

УДК 339.922

Корнівська В.О., канд. екон наук

Інститут економіки та прогнозування НАН України

ІНСТИТУЦІЙНІ ТРАНСФОРМАЦІЇ В ЄС І БОЛГАРСЬКИЙ ДОСВІД ВАЛЮТНОЇ РАДИ

Висвітлюються інституційні трансформації в ЄС, пов'язані зі зростанням наднаціонального регулювання в монетарній і фінансовій сферах, водночас зроблено висновки щодо суперечливості цих тенденцій на тлі зменшення загальної ефективності монетарної політики Європейського центрального банку. Аргументується теза щодо неоднозначності уніфікованого підходу до нагляду в умовах різноманітності фінансово-інституційних просторів країн – учасниць єдиного монетарного простору ЄС. На прикладі функціонування валютної ради в Болгарії доведено, що при реалізації європейського наднаціонального мандату завжди слід зважати на інституційні особливості країн – учасниць єдиного монетарного простору ЄС, що показує Україні неоднозначність європейських інтеграційних перспектив.

Ключові слова: інституційні трансформації, ЄС, єврозона, фінансовий простір, валютна рада, протиріччя.

V.Kornivska, PhD in Economics

Institute for Economics and Forecasting, NAS of Ukraine

INSTITUTIONAL TRANSFORMATIONS IN THE EU AND BULGARIAN EXPERIENCE OF CURRENCY BOARD

The article highlights the institutional transformation in the EU associated with the growth of supranational regulation of monetary and financial spheres, and concludes about the contradicting character of those trends against the background of reduced overall effectiveness of the ECB's monetary policy. The thesis is argued about the ambiguity of a unified approach to the supervision in the conditions of diverse financial and institutional spaces of countries-participants of the single monetary space of the EU. On the example of the functioning of currency board in Bulgaria, the author proves that the implementation of the mandate of the European supranational will always encounter the institutional features of individual countries-participants of the single monetary space of the EU, which, for Ukraine, emphasizes the ambiguity of the European integration prospects.

Keywords: institutional transformation, EU, euro zone, financial center, currency board, contradiction.

JEL: F 150

Важливим аспектом європейських інтеграційних прагнень України має бути бачення довгострокових стратегічних перспектив, які, зважаючи на трансформації європейського фінансово-інституційного простору та досвід пост-соціалістичних країн Центральної та Східної Європи, є неоднозначними. У цьому контексті певною проблемою є поступове обмеження наглядової незалежності національних центральних банків країн – учасниць єврозони у зв'язку із формуванням Банківського союзу, яке свідчить про тенденцію до переваги наднаціонального регулювання.

Про глибину інституційної інтеграції, що розгортається сьогодні у фінансовій сфері єврозони та ЄС, свідчать процеси втрачання національними органами нагляду своїх позицій по відношенню до наднаціональних загальноєвропейських, оскільки останні набувають права впливати на діяльність конкретних економічних одиниць європейського фінансового простору. Зокрема, приєднання країн до Єдиного наглядо-

вого механізму (Single Supervisory Mechanism – SSM) як умова вступу до зони євро означатиме, що найбільші банки країни перебуватимуть під прямим регулюючим впливом ЄЦБ¹.

Водночас зазначені трансформації фінансово-інституційного простору характеризуються посиленням наглядових функцій ЄЦБ на тлі очевидної втрати керованості європейського монетарного простору шляхом стандартних грошово-кредитних механізмів. Зокрема, йдеться

¹ З 4 листопада 2014 р. кожна країна – кандидат на вступ до єврозони повинна інтегруватися до Єдиного наглядового механізму не пізніше дати, на яку вона впроваджує євро. Єдиний наглядовий механізм є складовою фінансово-інституційного простору Банківського союзу ЄС, який створюється для посилення інтеграції в єдиному монетарному просторі ЄС. При цьому головна централізована наглядова функція виконується Європейським центральним банком. На практиці ЄЦБ безпосередньо контролює найбільші й міжнародні банки, маючи при цьому можливість прямого нагляду і за іншими банками, тоді як на національні органи покладено відповідальність загляд за дрібнішими банками.

