

Поштар Є.*

ГЕНЕЗА ФІНАНСОВО-ІНСТИТУЦІЙНИХ ІНСТРУМЕНТІВ В УМОВАХ ФІНАНСОВО-БОРГОВОЇ КРИЗИ ЄВРОСОЮЗУ

Статья посвящена анализу особенностей процесса использования финансово-институциональных инструментов на нынешнем этапе развития валютно-финансовой интеграции в Европейском Союзе, дается характеристика ее важнейшим тенденциям и перспективам в условиях финансово-долгового кризиса.

Ключевые слова: Европейский валютный союз, валютно-финансовая интеграция, финансово-институциональные инструменты, финансово-долговой кризис.

Стаття присвячена аналізу особливостей процесу використання фінансово-інституційних інструментів на сучасному етапі валютно-фінансової інтеграції у Європейському Союзі, дається характеристика її важливим тенденціям та перспективам в умовах фінансово-боргової кризи.

Ключові слова: Європейський валютний союз, валютно-фінансова інтеграція, фінансово-інституційні інструменти, фінансово-боргова криза.

The article deals with an analysis of special process using financial and institutional instruments in modern stage of currency-financial integration development in EU, its contemporary tendencies and the perspectives during financial and debt crisis were defined.

Key words: the European Monetary Union, currency-financial integration, financial and institutional instruments, financial and debt crisis.

Постановка проблеми. До фінансової кризи 2008-2009 рр. у ЄС існував прагматичний підхід до інтеграції, згідно якому визначення і подолання її конкретних перешкод надавалося учасникам ринку. Подібний прагматизм пояснювався складністю проблем і тим фактом, що радикальні рішення – такі як створення єдиної системи права, регулювання та нагляду у ЄС – вважалися політично недоцільними. Такий підхід був ефективним, оскільки більшість чисто технічних перешкод для інтеграції були ліквідовані, що надало суттєві вигоди у вигляді здешевлення капіталу і підвищення якості обслуговування підприємств та споживачів. Проте, криза продемонструвала, що фінансова інтеграція пов'язана не лише з вигодами; вона також дозволила фінансово-економічним шокам більш вільно розповсюджуватися між країнами-членами ЄС. У цьому зв'язку усвідомлення необхідності доповнення інтегрованого фінансового ринку діяльною інтегрованою системою забезпечення фінансової стабільності стало вирішальним. Докризовий період

* здобувач кафедри міжнародного бізнесу Інституту міжнародних відносин Київського національного університету імені Тараса Шевченка

Науковий керівник: проф. Ступницький О.І.

засвідчив також існування позитивного взаємозв'язку економічних і фінансових умов: низькі міжнародні ставки відсотків, залишкова світова ліквідність, високий світовий попит на експорт і навіть високі ціни на енергоносії (особливо, нафту) не внесли суттєвих корективів. Країни-члени ЄС скористалися перевагами подібного взаємозв'язку умов для збільшення власної кредитоспроможності за рахунок накопичення власних та іноземних валютних резервів, покращення поточного платіжного балансу, зменшення заборгованості і більш ефективного управління боргами (започаткували структурування боргів зі зростаючими строками погашення). Проте, фінансово-боргова криза наразі зовсім по іншому зумовила використання фінансово-інституційних інструментів ЄС, виявила «больові точки» інтеграційних процесів єврозони, зумовила накопичення негативних явищ у середині Європейського валютного союзу (ЄВС).

Аналіз досліджень і публікацій. Дійсно, сьогодні дослідження фінансової інтеграції ЄС здійснюються на основі різних методологічних та теоретичних підходів, заснованих на теорії міжнародного руху капіталу. Однак, новітні проблеми взаємозв'язку і взаємодоповнення різних рівнів та структурних елементів системи фінансово-інституційних інструментів єврозони ще у достатній мірі недосліджені. Фінансово-боргова криза внесла суттєві елементи невизначеності у координацію валютної політики та інтеграцію фінансових ринків, обумовлені фундаментальними потребами економіки в цілому та фінансових систем окремих країн-членів ЄС зокрема.

Мета статті – дослідити зміни, що відбулися за останні роки у способах використання фінансово-інституційних інструментів у рамках ЄС, Європейського центрального банку (ЄЦБ), Європейської системи центральних банків (ЄСЦБ) під впливом фінансово-боргової кризи.

