



Економіка Європейського Союзу

Теодора ДИМИТРОВА

**ШЛЯХ ВПЕРЕД ПІСЛЯ КРИЗИ –
ДОСЯГНЕННЯ РОЗВИТКУ
НА ОСНОВІ СТРУКТУРНИХ РЕФОРМ
НА ФІНАНСОВИХ РИНКАХ ЄС**

Резюме

Проаналізовано фінансову політику, методи управління фінансовою кризою, регуляторні та структурні реформи ЄС. Спрогнозовано середньострокову економічну ситуацію у країнах Європейського Союзу.

Ключові слова

Контроль, регуляторна реформа, фінансова криза, фінансовий сектор, структурні реформи.

Класифікація за JEL: G1.

© Теодора Димитрова, 2010.

Димитрова Теодора, доктор, кафедра фінансів і кредиту, Академія Економіки, Свіштов, Болгарія.

Фінансовий сектор політики в Європейському Союзі

Фінансові ринки в ЄС стали більш комплексними з 1999 року, із запровадженням євро та активізацією зусиль з метою завершення єдиного ринку фінансових послуг. Усунення ризику обмінного курсу потоків капіталу всередині ЄС стимулювало попит інвесторів на надання фінансових послуг на транскордонній основі. Тим часом, процес фінансової інтеграції був додатковим стимулом створення єдиної нормативно-правової бази, яка охоплює всі основні сегменти ринку, тобто банківської справи, страхування і пенсійних фондів і цінних паперів. Ця спільна нормативно-правова база утворена на рівні законодавства ЄС, запропонована Комісією і прийнята Радою і парламентом, має обов'язкову силу і безпосередньо застосовується в усіх державах-членах (як правило) або повинна бути перенесена в національне законодавство чи правила державами-членами (директиви). Таким чином, спільна нормативно-правова база відображає загальну стратегію фінансової інтеграції та розвитку, яка застосовується на рівні ЄС. Формування та здійснення фінансового регулювання на рівні ЄС стало можливим завдяки впровадженню в рамках Ламфалуссі 2001/2, що сприяло законодавчому процесу і передбачало створення на рівні ЄС комітетів нагляду за банківською, страховою діяльністю, пенсійними фондами та сектору цінних паперів. Таким чином, аспект фінансової політики на рівні ЄС стає дедалі важливішим.

Управління фінансовою кризою

Від початку глобальної кризи виняткове втручання з боку державних органів набуло основного значення для запобігання краху фінансової системи¹. Заходи було розроблено та реалізовано на національному рівні, але загальний підхід було скоординовано на рівні ЄС. Масштаби втручання з боку державних органів були дуже істотними, що еквівалентно приблизно 30 % від ВВП ЄС. Втручання мало дві мети: (I) збереження фінансової стабільності, прагнучи при цьому звести до мінімуму спотворення конкуренції і ринку, який функціонує в рамках внутрішнього ринку та збереження рівня ігрового поля через банки; і (II) для підготовки до повернення до нормальних ринкових умов та належне кредитування реального сектора економіки. Поки що тільки перша мета є пріоритетом. Усі втручання мали місце в дотриман-

¹ Див.: Financial stability review, Dec. 2009, ECB publication; www.ecb.int/press/key/date/2009/html/sp091211_1.en.html

ні правил державної допомоги ЄС, щоб звести до мінімуму ризик спотворення конкуренції та функціонування ринку і забезпечити якнайшвидше повернення життєздатності між фінансовими установами і нормальним функціонуванням ринків.

Відповідно до висновків G20 і беручи до уваги, що економічні та фінансові відновлення залишаються не міцними, Рада ЄС вирішила, що дострокове вилучення фінансової підтримки є необґрунтованим. Тим не менше, в Раді у грудні 2009 року узгоджені принципи для скоординованого, але диференційованого виходу зі схеми фінансової підтримки. Ці принципи включають у себе:

- сприяння достатнім стимулам для повернення до конкуренції на ринках;
- завчасний обмін інформацією про наміри щодо поетапної відмови;
- прозорість відносно громадськості та фінансового сектору,
- поточні оцінки стійкості фінансової системи.