ся про проведення прямих монетарних операцій (Outright Monetary Transactions – ОМТ). Умови та механізми здійснення цих операцій свідчать про порушення базового принципу функціонування Європейського центрального банку – його фінансової незалежності. У листопаді 1995 р. ЕМІ (Європейський монетарний інститут) встановив перелік ознак незалежності центрального банку, які були покладені в основу оцінки національного законодавства держа в-членів.

Поняття незалежності центрального банку включає різні типи незалежності, які повинні оцінюватися окремо, а саме: функціональну, інституціональну, особисту і фінансову незалежність. (Наразі визначення незалежності центрального банку ще уточнюється.)

Аналізом цих аспектів незалежності центрального банку – як головної складової оцінки рівня конвергенції між національним законодавством держав-членів і Договорами та Статутом Європейської системи центральних банків – займається Європейський центральний банк.

Незалежність центрального банку не є самоціллю, але відіграє важливу роль у досягненні головної мети його функціонування – цінової стабільності, що має бути чітко визначена і превалювати над будь-якою іншою метою.

Вимоги Конвенції про незалежність центрального банку відображають загальноприйнятують точку зору про те, що основної мети – цінової стабільності – найкращим чином можна досягти в умовах незалежності центрального монетарного інституту.

Принципи європейського законодавства розповсюджуються на всі країни-учасниці ЄС: національне банківське законодавство держав-членів повинно відповідати головній меті цінової стабільності, викладеній у ст. 127(1) і 282(2) Договору та ст. 2 Статуту. ЄЦБ вважає, що зобов'язання національного центрального банку щодо визначення цінової стабільності як головної мети впроваджено з 1 червня 1998 р. у разі Швеції, з 1 травня 2004 р., 1 січня 2007 р., 1 липня 2013 р. – відповідно для держав-членів, які приєдналися до ЄС на ці дати.

Ці вимоги, базуючись на тому, що цінова стабільність є основоположним принципом функціонування ЄС (ст. 119 Договору), також стосуються держав-членів звичайними (які ще

не є членами єдиного монетарного простору). Крім того, в цілях Договору зазначено, що в सदержави – члени ЄС повинні прагнути макроекономічної конвергенції, в тому числі – цінової стабільності (якої, як було показано вище, найкращим чином можна досягти саме в умовах незалежності центрального банку). Іншими словами, принципи незалежності центрального банку та цінової стабільності є базовими для всього монетарного простору ЄС.

Однією зі складових незалежності центрального банку є фінансова незалежність. Фінансова незалежність центральних банків визначається достатністю власних фінансових ресурсів, необхідних для виконання їхніх функцій, реалізації відповідних програм. Фінансовою незалежністю передбачається в тому числі заборона надання кредитів уряду. Відповідно до ст. 101 Договору та ст. 21 Статуту заборонено давати кредити на покриття дефіциту або давати будь-які інші кредити ЄЦБ і центральних банків держав-членів інституціям ЄС, центральним урядам, регіональним, місцевим та іншим державним органам чи державним підприємствам держав-членів. За виконанням цих положень на рівні національних центральних банків ЄЦБ пильно слідкує.

Водночас боргова криза в єврозоні змусила ЄЦБ порушити цю заборону: і сам Європейський центральний банк – у 2012 р. почав проводити прямі монетарні операції (ОМТ) з суверенними облігаціями країн-учасниць. Це програма Європейського центрального банку, згідно з якою банк здійснює покупки ("прямі угоди") на вторинному ринку суверенних облігацій, емітованих державами – членами єврозони. Для того щоб вчасно та ефективно відповідати на виклики боргової кризи, в єврозоні були створені Європейський механізм стабільності і Європейський фонд фінансової стабільності. З використанням цих коштів через здійснення ОМТ з другої половини 2012 р. центральний банк в єврозоні може купувати державні облігації за умови, що країни – емітенти облігацій погоджуються на певні внутрішні економічні реформи. Операції ОМТ докорінно відрізняються від операцій кількісного пом'якшення (коли шляхом купівлі державних цінних паперів центральний банк надає додаткову ліквідність в економіку), оскільки вони відразу ж завершуються вилученням додатково наданої ліквідності (адже це є необхідним у контексті виконання головної цілі стабільності рівня інфляції в єврозоні).