Виклад основного матеріалу. За період 1995-2007 рр. зростання ринку банківських депозитів у ЄС, як і світового ринку (їх об'єм у 2006 р. склав 5,6 трлн. дол., що у 2 рази більше, ніж у середньому за останні три роки [1]), супроводжувалось паралельним зростанням ринку акцій і облігацій. Зріс об'єм усіх видів фінансових активів країн єврозони (за виключенням сукупних державних боргів) і, фактично, перевищимо об'єм сукупного ВВП ЄС. Зростаючий рівень іноземних інвестицій, що посилював залежність фінансових ринків один від одного, лібералізація руху іноземного капіталу у кордонах національних ринків дозволило компаніям і населенню країн єврозони інвестувати кошти у іноземні цінні папери. Якщо, загалом, у 1990 р. іноземні інвестори володіли 7 % світового об'єму корпоративних облігацій, то у 2007 р. їх доля склала 21 % [2]. Та ж ситуація спостерігалася і на ринку акцій і державних облігацій. Щодо ЄС, то за останні роки чітко відслідковувалася тенденція звуження інтересу інвесторів країн єврозони здійснювати капіталовкладення на внутрішньому ринку, оскільки інвестування за кордоном дозволяло їм диверсифікувати свої активи.

Докризовий період у ЄС характеризувався також зростанням процесів надання іноземних позик та кредитів, що супроводжувалося не лише традиційними банківськими позиками, а й міжбанківськими трансферами між країнами, ефективними операціями з депозитами офшорних банків і фінансових центрів, коштами хедж-фондів, відсотковими ставками за попередніми кредитами тощо. Тобто, використовувалася ціла низка нових фінансових інструментів. Загалом, на початок 2007 р., світовий об'єм іноземних позик та кредитів склав 3,5 трлн. дол. і зріс у 4 рази у порівнянні з 2002 р., що визначило їх як найбільший сегмент фінансового ринку. Інвестиції у іноземні облігації – другий за величиною сегмент світового фінансового ринку, що склав 2,5 трлн. дол. Основним наслідком цього процесу була прогресуюча тенденція купівлі іноземних облігацій корпорацій, ніж їх дер-

жавних аналогів, доля яких зменшилась і склала 1/3 ринку облігацій, а доля корпоративних облігацій зросла майже у двічі.

У докризовий період на світовому фінансовому ринку значно зросла питома вага інституціональних інвесторів (пенсійних фондів, страхових компаній тощо): у 2007 р. у їх управлінні знаходились активи на суму приблизно 59,4 трлн. дол., що у 3 рази більше, ніж загальна величина активів у 1995 р.; за період 2001-2007 рр. у 3 рази збільшили свої активи хедж-фонди та інші приватні фонди – до 2,2 трлн. дол. у 2007 р. Саме у ці роки на світовому фінансовому ринку відбулася зміна вектора потоків іноземних інвестицій. Якщо у 1999 р. США були основним, головним фінансовим центром, то у період 2000-2007 рр. (хоча вони і залишилися провідним фінансовим центром) зріс вплив країн Євросоюзу (приблизно 20% ринку); значна частина інвестицій ЄС була спрямована у країни, що розвиваються. Збільшили свій сегмент ринку Великобританія, причому якщо фінансові активи США досягнули у 2006 р. 56,1 трлн. дол., фінансові активи Великобританії і країн Західної Європи - 53,2 трлн. дол. [3]. Три чверті приросту активів країн ЄС – це ринки акцій і облігацій (у Великобританії у значній мірі за рахунок акцій, у країнах Західної Європи – за рахунок облігацій).

Протягом зазначеного періоду фінансова глибина європейських ринків збільшувалася майже у 2 рази швидше, ніж у США (у яких база для зростання вже існувала), причому зростання фінансової глибини ринків ЄС відображає більш «здоровий» розвиток їх фінансових ринків: ринок акцій і корпоративних облігацій зростає за рахунок росту корпоративних доходів, а ринок державних облігацій залишався на тому ж рівні або зменшувався. У зв'язку з цим значно посилилося євро і у 2007 р. загальний об'єм облігацій, номінованих у євро, вперше перевищив об'єм облігацій, номінованих у доларах (840 млрд. євро проти 814 млрд. дол. в 2007 р.) [4].

