономики при только небольшом увеличении объема кредитования (объем кредитования все еще ниже докризисного уровня). Например, эффективная процентная ставка по кредитам до 1 млн € на срок до одного года понизилась с 5,84% в феврале 2008 г. до 2,27% в феврале 2017 г., при этом объем выданных кредитов понизился с 71 млрд € до 43 млрд € за тот же период для тех же кредитов.<sup>14</sup> Параллельно наблюдалось понижение долгосрочных процентных ставок по 10-летним гособлигациям. Если до кризиса произошла конвергенция процентных ставок и кредитные риски между странами считались фактически одинаковыми, то с развитием кризиса процентные ставки в периферийных странах стали повышаться, а в странах ядра, наоборот, понизились (см. табл. 7). Позже ставки снова понизились и сблизились; только в Греции осталась

<sup>13</sup> IMF. World Economic Outlook. URL: [http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2017/01/weodata/weorept.aspx?pr.x=21&pr.y=7&sy=2006&ey=2016&scsm=1&ssd=1&sort=country&ds=%2C&br=1&c=163&s=NID\\_NGDP&grp=1&a=1](http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2017/01/weodata/weorept.aspx?pr.x=21&pr.y=7&sy=2006&ey=2016&scsm=1&ssd=1&sort=country&ds=%2C&br=1&c=163&s=NID_NGDP&grp=1&a=1). Дата обращения: 26 мая 2017 г.

<sup>14</sup> ECB Statistical Data Warehouse. URL: [http://sdw.ecb.europa.eu/browseTable.do?periodSortOrder=ASC&node=bbn2883&q=&SERIES\\_KEY=124.MIR.M.U2.B.A2A.F.R.0.2240.EUR.N&SERIES\\_KEY=124.MIR.M.U2.B.A2A.I.R.0.2240.EUR.N](http://sdw.ecb.europa.eu/browseTable.do?periodSortOrder=ASC&node=bbn2883&q=&SERIES_KEY=124.MIR.M.U2.B.A2A.F.R.0.2240.EUR.N&SERIES_KEY=124.MIR.M.U2.B.A2A.I.R.0.2240.EUR.N); [http://sdw.ecb.europa.eu/browseTable.do?periodSortOrder=ASC&node=bbn2885&q=&SERIES\\_KEY=124.MIR.M.U2.B.A2A.F.B.1.2240.EUR.N](http://sdw.ecb.europa.eu/browseTable.do?periodSortOrder=ASC&node=bbn2885&q=&SERIES_KEY=124.MIR.M.U2.B.A2A.F.B.1.2240.EUR.N) (дата обращения: 17.06.2017).

высокая ставка. В условиях существенного снижения процентных ставок нет оснований для сохранения нынешних процентных ставок ЕЦБ.

**Таблица 7**

Долгосрочные процентные ставки за период с 2007 г. до начала 2017 г., в %

Период	Германия	Франция	Италия	Испания	Греция
2007-06	4,56	4,62	4,77	4,62	4,80
2010-06	2,54	3,07	4,10	4,56	9,10
2012-06	1,30	2,57	5,90	6,59	27,82
2014-06	1,26	1,71	2,92	2,72	5,93
2016-06	-0,02	0,39	1,45	1,48	7,92
2017-01	0,25	0,86	1,99	1,46	7,04

Источник: данные ЕЦБ (URL: <https://www.ecb.europa.eu/stats/money/long/html/index.en.html>).

Дата обращения: 27 марта 2017 г.).

Доказано, что конвергенция между странами будет происходить очень медленно и возможно повторное возникновение асимметричных шоков. Поэтому необходимо укрепить наднациональные защитные механизмы. Наднациональные фонды содействуют более скоординированным действиям при наступлении экономических шоков и обеспечивают правительствам доступ к кредитам при затруднительном выходе на финансовые рынки. В первую очередь это относится к Европейскому стабилизационному механизму (ЕСМ, англ. European Stability Mechanism);<sup>15</sup> нужно обеспечить его действенность и достаточное финансирование.

Требуется дальнейшее совершенствование финансового регулирования и надзора, в т.ч. в области норм достаточности капитала. При возникновении системного кризиса в банковском секторе могут образоваться риски, угрожающие финансовой стабильности зоны евро, и банкам понадобится более высокий запас капитала, чем установлен новыми нормами Базеля III. Такие нерешенные проблемы банковского сектора, как предельно низкая рентабельность и высокая доля проблемных активов продолжают угрожать стабильности банковского сектора. Данные риски должны компенсироваться подходящим надзором и более высокими нормами достаточности капитала для системно значимых банков.

**6. Определены основные проблемы, препятствующие реформам в зоне евро. В целом проблемные аспекты при осуществлении нововведений и реформ в зоне евро представляют следующее:**

- сложность и медлительность принятия коллективных решений;
- модификация роли и задач ЕЦБ;
- сложность снижения уровня государственного долга;
- нарастание социально-экономических проблем;

<sup>15</sup> ЕСМ является антикризисным механизмом зоны евро и действует на постоянной основе. ЕСМ наподобие МВФ выдает кредиты странам зоны евро под льготный процент при возникновении кризиса.

- **усиление неравенства экономического развития стран;**
- **усиливающийся евроскептицизм относительно идей европейской интеграции.**

С расширением зоны евро выросло экономическое неравенство стран-участниц. Деление стран по экономическим показателям на три категории определяло политическое противостояние стран. Из-за этого противостояния многие задуманные реформы и проекты воплощаются очень медленно. Конфликты возникают при предоставлении кредитов через ЕСМ. Наложение жестких ограничительных мер и реформ странами-кредиторами при нарастании социальной напряженности в странах-дебиторах порождают недоверие и условия для нарастания евроскептицизма. Осложняется диалог между ЕСМ и страной-заемщицей и снижается положительный эффект от ЕСМ для финансовой стабильности.