Тут слід зазначити, що рішення Європейського центрального банку щодо впровадження операцій ОМТ не було прийнято одногосно, адже голова Центрального банку Німеччини і німецький міністр економіки висловили свою незгоду щодо купівлі облігацій, стверджуючи, що це може підірвати готовність держав – членів єврозони здійснювати реформи. Посткейнсіанські економісти також висловили свої сумніви з приводу ефективності ОМТ у подоланні боргової кризи в Європі, адже програма не вирішує основної проблеми: південна Європа перебуває в депресії і єдиний вихід – допущення бюджетних дефіцитів для стимулювання економічної діяльності.

Загалом же річ не тільки у фінансовому та загальноекономічному ефекті ОМТ, а у тому інституційному резонансі цих операцій у системі наднаціонального регулювання в єврозоні, та у порушенні мандату ЄЦБ, який в принципі не має права на операції з борговими цінними паперами урядів. (Утім, для свого виправдання представники ЄЦБ доводять, що заборона стосується первинного ринку облігацій, тоді як операції ОМТ проводяться через вторинний ринок цінних паперів.)

Таким чином, сьогодні тривають глибокі трансформації базових принципів функціонування ЄЦБ: фактично він став не тільки кредитором останньої інстанції для банківських установ, але й антикризовим кредитором урядів, причому такий його статус передбачає пряме фінансування державного боргу.

Крім того, у викупі облігацій певних держав явно прослідковується патерналізм, який у стратегічному контексті може істотно спотворити європейське конкурентне середовище, а це явно суперечить основним принципам, на яких базується інституційна складова європейської інтеграції.

У цьому контексті важливо взяти до уваги, що з початку інтеграційних процесів у єврозоні багато зусиль було прикладено для розділення монетарної та фінансової сфер, зокрема, шляхом уведення особливої практики рефінансування, яке в євросистемі значно відрізнялося від інших монетарних просторів переважним використанням цінних паперів недержавних емітентів для застави по операціях. Так, скажімо, в США є чітке обмеження: при проведенні операцій рефінансування можуть бути використані тільки казначейські облігації. В євросистемі такого обмеження немає, крім того, до кризи прийнятнішими для рефінансування вважалися банківські облігації –

через те, що криві доходності казначейських облігацій різних урядів значно відрізнялися, що призводило

до значних диспропорцій під час їх виходу на вторинний ринок². При цьому практика автономності монетарної та фінансової політики була досить ефективною, рівень довіри до ЄЦБ в умовах прозорості та транспарентної політики – високим, інфляційні очікування та загальний рівень інфляції – на прийнятному для єврозони рівні. Кризова дестабілізація та боргові проблеми кардинально змінили ситуацію і змусили ЄЦБ оперативно реагувати на посилення бюджетних диспропорцій шляхом порушення основних правил функціонування незалежного центрального банку.

Інституційні перекося, що сьогодні допускаються ЄЦБ для вирішення боргових проблем та монетарної стабілізації, виглядають досить суперечливо, адже таким чином утримуються помірні темпи інфляції, проте проблеми загальноєвропейської рецесії не вирішуються.

Виступ голови ЄЦБ Маріо Драгі у комітеті з економічної та монетарної політики Європарламенту свідчить про те, що економіка єврозони втрачає імпульс до зростання, рівень безробіття залишається неприпустимо високим, в економіці єврозони зберігаються негативні ризики, особливо ж небезпечною є відсутність структурних реформ. 4 вересня 2014 р. ЄЦБ оголосив про намір знизити базові ставки та розпочати програму викупу цінних паперів. Базова відсоткова ставка за кредитами була знижена з 0,15 до 0,05% річних, ставка за депозитами – з мінус 0,1 до мінус 0,2%, відсоткова ставка за маржинальними кредитами – з 0,4 до 0,3%. Усі три види ставок оновили історичний мінімум. Очевидно, що низькі відсоткові ставки не тільки не відображають рівень довіри в європейському фінансово-економічному середовищі (адже у високоризиковому просторі інвестори повинні отримувати явно значно більші відсотки за вкладені кошти), вони свідчать про зміни у трансмісійному каналі монетарної політики ЄЦБ.