Фінансова криза 2008-2009 рр., з одного боку, зупинила тридцятирічне зростання світового фінансового ринку і на відміну від фінансових криз 1980-х і 1990-х рр. (які виникали у країнах з фінансовими ринками, що розвиваються), була атиповою: вона почалася у США на ринку низькоякісних іпотечних кредитів (subprimes) найбільш високого рівня ризику. З іншого – вона стала результатом комбінації надто високої ліквідності (і відповідно низьких відсоткових ставок), намагання отримати високу дохідність на капітал (використовуючи високоризикові фінансові інструменти) і надто низьких премій за ризик (а також недостатнього розуміння реальних ризиків). Так, сукупні світові фінансові активи у 2008 р. скоротилися на 16 трлн. дол. (8%) і склали 178 трлн. дол., що було найбільшим зменшенням цього показника з 1990 р. [5]. Найбільший «обвал» біржових курсів було зафіксоване на ринку акцій (масштабніше падіння спостерігалось лише за Великої депресії), оскільки акції є більш ризиковим фінансовим інструментом у порівнянні з облігаціями і банківськими депозитами. Він став результатом того, що ринок зростає за рахунок двох основних чинників – стрімкого росту доходів компаній та оцінки вартості їх акцій, а не за рахунок нових емісій акцій. На відміну від ринку акцій, ринок облігацій, у тому числі облігацій фінансових і нефінансових компаній та облігацій, забезпечених активами (перш за все, іпотекою), зріс на 3 трлн. дол. (зростання було б більш помітне, якби не загальний значний спад на ринку облігацій у сегменті забезпечених облігацій).

Негативний вплив світової фінансової кризи позначився на динаміці світових потоків іноземних інвестицій – їх об'єм різко зменшився з 10,5 трлн. дол. у 2007 р. до 1,9 трлн. дол. у 2008 р., тобто, зменшення становило приблизно 82%, причому досить суттєвого спаду зазнали інвестиції у іноземні акції і облігації. Щодо розподілу цього показника за країнами і регіонами, то найбільш значне зменшення іноземних інвестицій спостеріга-

лося у Великобританії і Західній Європі. Вказана тенденція пояснюється низкою чинників, головним серед яких є той, що Великобританія акцентувала антикризові заходи на внутрішній рекапіталізації банків, які постраждали від кризи, а як результат – іноземні інвестори переорієнтували інвестування у інші країни та регіони. Цим також можна пояснити зменшення інвестування у країни ЄС, оскільки Великобританія залишається основним інвестором у країни Євросоюзу. Різке зменшення іноземних інвестицій стало одною з причин зростання кредитних спредів, а отже, вартості позик на внутрішніх ринках і волатильності валют (у кінці 2008 р. спреди зросли у середньому у 3 рази).

Дійсно, за останні двадцять років світові фінансові активи зростали набагато швидше, ніж світовий ВВП. Перехід від прямих банківських кредитів до ринкового фінансування активував гігантські об'єми капіталу і перетворився у головний чинник зростання світової економіки. Економічні школи Заходу довгий час вважали, що більшість інновацій у сфері фінансів (нових фінансових інструментів) лише позитивно впливають на розвиток фінансового ринку. Наприклад, вважалося, що сек'юритизація дозволяє інвесторам диверсифікувати їх ризики і позбавляє необхідності позичати «дорогий» банківський капітал, а більш ефективне посередництво зменшує витрати на позики внутрішнього ринку. Тобто, глобальна монетарна політика стимулювала зростання ліквідності і унеможливила відтік капіталу, а розширення асортименту фінансових послуг і розростання операційних фінансових складових у вигляді нових фінансових інструментів асоціювалося із сталим економічним зростанням. Розростання фінансової кризи у рамках ЄС засвідчило, що ці твердження були хибними, особливо у контексті передкризових реалій 2007-2008 рр.: зростання фінансових активів на розвинених фінансових ринках було не результатом їх ефективного розподілу, а мотивацією до створення фінансових «бульбашок».

У докризовий період окремих сегмент фінансових інституцій ЄС (ціною отримання максимальних переваг із інструментів високої дохідності) з метою сек'юритизації систематично продавав свої високоліквідні кредити SPVs і одержував подвійну вигоду: високу оплату за угодами сек'юритизації і через перевід із свого балансу на баланс SPVs дорогих і ризикових активів (кредитів). Розподіл ризиків через сек'юритизацію (SPVs були сконцентровані у секторі страхування та іпотеки) вважався способом захисту фінансової системи від значних кредитних ризиків (через ABS), що накопичувалися на балансах банків, проте, дисперсія структурованих кредитних продуктів посилила невизначеність відносно масштабів ризиків і поведінки інвесторів в умовах змін напрямків розвитку фінансового ринку [6].