Крім того, Рада ухвалила, що терміни виходу будуть ретельно аналізуватися на основі цілої низки чинників, у тому числі:

- макроекономічна стабілізація;
- повернення в «нормальні ринкові умови» і спостереження поведінки банків;
- зміцнення балансів банків та їхньої спроможності вести боротьбу з порушеннями активів;
- нормальне функціонування кредитних каналів;
- вплив очікуваного зміцнення регулювання.

Регуляторна реформа у фінансовому секторі ЄС

Крім того, з моменту початку кризи ЄС ухвалив низку нормативних ініціатив щодо збереження фінансової стабільності в рамках інтегрованого фінансового ринку. Ці ініціативи були в області прозорості, оцінки, пруденційного управління ризиками та функціонування ринку. Пропоновані реформи є відповідними до пропозицій G20. Подальший перегляд правил ЄС щодо вимог до капіталу для банків було запропоновано для ухвалення на рівні ЄС, щоб: (I) поліпшити шлях, яким банки оцінюють ризики, пов'язані з

їхніми торговими книгами²; (II) ввести більш високі вимоги до капіталу для повторної сек'юритизації; (III) підвищити довіру до ринку шляхом посилення вимог до розкриття інформації для сек'юритизації впливу; (IV) ввести Dynamic Provisioning. Подальша робота планується, зокрема, на системно відповідні фінансові інституції та запобігання криз, врегулювання і вирішення.

Як засіб подальшого розширення інтеграції та фінансової стабільності, посилення конкуренції та взаємодії між Центральним клірингом контрагентів на ринком похідних інструментів повинні бути поліпшені шляхом впливу «Директиви про ринки фінансових інструментів» і «Кодекс поведінки по клірингу та розрахунках». Що стосується позабіржових ринків похідних фінансових інструментів, Європейська комісія має намір пропонувати в 2010 році нове законодавство³, в якому будуть розглянуті основні вади нинішньої організації ринку похідних. Запропоновані заходи перетягнуть більшу частину ринків похідних від двосторонніх позабіржових до більш централізованої торгівлі, клірингу та розрахунків.

Ще один напрям реформи в галузі регулювання спрямований на вирішення питань в областях з невеликим поглядом у минуле. ЄС прийняв постанову про кредитні рейтингові агентства у 2009 році з метою забезпечення їх відповідності міжнародному кодексу належної практики. У 2009 році Рада також прийняла правила, що стосуються оплати праці у фінансовому секторі й охоплення альтернативних інвестиційних фондів. Обидва вони зараз обговорюватимуться в Європейському парламенті, і більшість змін мають бути прийняті до 2010 року.

Нова система контролю ЄС

З урахуванням прогресу, досягнутого у фінансовій інтеграції, та уроків, усвідомлених з недавньої кризи, спостережна архітектура ЄС також була реформована. Реформа, які повинна бути узгоджена Радою та Європейським парламентом на основі пропозиції Комісії, припускає, що Європейський фінансовий нагляд ґрунтуватиметься на двох стовпах.

Перший рівень складатиметься з нових європейських системних ризиків ради (ESRB). Його головна мета полягатиме в контролі й оцінці ризиків для стабільності фінансової системи загалом («макро-пруденційний нагляд»). ESRB будуть забезпечувати раннє попередження системних ризиків і рекомендації щодо заходів із боротьби з цими ризиками.

² Див.: EU banking sector stability, Aug. 2009, ECB publication; EU banks' funding structures and policies, May 2009, ECB publication.

³ Див.: Legal framework of the Euro system and the European System of Central Banks, ECB legal acts and instruments, Aug. 2009.

Другим рівнем буде нова європейська система фінансового нагляду (ESFS). ESFS відповідатиме за контроль окремих фінансових інститутів («мікро-пруденційний нагляд»). Система складатиметься з трьох європейських наглядових органів для банків, страхових і фондових ринків. Там будуть європейська банківська адміністрація, європейська страхова адміністрація та адміністрація професійного пенсійного забезпечення, а також адміністрація європейських фондових ринків. Завдання полягає в уніфікації методів нагляду між державами-членами й у змозі ефективно діяти в разі надзвичайної фінансової ситуації.