У цьому зв'язку виникає питання про результати подальшого розширення єврозони, адже в сучасних умовах ЄЦБ зможе утримувати монетарний простір керованим, тільки якщо його наглядовий і регулюючий вплив на національні

²The monetary and fiscal policy interactions during the financial crisis. Speech by José Manuel González-Páramo, Member of the Executive Board of the ECB Madrid, 26 February 2010 [Електронний ресурс]. – Доступний з : <http://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2010/html/sp100226.en.html>

монетарні та фінансові середовища буде збільшено, при цьому проблема підпорядкованості ендогенної монетарної політики національних держав загальноєвропейським цілям зростатиме у міру розширення інтегрованого монетарного простору. В цьому контексті необхідно усвідомлювати, наскільки ефективною в довгостроковій перспективі може бути екзогенно-умовлена монетарна політика національних держав.

Так, світова економічна практика знає приклади повної екзогенної монетарної залежності від наднаціональних інститутів, яка впроваджується в країнах шляхом уведення режиму валютної ради. Досвід показує, що в контексті європейської інтеграційної практики останнім часом саме такі країни були є найбільш прийнятними кандидатами на вступ до єврозони. Йдеться, зокрема, про Литву, яка перейшла на євро в 2015 р., про Болгарію, яка сьогодні на шляху до Банківського союзу. Досвід останньої буде цікавим ще й тому, що в 2014 р. ідея реалізації контролю над монетарним простором України почала достатньо активно дискутуватися у політичних колах Заходу. Ще у травні 2014 р. на сторінках TheWallStreetJournal вийшла стаття "Ukraine Needs a Lifeline – Now", де було представлено аргументацію американського сенатора-республіканця Марко Рубіо, члена сенатського комітету із міжнародних зв'язків. Він вважає, що в сучасних умовах Україні потрібно впровадити режим валютної ради за допомогою фахівців МВФ, зокрема Стіва Хенке, відомого своєю активною участю у реалізації системи валютної ради в Естонії, Литві, Боснії і Герцеговині та Болгарії³.

Система валютної ради передбачає, що саме валютні резерви є номінальним якорем при визначенні банківських резервів, банкнот і монет в обігу. Відмінності між валютною радою та центральним банком, за уявленнями апологета валютної ради Стіва Хенке, представлені в табл. 1. Слід врахувати, що ця аргументація є класичною в контексті монетарної стабілізації у трансформаційних економіках періоду високої інфляції і активно підтримується МВФ та Банком міжнародних розрахунків.

³Стів Хенке відомий своїми досить радикальними поглядами на встановлення валютної ради, зокрема, він вважає це практичною 60 країнах слід було замінити центральні банки валютною радою, і в багатьох країнах саме він був провідником цього режиму. Див.: Україне срочно нужна помощь [Електронний ресурс]. – Доступний з: <http://inosmi.ru/world/20140506/220082295.html>

Показовим прикладом функціонування валютної ради є Болгарія. Проаналізуємо детальніше процеси її впровадження та впливу на загальноекономічні тенденції в країні.

Висока інфляція у Болгарії в 1992–1996 рр. супроводжувалася значним перекосом мотивацій економічної діяльності, що не сприяло припливу інвестицій в реальну економіку, призвело до зростання спекулятивних інвестицій, високого інфляційного податку і залучення банківської системи до надмірно ризикованих фондів операцій. Так інфляція у Болгарії в 1996 р. була на рівні 312%, падіння ВВП – більшим за 10%, рентабельність банківської діяльності – 36%, до речі, в 1994 р. вона становила 237%⁴.

Для боротьби із інфляційними тенденціями та підтримки довгострокової стабільності грошової одиниці в 1997 р. у Болгарії було впроваджено режим валютної ради через Народний банк Болгарії. Крім переходу центрального банку країни на досягнення єдиної цілі стабільності грошової одиниці, що виражалось у ціновій стабільності та утриманні постійного обмінного курсу лев/марка, а потім лев/євро, монетарна стратегія Болгарії протягом п'яти років мала бути зорієнтована на: незалежність центрального банку Болгарії від уряду; особисту недоторканість членів ради; уникнення будь-якого прямого кредитування уряду; транспарентну політику Національного банку (що проявляється у тому числі у можливості безперешкодного обміну національної валюти на резервну); використання чітких та прозорих механізмів у процесі виконання функції кредитора останньої інстанції, що означає неможливість безконтрольного рефінансування⁵.