На початковому етапі SPVs були застраховані від ризиків ліквідності за рахунок повного покриття ризиків за допомогою кредитних ліній (back-up lines), які їм надавали спонсоруючі їх фінансові інституції-засновники. Однак, нові компанії спеціального призначення для структурованих продуктів (structured investment vehicles, SIVs) мали лише часткове покриття за допомогою кредитних ліній і здійснювали розпродаж активів, що мали статус високоприбуткових боргових інструментів для хеджевих угод (за цих умов, дбайливість щодо якості послуг значно перекривалася їх кількістю і винагородою за надані кошти). Швидке розповсюдження практики продажів пакетів кредитних інструментів перетворили SPVs у віртуальні і синтетичні банки (synthetic banks, SB), які приймали на себе суму ризиків (щодо процентних ставок, витрат і строків), аналогічну традиційній банківській діяльності. Однак, на відміну від банків SPVs володіли досить слабкою базою капіталу, у них були відсутні депозитні рахунки, як джерело ресурсів, і вони не підпадали під систему національного регулювання. Подібна фундаментальна невідповідність стала динамічною складовою і однією з вагомих причин розгортання фінансової кризи.

У розпал кризи стало зрозумілим, що сек'юритизація активів була лише ілюзорною, оскільки великі інвестори-посередники, здійснюючи сек'юритизацію інструментів, самі ж їх розробляли і впроваджували, а транснаціональний характер фінансових операцій призвів до швидкого розповсюдження глобальних кризових явищ по усій території Євросоюзу. Керівництво ЄС, розуміючи необхідність зміни інструментів у рамках ЄВС і ЄСПС, розпочали непростий процес трансформації системи статистики у сфері підрахунків фінансових показників із урахуванням реальних змін величини фінансових активів, а не їх ринкової вартості. За думкою К.Нуайе, генерального управляючого Банку Франції, фінансову кризу як світову, так і у рамках ЄС «можна розглядати як кризу оцінки складних фінансових інструментів за «справедливою» вартістю, що породила недовіру на світових ринках, посиливши невизначеність щодо ризиків» [7]. Скептицизм суб'єктивних настроїв інвесторів ЄС був також пов'язаний з тим, що при відсутності доступу до банківських депозитів, лімітизація короткострокових кредитів призвела до широкої експансії інвесторів на ринок облігацій. Облігаційний сегмент, як альтернативний інструмент з точки зору співвідношення дохідності та ризику, протягом двох років кризи залишався стійким інвестиційним ресурсом.

У післякризовий період ЄЦБ і ЄСЦБ прийшли до висновку про важливість посилення ролі наднаціональних регуляторів фінансових ринків для зменшення інформаційної асиметрії, що зростає в умовах постійного ускладнення фінансових ринків, розробки і прийняття міжнародних угод щодо глобальних стандартів регулювання і нагляду у фінансовому секторі, пошуку оптимального і ефективного механізму скоординованих дій регуляторів по обмеженню спекулятивних угод і операцій на фінансовому ринку на різних етапах економічного циклу. Докризова система регулювання базувалася за забезпеченні стабільності в окремих сегментах ринку, криза виявила недостатність подібного підходу, оскільки він був не в змозі забезпечити стабільність фінансово-банківської системи. Тобто, назріла об'єктивна необхідність регулювання фінансових ринків і, перш за все тих фінансових інститутів, які відіграють системну роль. У зв'язку з цим, ЄК і ЄЦБ у 2011 р. було прийнято рішення про:

- перегляд правил функціонування таких неофіційних ринків як міжбанківський ринок і ринок кредитних деривативів;
- регулювання діяльності рейтингових агентств, які відіграють ключову роль у корекції асиметрії інформації на фінансових ринках;
- підвищену увагу з боку регулюючих органів до фінансових інститутів, які надають специфічні продукти ринкової ліквідності і кошти для фінансування;
- розробку механізму макропруденціального регулювання.