Після ухвалення пакету реформ Європейською Радою у грудні 2009 року Європейський парламент почне обговорювати його на початку 2010 року з метою створення нової системи протягом 2010 року.

Відповідь ЄС на кризу в області структурних реформ

У рамках Європейського плану з порятунку економіки (EERP)⁴, держави-члени ініціювали далекосяжну політику у відповідь на кризу. Тимчасові рамки державної допомоги було узгоджено на рівні ЄС, щоб забезпечити правову основу для підтримки бізнесу держав-членів. Керівні принципи були розроблені на ринку праці в період кризи, забезпечуючи орієнтир для національних органів влади. Нагляд у сфері здійснення EERP показав, що вона являє собою надійну відповідь на кризу. Тимчасові заходи на ринку праці (переважно щодо скорочення робочого дня і допомоги з безробіття), як видається, сприяли пом'якшенню зростання безробіття. Інші заходи досі включають інвестиції у фізичну інфраструктуру, особливо в енергетичну ефективність проектів і НДДКР, ослаблення обмежень на фінансування малих і середніх підприємств та зниження адміністративного тягаря для підприємств. Усі заходи структурної кризи, прийняті в рамках EERP, вважаються цілеспрямованими і своєчасними, а також тимчасовими.

Економічна діяльність у даний час стабілізується, в центрі уваги зараз – розробка стратегії виходу, яка також містить сильний елемент структурної реформи. Хоча криза здійснює значний негативний вплив на темпи зростання ВВП у короткостроковій перспективі, її довгостроковий вплив на потенціал зростання багато в чому залежить від політичних заходів. Зокрема, вихід стратегії вимагає поступової відмови від тимчасових заходів підтримки, для того щоб сприяти необхідному перерозподілу ресурсів у нові види діяльності. Водночас поступове розгортання більш довгострокових

⁴ Див.: <http://ec.europa.eu/research/index.cfm?lg=bg&pg=newsalert&cat=x&year=2009&na=ppp-310309>; http://www.ceep.eu/index.php?option=com_content&view=article&id=1:welcome-to-joomla&catid=1:latest-news

структурних реформ стає незамінним. Зараз стоїть завдання розробити та здійснити всеосяжну програму зростання, яка включає в себе дії, спрямовані на те, щоб допомогти завершити єдиний ринок, розвивати зелені стратегії зростання, зміцнювати трудові ресурси шляхом усунення сегментації ринку праці, а також розробити стратегії для трикутника знань (освіта, НДДКР та інновації).

Єврозонні структурні реформи

Єврозона стоїть перед серйозними проблемами для пом'якшення впливу кризи на потенційний обсяг виробництва, підвищення його потенціалу та коригування, щоб звести до мінімуму витрати на необхідний перерозподіл ресурсів. Вирішення цих завдань потребує важливих структурних реформ ринків праці й товарів.

Єврозона вживає рішучих заходів щодо запобігання постійному безробіттю та підвищення конкурентоспроможності. Лісабонська стратегія зростання та зайнятості сприяла підвищенню рівня зайнятості до початку кризи і внесла вклад у створення 16 млн робочих місць у зоні євро протягом останнього десятиліття. Низка аспектів на ринку праці будуть особливо важливими в період колишньої кризи: (I) активний ринок праці (наприклад, шляхом удосконалення державних систем підготовки кадрів та державної служби зайнятості) є особливо важливим, враховуючи різке зростання безробіття; (II) реформи законодавства про захист зайнятості (EPL)⁵ для полегшення перерозподілу робочої сили, особливо у країнах, де існує великий розрив між захистом працівників на постійних контрактах і за тимчасовими контрактами; (III), впровадження податків і систем виплати допомог, які знижують допомоги на утриманців шляхом оплати праці, яка ставатиме дедалі важливішою, щоб заохочувати працівників по відношенню до нових видів діяльності; (IV) підвищення пропозиції робочої сили, у тому числі за допомогою заходів, які розширюють зайнятість, що буде необхідно для боротьби з наслідками старіння населення, а також сприяти зміцненню стійкості державних фінансів (це необхідно для покриття всіх джерел робочої сили, таких як тривалість робочого дня, частка жінок і пропозиції праці літніх працівників, у тому числі заходи, які збільшують вік виходу на пенсію); (V) щоб уникнути втрат конкурентоспроможності ціни, заробітна плата має бути чітко пов'язана з розвитком продуктивності праці.