Перехід на режим валютної ради стабілізував інфляційні очікування в Болгарії, при цьому за період 1997–2002 рр. Болгарія досягла найнижчих і найстабільніших темпів інфляції з початку економічних реформ поєднанні з найвищими і стабільними темпами зростання виробництва, після 1997 р. рівень інфляції в Болгарії наблизився до рівня інших країн Центральної та Східної Європи⁶.

Водночас, незважаючи на валютну раду, рівень інфляції в Болгарії на початку 2000-х років був вищим, ніж у країнах єврозони. Такі

⁴Kalin Hristov and Martin Zaimov. Shadowing the euro: Bulgaria's monetary policy five years [Електронний ресурс]. – Доступний з: <http://www.bis.org/search/?q=bulgaria>

⁵Там само.

⁶Там само.

відмінні значною мірою були зумовлені відмінностями у структурі гнучкості економіки відповідних країн. У 2003 р. Болгарія епізодично вийшла на рівень країн еврозони, втім після 2004 р. спостерігалися різноспрямовані коливальні тенденції, 2007 р. показав значне зростання інфляційних тенденцій, яке змінилося стабілізацією на рівні 2,2% у 2012 р. (див. табл. 2).

Відмінності між валютною радою та центральним банком

Валютна рада	Центральний банк
Емісія банкнот, монет. Фіксований обмінний курс щодо резервної валюти. Немає конфлікту між валютною та загальномонетарною політикою. Не буває криз платіжного балансу. 100% валютні резерви. Не може стати неплатоспроможною. Не може придбати цінні папери внутрішньої емісії (національних емітентів). Повна конвертація. Обмежена в інструментарії монетарна політика. Не є кредитором останньої інстанції. Не регулює діяльність комерційних банків. Прозора діяльність. Захищеність від корупційних скандалів. Захищеність від зовнішнього політичного впливу. Висока кредитоспроможність. Не провокує інфляцію. Отримує відсотковий сеньйораж. Не може фінансувати уряд країни. Сприяє активному та швидкому реформуванню монетарної сфери. Не потребує великого штату працівників	Емісія банкнот, монет, депозитів. Плаваючий обмінний курс (або курс з прив'язкою). Частий конфлікт між валютною та загальномонетарною політикою. Часті кризи платіжного балансу. Варіативні валютні резерви. Може стати неплатоспроможним. Не може придбати цінні папери внутрішньої емісії (національних емітентів). Обмежена конвертація. Дискреційна політика. Кредитор останньої інстанції. Регулює діяльність комерційних банків. Частіше відносно прозора або непрозора діяльність. Часті корупційні скандали. Частіше політизована діяльність. Обмежена кредитоспроможність. Створює інфляційні тенденції. Отримує інфляційний та відсотковий сеньйораж. Може фінансувати уряд країни. Дуже повільне реформування монетарної сфери. Великий штат співробітників

Джерело: Steve H. Hanke CurrencyBoards // ANNALS, AAPSS. – January 2002. – № 579. – P.87–105.

Таблиця 2

Рівень інфляції (дефлятор ВВП) у Болгарії, %

Роки	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Дефлятор ВВПу Болгарії	6,1	4,6	2,2	4,2	7,3	6,9	9,2	8,4	4,3	2,7	4,9	2,2

Джерело: за даними Світового банку.

На початку 2000-х років вважалося, що фіксація лева до євро створює умови, близькі до монетарних умов країн зони євро, тому різниця в рівнях інфляції визначається ендегенними структурними та інституційними умовами Болгарії, які в процесі реформування ставатимуть дедалі сприятливішими для ефективного загальноекономічного розвитку, що продемонструє в тому числі і рівень інфляції в країні. Втім, трансформаційні процеси в Болгарії впроваджувалися зі значними структурними перекосами до фінансової сфери, тому рівень інфляції 2,2% у 2012 р. не свідчив про сприятливі загальноекономічні умови розвитку, бо спостерігався на тлі значних структурних і загальноекономічних протиріч.

Економіка і банківська система Болгарії. Багато факторів визначають структуру економіки і впливають на зростання доходів. У випадку Болгарії покращення економічного становища країни, що тривало після 1997 р. (після введення

режиму валютної ради), спостерігалось на тлі розвитку тенденції до зниження виробництва у сільському господарстві і зростання в секторі послуг.