Сучасна фінансова система країн ЄС – це сукупність суб'єктів, які здійснюють діяльність у різних сегментах ринку на основі різних стратегій та економічних моделей, і це різноманіття відіграє суттєву роль у ефективному функціонуванні фінансових ринків. Дослідження ринків цінних паперів країн-членів ЄС, здійснені ЄКРЦП, свідчить, що створення уніфікованих норм регулювання для всіх суб'єктів фінансового ринку породжує їх «стадну» поведінку під впливом зовнішніх ризиків, а отже, викликає необхідність відповідної градації регулювання і різних вимог до окремих суб'єктів ринку. Крім того, труднощі для керівних адміністративних органів ЄС полягали у наступному. По-перше, так звані структуровані фінансові продукти часто у єдиний інструмент об'єднують низько- і високоліквідні активи, що ускладнює їх оцінку. По-друге, більшість небанківських фінансових інститутів, що володіють вказаними активами і рефінансують їх на ринку, не контролюються належним чином, їх цінні папери не котируються на біржах, а отже, пра-

вила про розкриття інформації для них є необов'язковими (як правило, точно оцінити розмір їх левериджу неможливо). По-третє, скорочення операцій у окремих сегментах і зростання невизначеності фінансових ринків викликає стурбованість інвесторів щодо якості активів, що призводить до масового розпродажу непрозорих активів і як результат – до широкомасштабних відмов від ризикових інвестицій. Тому, у 2011 р. ЄЦБ була запропонована трирівнева система регулювання, що полягає у наступному:

- на першому рівні вводиться обов'язкова реєстрація і вимоги поваги до відповідного «кодексу найкращої практики»;
- другий рівень ґрунтується на вимогах забезпечення прозорості діяльності і рахунків, які повинні поширюватися на хедж-фонди і фінансові інститути, стратегія яких базується на використанні ефекту левериджу або акумуляції ризиків;
- на третьому рівні використовуються більш жорсткі правила регулювання і нагляду (які також поширюються на суб'єктів ринку за умов невиконання ними вимог попередніх двох).

З одного боку, важливим є те, щоб усі форми фінансового регулювання сприяли підтримці різноманітності у фінансовій системі, а з іншого – думка про те, що система фінансового регулювання є панацеєю і зміцнює імунітет проти ризиків посилення нестабільності фінансової системи, є хибною. Фінансова криза 2008-2009 рр. довела, по-перше, що її виникнення відбулося у значній мірі від недоліків внутрішнього управління фінансовими інститутами ЄС, а органи регулювання повинні були б створювати мотивації для ефективного управління (а не замінити його). По-друге, оцінка фінансових інструментів не зводиться лише до їх обліку, а піднімає питання виміру і управління ризиками фінансовими інститутами, дотримання норм пруденціального нагляду та забезпечення фінансової стабільності у цілому.

Кредитні лінії через SPVs і європейські банки-цеденти сьогодні користуються особливою увагою регулюючих органів ЄС, оскільки у докризовий період для таких ліній не були передбачені вагові коефіцієнти ризику, не враховувались ризики кредитних ліній, як і загалом проблема концентрації ризиків згідно Базельських угод. Фінансові інституції (в основному, банки-цеденти) створювали SPVs з активами, що у десятки разів перевищували їх реальний капітал, а виведення активів за баланси призводило до порушення «золотого правила» фінансових інституцій – «ніколи не позичати більше 25 % власного капіталу одному клієнту». НЦБ ЄС, впливаючи на фінансування банків і на механізми передачі (трансмисії) імпульсів кредитно-грошової політики, не були готові до принципово нової ситуації, пов'язаної зі зміною економічної моделі діяльності банків і трансформацією фінансової сфери. Справа у тому, що збанкрутілі банки передають гарантії платіжів за основною сумою і процентами по відповідним позикам інвесторам і, відповідно, платоспроможність цінних паперів, емітованих SPVs, «виокремлюється» від платоспроможності банка-цедента. Порушення балансу виплат за гарантіями, пов'язане з помилковими оцінками кредитного ризику, призводить до змін умов кредитування і втрати інвесторами коштів. Зниження прибутковості облігацій, забезпечених боргом, у 2009 р. у євросоні призвело до зниження ліквідності ринків структурованих кредитних інструментів. Базою для оцінки цих облігацій була теоретична модель, яка була надто чутливою до макроекономічних гіпотез і методів розрахунку кореляції, а в умовах низьких оцінок рейтингових агентств євrorинку цінних паперів, забезпечених житловою іпотекою (ці оцінки були пов'язані з низькоякісними іпотечними кредитами США), фондовий ринок євросони втратив довіру до моделі оцінки. Недовіра до моделі посилилася, коли SPVs почали у 2010 р. масовий розпродаж облігацій, забезпечених боргом з метою розрахунків з інвесторами.

