

## **ДОСВІД РЕАЛІЗАЦІЇ ІНІЦІАТИВ ЄВРОПЕЙСЬКОГО СОЮЗУ ЩОДО РЕФОРМУВАННЯ ФІНАНСОВИХ РИНКІВ**

**Анотація.** В статті представлено результати дослідження основних заходів з реформування фінансових ринків в Європейському Союзі в контексті посилення координації дій всіх регуляторних органів національного та наднаціонального рівня для забезпечення загальносистемної стабільності.

**Ключові слова.** Реформування фінансових ринків, Європейський Союз, наднаціональне регулювання.

**Вступ.** Сучасні теоретики фінансових ринків виходять з того, що в результаті розширення доступу приватних та державних компаній к глобальному ринку капіталу глобальна економіка перетворилась в одне з фундаментальних підґрунть розвитку національних економік [1, с.26]. В свою чергу розвиток фінансового простору в сучасних умовах стає все більш автономним по відношенню до реального сектору; але при цьому глобальні механізми руху ліквідності призводять до дуже швидкого розповсюдження кризових тенденцій в світовому фінансово-економічному просторі, тому локальна фінансова криза може розповсюджуватися в наднаціональному просторі, створюючи ризики і прецеденти системної загальносвітової кризи.

**Постановка завдання.** Українських, російських та західних економістів, серед них роботи А. Гальчинського, В. Гейця, А. Гриценка, В. Міщенко, С. Науменкової, В. Соболева, Н.Шелудько, О. Яременка, Ведева А., С.Глазьєва, Р.Грінберга, Данілова Ю., Масленнікова М., Моїсєєва С., Корищенко К., Соловійова І., Клаудіо Боріо (Claudio Borio), Стефена Кечетти (Stephen G Cecchetti), Кристиана Юппера (Christian Upper), Дитриха Домански (Dietrich Domanski), Инго Фендера (Ingo Fender), Патрика МакГуаера (Patrick McGuire), Жана-П'єра Ландау та ін.

Головною проблемою регулювання фінансових відносин в докризовий період було те, що будучи глобальними, фінансові ринки регулювалися на національному рівні [2, с.101]. При цьому регулювання національних фінансових просторів носило *сегментований характер*, коли кожний сектор фінансового ринку знаходився в веденні певного регулятора; при цьому не було створено єдиної інформаційної бази щодо відображення руху ліквідності, яка приймала форми фінансових інструментів в системі фінансових інститутів.

Невирішеною проблемою в сучасних умовах лишається подолання істотних викривлень в регулюванні, пов'язаних з тим, що багато процесів, що збільшують ризики фінансових систем, є поза впливом регулюючих органів. Регулювання циркуляції ліквідності в системі фінансових посередників в глобальному фінансовому просторі потребує зміни як теоретико-методологічного підґрунтя, так і механізмів його практичного втілення в двох основних аспектах: посилення наднаціонального регулювання глобального фінансового ринку та подолання сегментованості нагляду.

**Результати.** Аналіз еволюції реформування європейського фінансового простору в контексті вирішення проблем фрагментарного нагляду та посилення наглядового співробітництва на наднаціональному рівні.

Керівні органи Європейського Союзу та Єврозони з самого початку кризових тенденцій виступили в авангарді реформування систем регулювання фінансових відносин та висловили достатню кількість ініціатив щодо реформування світового

фінансового простору<sup>1</sup>. Багато в чому ініціативи були обумовлені тими диспропорціями національного та глобального характеру, що стали відчутними в процесі реалізації грошово-кредитної політики Європейського центрального банку в умовах кризи.

Докризовий період реалізації грошово-кредитної політики ЄЦБ був пов'язаний з необхідною інституціоналізацією та рутинізацією її основних процедур, які стали глибинним базисом стабільності фінансових ринків Єврозони на основі високого рівня довіри до ЄЦБ та між фінансовими інститутами. Стабільність та регулярність процедур грошово-кредитної політики зробили її нейтральною по відношенню до процесів, що розвивалися на фінансових ринках.

Слід усвідомлювати, що в процесі реалізації грошово-кредитної політики в на початковому етапі кризи всі заходи Європейського центрального банку були спрямовані на підтримку фінансових інститутів та збереження трансмісійного механізму шляхом максимально «акуратного» втручання в операційну активність фінансових ринків, щоб не перешкоджати ефективно функціонуючому трансмісійному механізму.

На першому етапі кризи (осінь 2007 року - 1-3 квартал 2008 року) головним завданням ЄЦБ був такий розподіл ліквідності та встановлення такого рівня процентної ставки, щоб *не вдаватися до частих коригуючих операцій та не створювати умови для коливання ринків, тому інструментарій монетарної політики лишався стабільним – ЄЦБ використовував регулярні операції рефінансування*. Важливим завданням було також забезпечення необхідного рівня довіри на міжбанківському ринку шляхом досягнення оптимального співвідношення між довгостроковими та короткостроковими кредитами.