У контексті зміни структури економіки слід відзначити, що з 1997 р. частка валової доданої вартості сільського господарства у ВВП скоротилася з 24 до 6%, практично на 30% скоротилося виробництво в рослинництві, виробництво харчових продуктів скоротилося на 6%⁷. Інакше кажучи, в структурі економіки індустріально-аграрної країни Болгарії в період введення валютної ради відбувалися істотні зміни, що спричиняли зростання безробіття та впливали на загальний інституційний клімат у країні.

У процесі боротьби з кризовими тенденціями та безробіттям, викликаним структурною перебудовою, основну ставку було зроблено на створення керованого ефективного банківського

⁷ За даними Світового банку.

сектора. В цьому контексті слід відзначати, що такі намагання будувалися на досить міцному теоретичному ґрунті – пануючих в економічних колах уявлень про провідний у контексті економічного зростання статус фінансових ринків⁸. При цьому вважалося, що центральний банк може сприяти створенню ефективної фінансової інфраструктури шляхом:

- підтримки низької стабільної інфляції;
- м'якого регулювання фінансових ринків і фінансових посередників (суперечливість цієї тези було доведено в процесі розгортання сучасної фінансової кризи, але на початку 2000-х років саме дерегулювання стало локомотивом фінансового розвитку);
- створення "заохочувального" законодавства – мотиваторів для інституціоналізованої поведінки та дотримання правил операційної діяльності на фінансових ринках;
- формування умов для всебічного моніторингу між фінансовими посередниками та їх клієнтами.

Після запровадження валютної ради центробанк Болгарії зайняв досить активну позицію щодо створення фінансового ринку: по-перше, було проведено приватизацію банківського сектора, на початку 2000-х років 85% активів болгарської банківської системи належали міжнародним банкам. *Важливий момент: болгарські реформатори намагалися завести капітал в країну не тільки шляхом розвитку експорту, а й шляхом приватизації, в тому числі банківського сектора.*

Центробанк вніс значний внесок у переформування регулювання руху капіталу. Приватний сектор отримав доступ до міжнародних ринків грошей і капіталу.

Болгарський центробанк створив сучасний банківський нагляд і отримав міжнародну репутацію ефективного регулятора банківського сектора. На початку 2000-х років активи 34 банків, які працювали в Болгарії, були еквівалентні 45% ВВП. Це досить значна цифра, яка, втім, свідчить не тільки про динамічність розвитку фінансового сектора в Болгарії, але й про значну концентрацію банківського капіталу та волатильність ринку.

Кредитна активність банків у перші роки впровадження валютної ради була досить неоднозначною: кредитний потенціал зроставав повільно,

тим не менше відсотковий спред між кредитами і депозитами, що є традиційним показником ефективності банківського посередництва, з 1999 р. поступово знижувався. Важливою була також тенденція до зміни у структурі активів комерційних банків: кредити уряду скоротилися вдвічі, звільняючи коштів для кредитування домашніх господарств і компаній. Кредити приватним підприємствам у 1999 р. зросли на 46%, 40 – у 2000 р., 25 – у 2001 р. і на 43% у 2002 р. Частка кредитів державним підприємствам різко знизилася у зв'язку з приватизацією і зниженням частки державних підприємств у ВВП. *При цьому частка іноземних активів у активах комерційних банків значно зросла.* Це стало результатом лібералізації правил, що регулюють фінансовий рахунок платіжного балансу та зняття обмежень на відкриття валютних позицій між левом і євро. Як правило, висока частка іноземних активів (38% у середньому протягом 2001 р.) розглядається як показник неспроможності банківської системи виявити вигідні інвестиційні проекти, тому назвати банківську систему Болгарії на початку 2000-х років ефективною ми не можемо.