ЄЦБ разом з ЄКОБН і ЄКРЦП сьогодні розробляє «матрицю» способів, що використовують SPVs і SIVs у рамках ЄВС для виведення активів за баланси, і репутаційні ризики, які пов'язані з такими операціями, а також систему регулювання нормативів достатності капіталу для їх функціонування (включаючи, «кодекси поведінки» партнерів по свопам і адміністраторів-попечителів, як агентів сек'юрїтизації). У цьому зв'язку потребують регулювання з боку органів ЄС принципи можливого конфлікту інтересів і методологія «експертої бази» рейтингових агентств, що ними використовується для оцінки якості ризику і комплексних фінансових інструментів.

Облік активів за «справедливою» вартістю підсилює чутливість банківських балансів до ринкових коливань, що, у свою чергу, впливає на їх фінансову стабільність. В умовах кризи окрема група банків була вимушена через зниження ринкових цін обесцінити на 30 % транші боргових зобов'язань першокласних клієнтів (super-seniors), які мають рейтингову оцінку AAA, на основі якої були емітовані відповідні облігації. За даними «Bank of America», за умови використання обліку по «справедливим» (ринковим) цінам, світові фінансові компанії повинні були б обесцінитися на 300 млрд.дол. [8]. У цих умовах у 2009 р. НЦБ ЄС під егідою ЄЦБ розпочали розробку способів обліку активів, що були б нейтральними по відношенню до поведінки суб'єктів фінансових ринків і не впливали б на їх динаміку.

У теоріях фінансових систем, за досконалих фінансових ринків, управління ризиками може легко гарантувати для банку у будь-якій ситуації адекватний рівень ліквідності, можливість використання всього спектру похідних інструментів (деривативів) та інших цінних паперів, щоб контрагенти були ліквідними за усяких рівних умов. Коли ж фінансові ринки недосконалі для банків постає необхідність продажу активів на ринку, щоб бути ліквідними, проте ціни активів визначаються усією ринковою ліквідністю, що нівелює обов'язковість придбання цих активів іншими фінансовими інститутами. Дійсно, хоча облік активів за ринковою вартістю зручний і дозволяє мати більш чітку уяву про реальну ситуацію на фінансових ринках, у періоди криз і зменшення ліквідності ринкова вартість більше не відображає майбутню дохідність і не може бути основою для оцінки платоспроможності фінансових інститутів, що і продемонструвала фінансова криза 2008-2009 рр. У цих умовах не фундаментальні показники, а намагання отримати ліквідність визначає ринкові ціни, а облік за «справедливою» вартістю реально відображає справжню вартість активів. Якщо використовувати облік за ринковою вартістю, то волатильність цін активів безпосередньо впливає на вартість банківських активів. Цей «феномен» може викликати «ефект зараження», коли банки опиняться у ситуації неплатоспроможності навіть в умовах виконання ними своїх зобов'язань і навіть якщо б вони мали можливість продовжити свою діяльність до закінчення терміну активів. У той же час, якщо облік активів здійснюється за «справедливою» вартістю, цього не трапляється.

Гармонізація правил бухгалтерського обліку, особливо по відношенню до складних цінних паперів і фінансових інструментів, посилює прозорість забалансових інструментів фінансових інститутів і вимог обов'язкового оприлюднення (публікації) інформації про складні фінансові інструменти [9]. Доступ до облікових даних регулюючих органів, фінансових інститутів та інвесторів необхідна для прийняття відповідних рішень, проте вона повинна доповнюватися інформацією про те, у якій мірі падіння цін активів пов'язано із змінами ринкових умов, а у якій – із змінами актуалізованої вартості очікуваних потоків майбутніх доходів. У зв'язку з цим, розробка керівними органами ЄС правил гармонізації бухгалтерського обліку для європейських фінансових інститутів кореспондується з проектом «групи 20» щодо уніфікації «єдиних світових правил обліку високої якості».