Стратегія перспективного зростання потребує значної перебудови економічної діяльності, яка має вирішальне значення для підвищення продуктивності праці. Є кілька аспектів політики на ринку продуктів, які будуть особливо важливими в післякризовий період, щоб згладити цей процес і зробити його ефективним. У європейському контексті ефективно функціо-

⁵ Див.: www.ilo.int/public/english/region/eurpro/geneva/.../emp_prot_leg.pdf.

нування внутрішнього ринку матиме важливе значення для забезпечення реструктуризації промисловості в європейському масштабі, тим самим буде користь від економії масштабу і розмаху. Акцент має бути зроблено на поліпшення функціонування ринку (особливо у сфері послуг). Крім того, політика, спрямована на забезпечення модернізації рамок умов, що лежать в основі економіки знань, має важливе значення для підвищення (сумарний коефіцієнт) продуктивності. Існує безліч можливостей для поліпшення різних аспектів інноваційної політики та освіти в більшості країн Єврозони.

Спосіб зростання потенціалу

Здійснення структурних реформ, які розглядалися раніше, буде визначати подальший шлях зростання потенціалу як у країнах ЄС, так і в зоні євро. Крім зміцнення, зростання і створення робочих місць, проведення структурних реформ сприятиме довгостроковій стійкості державних фінансів ЄС. Хоча специфіка країни вимагає, щоб реформи праці та ринку продукту мають бути пристосовані до національних умов, з урахуванням середнього терміну ризиків для економічного зростання, головним завданням для всіх країн буде прискорити темпи структурних реформ. У довгостроковій перспективі продуктивність є ключем до підвищення потенційного обсягу виробництва, і це вимагатиме прийняття заходів щодо відкриття ринків, особливо у сфері послуг, підтримки ділового середовища шляхом зниження адміністративного тягаря й особливо НДДКР та інновації. Останні розрахунки з QUEST економічної моделі, розроблені службою Європейської комісії, підтверджують благотворний вплив на обсяг виробництва і зайнятості широкого кола ініціатив з реформи, включаючи податкові реформи, заходи, які підвищують професійний склад трудових ресурсів; НДДКР субсидій, підвищення конкуренції на кінцевому ринку товарів, підвищення фінансової інтеграції ринків, а також заходів, що усувають бар'єри на певних ринках. Загалом, якщо всеохоплюючу програму структурних реформ буде реалізовано, потенціал зростання в ЄС і зоні євро може бути збільшено в межах від 0,5 % до 1 % на рік протягом 5–10 років. Запланована EU-2020 стратегія передбачає середньострокове орієнтоване середовище для зростання орієнтованих реформ, і успішна реалізація цієї стратегії стане інструментом для досягнення більш високого потенціалу зростання.

Чи є підстави для оптимістичного прогнозу?

За даними Європейської Комісії «Осінь 2009. Прогноз», ВВП встановлений на падіння приблизно 4 % в ЄС і зоні євро у 2009 році. Сукупний збиток становить близько 5 % ВВП з початку рецесії у другому кварталі 2008 року.

Швидкі та масштабні політичні заходи, прийняті урядами і центральними банками призвели до помітного поліпшення кон'юнктури фінансового ринку в ЄС, починаючи з літа 2009 року, стрес-індикатори повернулися до докризового рівня. Сприйняття ризиків знизилися, а премія за ризик послаблено поширюється на міжбанківських ринках і корпоративні облигації.