Після 2003 р. на тлі зростаючої монетизації кредитна активність болгарських комерційних банків розвивалася достатньо швидко і в 2008 р. перевищила показник М2 у ВВП (монетизація – 66%, кредити фінансового сектора в економіку – 69% ВВП). У кризові роки показник кредитів у ВВП не був стабільним, але коливався на рівні приблизно 70% ВВП. З 1997 по 2012 рр. показник збільшився з 15 до 73% ВВП, що демонструє достатньо високу банківську кредитну активність. Утім якість кредитного портфеля в 2012 р. залишала бажати кращого, адже 16,6% активів у ньому – це кредити, що не обслуговувалися (див. табл. 3). Крім того, значно зменшилася кількість підприємств, що користуються коштами банків як інвестиційним джерелом: за даними Світового банку, в 2012 р. цей показник перебував на рівні 25%, тоді як до кризи – понад 40%.

Загалом можна зробити висновки, що протягом 1997–2012 р. валютна рада сприяла стабілізації монетарного простору Болгарії та створенню ефективної банківської системи, яка, відреагувавши на кризу зростанням відсоткових ставок за кредитами (2012 р. – 9,71%, 2006 р. – 8,89%), тим не менше не послабила кредитну активність.

⁸Ross Levine. Finance and growth: theory and evidence [Електронний ресурс]. – Доступний з: www.ppe.ufrgs.br/.../levine-2004.pdf

Окремі фінансові показники Болгарії

Показник	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Монетизація, % ВВП	35,17	28,91	30,99	35,98	40,93	41,75	46,26	51,21	55,54	61,92	69,94	66,12	69,86	71,96	75,59	79,04
Депозитні ставки, %	46,83	2,99	3,21	3,11	2,92	2,80	2,93	3,50	3,08	3,17	3,68	4,45	6,18	4,076	3,37	3,08
Кредитні ставки, %	213,02	14,08	13,49	11,34	11,11	9,21	8,54	8,87	8,66	8,89	9,99	10,86	11,34	11,15	10,63	9,71
Спред, %	166,2	11,09	10,29	8,24	8,19	6,41	5,61	5,82	5,58	5,72	6,32	6,42	5,16	7,07	7,26	6,63
Премія за ризик (кредитна ставка мінус ставка за казначейськими облігаціями, %)	8,06	8,07	7,13	6,54	4,92	5,74	6,23	6,43	6,32	6,21	6,80	6,67	8,58	9,38		8,65
Кредити фінансового сектора в економіці, % ВВП	15,23	14,98	17,41	19,83	23,07	28,63	34,55	40,23	40,73	55,64	64,27	69,63	70,94	71,34	70,53	73,05
Сукупні кредити приватному сектору, % ВВП	10,29	11,82	12,27	14,66	19,28	26,49	35,39	41,03	44,91	62,78	71,73	75,50	74,15	72,05	71,39	71,58
Кредити, що не обслуговуються, % від загального обсягу				17,3	3,3	2,6	3,2		2,2	2,2	2,1	2,4	6,4	11,9	15	16,6

Джерело: за даними Світового банку.

Восновузагальної фінансової стратегії виходу з кризи наприкінці 90-х років було покладено не тільки монетарну стабілізацію, а й контроль за державними фінансами, адже міжнародні фінансові інститути наголошували на необхідності більш гнучкого підходу до процесу формування та використання коштів державного бюджету⁹. Серйозну небезпеку становила наявна спіраль зростання державного боргу в умовах децентралізованого характеру фіскальної політики та нечіткого визначення функцій та обов'язків муніципальних і центральних державних бюджетів. Прострочені зобов'язання перед державними підприємствами ставали джерелом квазіфіскального дефіциту.

Ця складова фінансової стабільності також була приведена до належного стану: з 2009 по 2012 рр. рівень загального державного боргу збільшився з 13 до 17% ВВП, але не перевищив граничних меж євросони.

Утім, переживши активний етап розгортання кризових тенденцій практично без втрат, у 2014 р. відмінно капіталізована і стабільна банківська система Болгарії стала жертвою політичних махінацій, пов'язаних з економічними інтересами.

На тлі урядової кризи у Болгарії влітку 2014 р. у країні розгорілася і банківська криза. Уряд Пламена Орешарського, утворений Болгарською соціалістичною партією і партією турецькомовної меншості "Рух за права і свободи", зазнав серйозного удару після провалу соціалістів на виборах до Європарламенту, що відбулися 25 травня. На цьому політичному тлі зазнала труднощів банківська система Болгарії. У середині червня четвертий за величиною банк – Corporate Commercial Bank опинився під тиском і тимчасово перейшов під державний контроль. Невдовзі захитався і третій найбільший банк країни – First Investment Bank. Лише протягом одного дня – 28 червня – First Investment Bank виплатив вкладникам 400 млн євро – надзвичайно велику суму для болгарських реалій. Причини такого розвитку подій криються зовсім не у поганій фінансовій політиці, а у опортуністичній поведінці та корупції.