На другому етапі (4 квартал 2008 – перші три квартали 2009 року), коли криза вже досягла реального сектору та спостерігалось скорочення світового виробництва та торгівлі, ЄЦБ застосував заходи нестандартного характеру - «розширену кредитну підтримку» (“enhanced credit support”) – яка означала посилену пропозицію ліквідності банківським установам з боку ЄЦБ для відновлення процесів кредитування в економіці та стабілізування реального сектору. Ця політика була цілком адекватною та результативною в контексті підтримки *переважно банківської* фінансової системи Єврозони. Заходами Європейського центрального банку щодо впровадження антикризової програми були: встановлення фіксованої ставки проценту за аукціонами з повним розподілом всіх запропонованих коштів; проведення додаткового рефінансування строками від 1 місяця до 3-ьох, також мав місце розподіл ресурсів строками до 6 місяців та до 1 року; розширення структури активів для забезпечення операцій рефінансування, зниження порогу оцінки активів, прийняття в якості забезпечення активів, що емітовані на неорганізованих ринках; реалізації програми придбання облігацій з покриттям; запровадження операцій по забезпеченню іноземною валютою.

На третьому етапі реалізації антикризової програми (грудень 2009 – квітень 2010 року), коли *ситуація на фінансовому ринку стабілізувалася*, було прийнято рішення про поетапний відхід від нестандартних заходів. Це означало відмову від поновлення проведення операцій довгострокового рефінансування (Прім.: рефінансування строком приблизно на один рік) та від рефінансування строком на 3-6 місяців, що дозволило

---

<sup>1</sup> Слід відзначати, що ініціатором реформування систем регулювання фінансових ринків були представники Банку міжнародних розрахунків, які виступили в авангарді створення макропруденційного нагляду в міжнародному банківському середовищі в 2000- 2006 рр. Принципово важливою ініціативою Європейського центрального банку стало формування макропруденційного нагляду *в контексті всіх учасників фінансового ринку*.

знизити надлишок ліквідності в системі; були також посилені вимоги за цінними паперами, що приймалися в залог по операціям рефінансування; крім того було завершено пропозицію доларів США. Тому слід усвідомлювати, що до кінця 2009 року Європейський центральний банк проводив успішну грошово-кредитну політику, йому вдалося підтримувати *адекватний рівень довіри та стабілізувати фінансові ринки*.

Дестабілізуючим фактором на фінансових ринках Єврозони та всього Європейського Союзу стали боргові проблеми Греції, що відкрили четвертий етап реалізації грошово-кредитної політики в Єврозоні, коли ринки державних облігацій Греції, Ірландії, Іспанії та Португалії стали дис-функціональними. Це змусило ЄЦБ переглянути свої наміри та поновити масштабну пропозицію ліквідності шляхом викупу грецьких боргових цінних паперів, яка розпочалася навесні 2010 року.

Отже в кінці 2009 року стало зрозумілим, що процеси, що знаходяться поза впливом центральних банків (скажімо, емісія боргових державних та приватних цінних паперів) прямо впливають на реалізацію монетарної політики центральних банків, які повинні корегувати процентні ставки та надавати необхідну ліквідність в економіку, а в результаті загальносистемної нестабільності виступати в якості кредитора останньої інстанції. Тому для реалізації ефективної монетарної політики центральні банки повинні мати повну та глибоку інформацію про всі етапи руху ліквідності, що представляють собою певні фінансові інструменти в системі фінансових інститутів; крім того, центральні банки повинні приймати участь в реалізації нагляду не тільки в системі комерційних банків, але й на рівні фінансового ринку в цілому. Тому в сучасних умовах актуалізується необхідність формування єдиної системи нагляду, головна координуюча роль в якій повинна бути відведена центральним банкам.

Крім того, фінансова криза показала, що здійснення регулювання фінансових ринків повинно враховувати багато факторів *ендогенного та екзогенного* походження, що впливають на загальний рівень невизначеності, потрібна реалізація нової ідеології регулювання, що могла б подолати сегментованість нагляду та бути адекватною реаліям розвитку глобального фінансового ринку, - а значить бути більш скоординованою на наднаціональному рівні. Тому Європейський Союз почав ініціювати та реалізовувати програми національного та наднаціонального рівня щодо впровадження нової системи регулювання глобальних фінансових ринків. Основні події щодо впровадження реформ регулювання глобального фінансового ринку, запропоновані Європейським Союзом, представлені в Таблиці 1.

*Таблиця 1*

*Ініціативи ЄС з реформування системи регулювання фінансових ринків*

Період	Подія
Осінь 2007 року	Саміт ЄС в Лісабоні. Затверджено першочергові заходи реагування на кризові тенденції, запропоновані Радою ЕКОФІН: підвищення прозорості фінансових ринків; вдосконалення управління ризиками; створення механізму посиленого нагляду за фінансовими інститутами, створення системи відповідальності рейтингових агентств, структурне реформування фінансового сектора.
Грудень 2007	Оприлюднена програма дій з інтеграції іпотечного ринку ЄС з метою розвитку конкуренції та недопущення кризових тенденцій; опублікована програма підвищення фінансової культури і поліпшення фінансової освіти в Європі.