Високий рівень заборгованості багатьох секторів економіки матиме місце на фінансових ринках. Перспективи якості кредитів для домогосподарств і фірм може ще більше погіршитися у 2010 році, й історичні дані свідчать про те, що впровадження банківського сектору займає багато часу. Фінансовий сектор може зіткнутися з труднощами у виконанні своїх посередницьких функцій і підтримки відновлення. Тим не менш, результати в масштабах усього ЄС перспективних стрес-тестів банківської системи, представлені Комітетом європейських органів банківського нагляду в жовтні 2009 року, показують, що великі банки ЄС достатньо капіталізовані, щоб вести важку макроекономічну політику.

Ознаки поліпшення економічної ситуації стають дедалі більш очевидними в обох показниках довіри та надійних даних з літа 2009 року. Разом з наслідками підвищення довіри в різних секторах і країнах, зростання виявилось позитивним знову в третьому кварталі 2009 року в обох ЄС і зоні євро. Цей початковий підйом економічної активності в ЄС і зоні євро, проте значною мірою обумовлений тимчасовими факторами. Зокрема, сприятливий вплив управління запасами, а заходи зі стимулювання економіки, як очікується, зникнуть протягом 2010 року. Відновлення, за прогнозами, відрізнятиметься від раніше циклічних підйомів, як економіка знаходить свій шлях до нової післякризової рівноваги. Деякі фактори, як очікується, знизять внутрішній попит за прогноз, у тому числі потреба у фінансових скорочення частки позикових коштів у різних секторах, очікується подальше погіршення на ринку праці та обмеження пропозиції, що впливають з негативних наслідків фінансової кризи на потенційний обсяг виробництва. зовнішнє середовища ЄС також залежить від поточної рівноваги у світі попиту. У результаті, темпи зростання експорту ЄС мають значення лише для фірм поступово протягом всього прогнозованого періоду.

Незважаючи на підтримку з боку поліпшення зовнішнього середовища, сталий підйом у базовому відновленні буде потрібно поліпшення перспектив для приватного внутрішнього попиту. Традиційно, зростання експор-

ту спонукає попит на інвестиції, які згодом підтримають зайнятість та зростання приватного споживання. У даний час, проте, цей експорт – внутрішні взаємозв'язки попиту, як очікується, будуть слабшими. Історично низький коефіцієнт використання потужності, відносно слабкі перспективи попиту, рентабельність прибутку і зростання кредитування лежать в основі прогнозованого відновлення валових вкладень в основний капітал, який за прогнозами буде позитивним лише в 2011 році.

Загалом, після тимчасового підвищення в другій половині 2009 року відбудеться реальне зростання ВВП полегшить повернення землі лише у другій половині 2010 року. Як і зовнішній, внутрішній попит поступово зміцнюватиметься, зростання може відновитися до 0,5 % квартал-на-квартал протягом 2011 року й у ЄС і зоні євро. Беручи до уваги слабкі переходи з цього року, темпи зростання будуть обмежені приблизно 0,75 % у 2010 році в обох регіонах. У 2011 році ВВП може збільшитися приблизно на 1,5 %, що поступово закрие розрив в обсягах виробництва, які відкривалися в результаті кризи.

Висновок

Важкі часи економіка ЄС переживає в момент, який скоро неминуче добіжить кінця. Заглядаючи в майбутнє, за умови поступового відновлення і відсутності матеріалізації основних ризиків, на фінансових ринках очікується подальше вдосконалення. Зокрема, ліквідність і фінансові обмеження для банків повинні продовжувати полегшуватись, і премії за ризик на фінансових ринках мають знижуватися і далі. Обсяги кредитування в кінцевому підсумку повинні розгортатися і почати зростати, залишаючись на помірному рівні. Це стимулюватиме економіку загалом і буде впроваджувати умови для стабілізації фінансового ринку, стимулюватиме домашні господарства й успішно скеровуватиме ЄС відносно добре функціонуючого середовища колишньої кризи.