На фоне разногласий, конфликта интересов и недоверия реформаторские усилия могут оказаться напрасными в зоне евро. Нельзя забывать о сложности и масштабности необходимых реформ, особенно при снижении долговой нагрузки в странах. Также важен выбор социально приемлемых мер при осуществлении реформ. Уже сейчас нарастают евроскептические движения в Европейском союзе и усиливается сопротивление идеям европейской интеграции. Возрастает социальная напряженность, в т.ч. из-за замедления темпов экономического роста и высокой безработицы в периферийных странах. Вместо сближения национальных экономик уровень жизни периферийных стран из-за кризиса отделился от стран центра.

Модификация роли и задач ЕЦБ, в особенности расширение полномочий ЕЦБ по финансовому надзору в рамках БС, приводит к разнонаправленным задачам ЕЦБ и снижает эффективность проводимой политики. Показано, что антикризисная политика ЕЦБ нарушает критерии эффективной деятельности кредитора последней инстанции, что препятствует полному восстановлению финансовой стабильности.

Таким образом, для содействия финансовой стабильности необходимо принять целый ряд мер, направленных на укрепление региональной финансовой системы. При этом недостаточно ограничиваться мерами денежно-кредитной политики. Нужно разрешить внутренние противоречия в валютном союзе. Необходимо содействие благоприятным макроэкономическим условиям и сближению экономик стран. В таких условиях представимо сотрудничество между странами не на основе конфликтных интересов, а на основе взаимовыгодной интеграции стран зоны евро.

**Научные публикации по теме диссертационного исследования в журналах,  
входящих в перечень ведущих рецензируемых научных журналов и изданий  
ВАК Российской Федерации**

1. Салинг К., Стренина М.А. Проблемы банковского сектора зоны евро в условиях мирового финансового кризиса // Вестник РУДН. Серия Экономика. 2016. № 1. С. 32-41.
2. Салинг К., Стренина М.А. Реформирование финансового надзора ЕС в условиях посткризисных (2008 г.) последствий // Финансовая экономика. 2016. № 2. С. 13-18.
3. Салинг К. Конкурентоспособность экономик стран зоны евро: современный уровень и факторы его определяющие // Вестник РУДН. Серия Экономика. 2016. № 4. С. 39-48.
4. Салинг К. Дисбалансы в развитии европейской валютной интеграции: проблемы и современные тенденции // Вестник РУДН. Серия Международные отношения. 2017. № 1. С. 74-85.
5. Sahling C. Interdependence of the European Central Bank's Policy and Financial Stability in the Eurozone // Известия Уральского государственного экономического университета. 2017. № 3 (71). С. 66-76.

**Научные публикации в иных научных изданиях:**

6. Салинг К. Антикризисная политика ЕЦБ: Основные этапы и проблемы // Актуальные проблемы глобальной экономики: Материалы XVII научной конференции молодых ученых экономического факультета / отв. ред. И.Н. Белова. – Москва, Издательство "Экон-Информ". 2015. С. 188-193.
7. Салинг К. Перспективы преодоления долгового кризиса в странах зоны евро // Актуальные проблемы глобальной экономики: Материалы XVIII научной конференции молодых ученых экономического факультета / отв. ред. Ю.Н. Мосейкин, И.Н. Белова. – Москва, РУДН, 18 апреля 2016 г. С. 298-306.
8. Салинг К. Влияние национальных интересов стран зоны евро на развитие европейской интеграции // Мировая экономика в XXI веке: глобальные вызовы и перспективы развития: сб. материалов Международной научно-практической конференции. Москва, 25 ноября 2016 г. / отв. ред. Ю.Н. Мосейкин. – Москва: РУДН, 2016. С. 121-127.

## **Салинг Корнелия (Германия)**

### **Основные проблемы и пути обеспечения финансовой стабильности Еврозоны**

В диссертационном исследовании выявлены основные особенности региональной финансовой системы зоны евро и определена специфика обеспечения финансовой стабильности Еврозоны. Установлено, что дивергенция стран по своему экономическому развитию создает риски для финансовой стабильности и осложняет принятие действенных мер на наднациональном уровне. На основе комплексного анализа определены основные факторы, обеспечивающие финансовую стабильность в зоне евро. Выявлено, что для обеспечения устойчивости финансовой системы в долгосрочной перспективе необходимо снизить долговую нагрузку стран, изменить курс денежно-кредитной политики, учитывать гетерогенность стран при определении целевой инфляции и обеспечить стабильность банковского сектора. Предложены практические рекомендации по укреплению финансовой стабильности зоны евро. Полученные выводы и результаты проведенного исследования могут найти применение в дальнейших исследованиях в области развития европейской интеграции и в разработке стратегий совершенствования региональной финансовой системы зоны евро.

## **Cornelia Sahling (Germany)**

### **Maintaining financial stability in the Eurozone: main challenges and measures**

In this thesis the main features of the Eurozone's regional financial system are revealed and special attention is devoted to the specificities of maintaining financial stability in the Eurozone. The provided analysis shows that economic imbalances between countries represent risks to financial stability and complicate policy effectiveness at the supranational level. On the basis of a complex analysis the author identifies the main factors affecting financial stability in the Eurozone. The performed study determined among these factors the following: the necessity of debt reduction for the countries, the change of the provided monetary policy, the consideration of heterogeneity in the Eurozone for inflation targeting and the maintaining of banking system stability. Practical recommendations for maintaining financial stability in the monetary union are proposed. The findings and conclusions can be useful for further investigations of European integration and for the development of strategies to improve the regional financial system of the Eurozone.