Закінчення табл.1

Березень 2008	Раді ЕКОФІН доручено розробку заходів щодо посилення фінансового нагляду та управління транскордонними кризовими фінансовими ситуаціями, а також формування системи раннього попередження на загальноєвропейському та міжнародному рівнях, включаючи посилення ролі МВФ у нагляді за макроекономічною стабільністю; саміт ЄС підтримав пропозицію про погодження на міжнародному рівні добровільного Кодексу поведінки для суверенних фондів та визначення принципів їх допуску країнами-реципієнтами.
Грудень 2008	Єврорада закликала держави-члени ЄС, банки та інші фінансові інститути до невідкладної реалізації заходів з фінансової стабілізації, відновлення довіри на фінансових ринках, відновлення кредитування реального сектора і зниження процентних ставок.
Листопад 2008	Створена Група під керівництвом Жака де Ларозьєра, якій було доручено досліджувати ефективність нагляду за європейськими фінансовими ринками з метою модернізації системи контролю як над діяльністю окремих фінансових установ, так і над фінансовим ринком в цілому. Результатом роботи групи стали пропозиції щодо реформування європейського інституційного простору, які після тривалих дебатів привели до зміни інституційної структури нагляду в Європейському Союзі.
2008	Франція стала ініціатором першого саміту Групи Двадцяти у Вашингтоні з питань фінансової нестабільності.
Вересень 2009	3 ініціативи Франції у вересні 2009 року були розроблені правила регулювання отримання бонусів, і саме Франція стала першою країною, що застосувала ці правила на практиці, прийнявши відповідні постанови 5 листопада 2009 року.
Вересень 2010 року	Європарламент погодив створення нової системи фінансового нагляду в Європейському Союзі.
16 грудня 2010 року	Прийняття Регламенту Європейського Парламенту та Ради ЕС № 1092/2010 від 24.11.2010 Про макропруденційний нагляд за фінансовою системою в Європейському Союзі і створення Європейської ради системних ризиків («Правила ЄРСР»).

Важливою подією в контексті посилення наднаціонального співробітництва став виступ Жана-Клода Тріше (тоді голови Європейського центрального банку) на конференції в Марокко в жовтні 2010 року, в якому він представив міркування щодо необхідності створення основ «глобального економічного управління» (“global economic governance”) [3]. Під глобальним економічним управлінням слід розуміти сукупність наднаціональних інститутів і законів, що впливають на транскордонні економічні та фінансові операції. Необхідність глобального управління обумовлена: пагубністю політики дерегулювання світового фінансового простору; невідповідністю між динамічним зростанням обсягів транскордонних операцій та значними національними бар’єрами, що обумовлюють великі трансакційні витрати транскордонних операцій; зростаючою взаємозалежністю операторів глобального простору національного та наднаціонального рівня; глобальним характером ліквідності.

**Висновки.** В сучасних умовах абсолютно очевидною є необхідність посилення координації дій всіх регуляторних органів національного та наднаціонального рівня, в керуючому та регулюючому веденні яких є певні етапи циркуляції ліквідності, для створення глобальної загальносистемної стабільності. Досвід реалізації ініціатив

Європейського Союзу щодо формування систем наднаціонального регулювання показує, що ці тенденції будуть переважними в посткризовому розвитку, тому ці процеси повинні бути під пильним наглядом українських дослідників для усвідомлення глобальних тенденцій та забезпечення відповідності розвитку українського фінансового ринку загальносвітовим трендам.

### Література

1. Ведев А., Данилов Ю., Масленников Н., Моисеев С. Структурная модернизация финансовой системы России. // Вопросы экономики. – 2010. - № 5. – С.26.
2. Корищенко К., Соловьева И. Новые вызовы в регулировании финансового сектора в условиях кризиса.// Вопросы экономики. – 2010. - № 4. – С.101.
3. Speech by Jean-Claude Trichet, President of the ECB at the World Policy Conference Marrakech, 16 October 2010 // Офіційний сайт ЕЦБ// Електронний ресурс. – Доступний з: <http://www.ecb.int/press/key/date/2010/html/sp101016.en.html>.
4. December 2011 - Financial stability review – December 2011 // Офіційний сайт ЄЦБ// Електронний ресурс. – Доступний з: <http://www.ecb.int/press/pr/date/2011/html/pr111219.en.html>.

**Summary.** The article presents the results of a study of measures to reform financial markets in the European Union in the context of enhanced coordination among all national and supranational regulatory authorities to ensure system-wide stability.

**Keywords:** Financial markets reforms, the European Union, supranational regulation.

*Стаття надійшла до редакції 12.03.2012*