Нині болгарський фінансовий ринок є осередком спекуляцій, а політичні кризи завжди мають результатом банківську нестабільність. Насамперед ідеться про "погані" кредити, які більше не можуть обслуговуватися. В інтерв'ю DW професори Нансен Бехар і Красен Станчев заявили, що за фінансовою турбулентністю стояли "певні великі власники кредитів", які

⁹Kalin Hristov and Martin Zaimov. Shadowing the euro: Bulgaria's monetary policy five years [Електронний ресурс]. – Доступний з : <http://www.bis.org/search/?q=bulgaria>

спекулюють на банківському краху, щоб їхні борги "згоріли"¹⁰.

За словами колишнього німецького дипломата і знавця болгарських реалій Клауса Шрамаера, нині в країні фактично ніхто не зацікавлений у стабілізації: "Всі хочуть лише гарантувати свою частку пирога влади". Нині у Болгарії панує хаос, відзначає Шрамаер і наважується на песимістичний прогноз: "І після дострокових виборів проблеми не вирішаться, оскільки до влади знову придуть олігархи – ті самі, що й зараз, або інші"¹¹. Зазначені проблеми пов'язані з корупційно проведеною приватизацією та неефективною структурною перебудовою в країні, що створили умови для розвитку олігархічних структур, які на сьогодні мають вирішальний вплив на економічну ситуацію в країні.

Таким чином, валютна рада сприяла ціновій і фінансовій стабільності в болгарській економіці, проте проблеми загальної інституційної ефективності в країні створили перешкоди на шляху до створення усталеної в довгостроковому періоді економіки.

Висновки

1. Сучасні тенденції функціонування ЄЦБ свідчать про посилення його наглядового і регулюючого впливу на національне грошово-кредитне та фінансове середовище, при цьому у міру розширення інтегрованого монетарного простору суперечності підпорядкованості ендогенної монетарної політики національних держав загальноєвропейським цілям зростають.

2. Проблема керованості єдиного монетарного простору ЄС у сучасних умовах вирішується в тому числі шляхом інновацій у підходах до інтеграції нових країн-членів: претендентами на приєднання до єврозони є держави, де реалізується режим валютної ради, що є прикладом екзогенної монетарної залежності країни.

3. Екзогенна та ендогенна керованість монетарного та фінансового простору країни, що досягається в процесі реалізації режиму валютної ради, є вторинною по відношенню до інституційних факторів розвитку, про що, зокрема, свідчить досвід болгарської економіки, в якій валютна рада сприяла ціновій та фінансовій стабільності, втім проблеми загальної інститу-

ційної ефективності та високого рівня корупції в країні стали перешкодою на шляху до створення усталеної в довгостроковому періоді фінансової системи економіки.

4. Сучасна європейська наглядова практика періоду трансформаційного переходу, зумовленого як посиленням інтеграційних процесів, так і триваючою європейською рецесією, характеризується переважанням наднаціонального наглядового мандату, ефективна реалізація якого завжди наражатиметься на інституційні особливості країн – учасниць єдиного монетарного простору ЄС, що демонструє Україні неоднозначність європейських інтеграційних перспектив.

¹⁰Болгарію трусить від політичної та банківської кризи [Електронний ресурс]. – Доступний з: <http://www.pravda.com.ua/inozmi/deutsche-welle/2014/07/2/7030708/>

¹¹ Там само.

Редактори *І.І.Бажал*

Оригінал-макет *С.В.Чимбай*

Підписано до друку 15.06.2015 р.
Формат 60x84/8. Обл.-вид. арк. 8,45
Ум.-друк. арк. 10,23. Наклад 300 прим.
Замовлення № _____

Поліграфічна дільниця ДУ "Інститут економіки та прогнозування НАН України"
вул. Панаса Мирного, 26, м. Київ, 01011