Дійсно, у передкризовий період у країнах ЄС, економічний розвиток яких відбувався в умовах високих процентних ставок, спостерігалось значне збільшення інвестицій і зменшення заощаджень. Країни, що знаходилися на периферії зони євро (а також країни Європи з ринком, що формується, і які «прив'язали» свою валюту до євро), мали досить значні дефіцити по рахунках поточних операцій, причому значні потоки капіталу не використовувалися раціональним чином на національному рівні. Крім того, ці потоки капіталу сприяли зростанню попиту, а не пропозиції, росту імпорту, а не експорту, і тим самим сприяли значному і, в остаточному підсумку, економічно неприйнятному збільшенню зовнішнього боргу. Занадто багато учасників євrorинку ігнорувало ці ризики – національні фінансові ринки країн-членів ЄС практично не звертали на них уваги, а заходи державної політики практично не сприяли ліквідації негативних явищ у роботі ринкових механізмів. Фактично, ці дефіцити виявилися небезпечними: коли потоки капіталу раптово сповільнилися, ЄСЦБ була до цього непередбаченою.

Висновки. Хоча деякі компоненти фінансової системи ЄС характеризуються високим ступенем інтеграції, транскордонні злиття і поглинання у зоні євро усе ще обмежені. У результаті, банківські потоки на периферію зони євро у передкризові роки зараховувалися у основну форму боргу, а не інструментів участі у капіталі, що спричинило підвищену вразливість НЦБ на периферії єврозони стосовно ризику пролонгації. ЄС сприяв фінансовій інтеграції, прийнявши єдину валюту у зоні євро, але він не створив діючих інструментів для подолання транскордонних ризиків або обмеження наростаючих дисбалансів під впливом транскордонних фінансових потоків. Тобто, проблеми банківського сектору і суверенного боргу на периферії зони євро взаємопов'язувалися. Якщо б внутрішні ринки були більш відкритими для іноземної власності у банківському секторі, то національні системи регулювання щодо підтримки і рекапіталізації банків не були б єдиними реальними варіантами погашення боргових зобов'язань. Банки ЄС менше постраждали від вторинних ефектів проблем суверенного боргу, оскільки гарантії по депозитах та інші непрямі гарантії не залежали від підтримки держави. Консолідація фінансового сектору країн периферії зони євро взагалі відбувається не так швидко (часто у межах національних кордонів) і у багатьох випадках реструктуризація призводить до переорієнтації на внутрішній ринок і продажу закордонних операцій, тим самим зменшуючи фінансову інтеграцію. Якщо б існував єдиний режим нагляду у масштабах ЄС, то багато існуючих перешкод для транскордонної конкуренції могло б бути усунено, а надмірно відкриті банківські позиції і розширення банківських систем могли б бути більш ефективними, тобто вдалося б уникнути необґрунтованих однобічних антикризових заходів.

Список використаних джерел

1. Mapping Global Capital Markets: Fourth Annual Report, McKinsey Global Institute. January 2008 - [Електронний ресурс] – Режим доступу: http://www.mckinsey.com/mapping_global_cap_markets/Jan/2008/htm.
2. Mapping Global Capital Markets: Fifth Annual Report, McKinsey Global Institute. October 2008 – [Електронний ресурс] – Режим доступу: http://www.mckinsey.com/mapping_global_cap_markets/Oct/2008/htm.
3. Mapping Global Capital Markets: Fourth Annual Report, McKinsey Global Institute. January 2008 – [Електронний ресурс] – Режим доступу: http://www.mckinsey.com/mapping_global_cap_markets/Jan/2008/htm; Integrated retail payment market. - European Central Bank., Frankfurt. – 2010. – P. 14-15.

4. A Report by the Monetary and Capital Markets: IMF Global Financial Stability Report, September 2008 – [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/index.htm>.
5. Global capital markets: Entering a new era, McKinsey Global Institute. September 2009 - [Електронний ресурс] – Режим доступу: http://www.mckinsey.com/mapping_global_cap_markets/Sep/2009/htm.
6. Larosiere J. A window on the financial crisis // Banker. – L., 2008. – 2 Jan. – P. 46-47.
7. Noyer Chr. Lecons de la crise: Reflexions sur certains enjeux de politique comptable. – [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://www.banque-france.fr/instit/2008.pdf>.
8. L'Etat envisage de monter dans le capital de certains groupes automobiles. – [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://www.lemonde.fr/2009/01/19>.
9. Le gouvernement britannique dévoile un nouveau plan de soutien aux banques. – [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://www.lemonde.fr/2009/01/19>; A Report by the Monetary and Capital Markets: IMF Global Financial Stability Report, March. 2010 - <http://www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/index.htm>.