

**Мариела Ненова  
Николина Мичева**

---

**Цветан Манчев  
Александър Михайлов**

# **Финансовата политика в България в условията на предход към пазарна икономика**



---

**БЪЛГАРСКА НАРОДНА БАНКА**

**Мариела Ненова, Николина Мичева, Цветан Манчев, Александър Михайлов**

**ФИНАНСОВАТА ПОЛИТИКА В  
БЪЛГАРИЯ В УСЛОВИЯТА НА  
ПРЕХОД КЪМ ПАЗАРНА  
ИКОНОМИКА**

*Изложените в изследването мнения са лични и не обвързват институциите, в които авторите работят или на които сътрудничат. Всички бележки и коментари ще бъдат приети с благодарност.*

*Авторите благодарят на фондация „Отворено общество“ и Института за пазарна икономика за оказаната подкрепа при осъществяването на настоящото изследване.*

*Мариела Ненова е координатор на проекта „Финансовата политика в условията на переход към пазарна икономика“, финансиран от фондация „Отворено общество“; Николина Мичева е началник-управление „Държавни кредити“ в БНБ; Цветан Манчев е началник-отдел „Общиикономически анализ“, а Александър Михайлов – главен експерт към същия отдел в централната банка.*

© Мариела Ненова, Николина Мичева, Цветан Манчев, Александър Михайлов, 1997  
c/o Jusautor, Sofia

Издание на Българската народна банка  
1000 София, пл. „Княз Александър Батенберг“ № 1  
Телефон: 85-51  
Телекс: 24090, 24091  
Факс: 980 2425, 980 6493  
Печат: Полиграфична база на БНБ

# **Съдържание**

Увод .....	5
<i>Глава първа</i>	
Структурни неравновесия и декапитализиране на банковата система .....	8
Реален сектор .....	8
Държавен бюджет .....	12
Платежен баланс .....	17
Банков сектор .....	23
<i>Глава втора</i>	
Финансови пазари .....	29
Депозитен пазар .....	29
Кредитен пазар .....	34
Валутен пазар и лихвен паритет .....	43
Пазар на ценни книжа .....	47
Дезинтеграцията на междубанковия паричен пазар и банковата криза .....	51
<i>Глава трета</i>	
Макроикономически ефекти на финансовата политика .....	55
Валутна субституция .....	55
Инфлация и сеньораж .....	57
Инвестиционна активност .....	61
Заключителни бележки .....	65
Библиография .....	67
Приложение I .....	69
Приложение II .....	93
Приложение III .....	111
Приложение IV .....	125



В края на 80-те години социалистическите икономики от Централна и Източна Европа напълно се дестабилизираха и управлението им чрез прилаганите дотогава методи на централизирано планиране стана невъзможно. На повърхността наред с прословутите за социализма стокови дефицити изплуваха скритите дотогава финансово-диспропорции – свръхпредлагане на пари, висока вътрешна и външна задължнялост, недостиг на конвертируема валута. Започна историческият „преход“ към пазарна икономика – процес на трансформиране на централно-планираните икономики по пътя на приватизация на държавната собственост и свободно развитие на частната инициатива.

Крахът на социалистическата система в България бе признат едва когато поради изчерпване на валутния резерв и липса на ново външно финансиране правителството обяви мораториум върху плащанията по външния дълг в края на март 1990 г. и икономиката изпадна в дълбока криза. През февруари 1991 г. стартира изпълнението на изключително рестриктивна хетеродоксална стабилизационна програма, финансово подкрепена от Международния валутен фонд и Световната банка. Силният старт на програмата бързо беше пресечен от политически и профсъюзен натиск за отпускане на рестрикциите. През последвалите шест години на симулиране на реформа за преход към пазарна икономика България няколко пъти изпада в остри финансови кризи, а тази от 1996 г. се превърна в общиекономическа криза, подобна на тази от 1990 г.

В представеното изследване финансовата политика се разглежда в два аспекта – микроикономически и макроикономически. Първият се ограничава до анализ на поведението на държавните фирми след 1991 г. по отношение на финансовите им взаимоотношения с държавата и с кредитните институции. В макроикономически аспект се акцентира на два от компонентите на финансовата политика – фискална и парична, независимо че в по-широк контекст тя включва още политиката на доходите и външнотърговската политика.

Анализът на финансовата политика за периода 1991 г. – 1996 г. трябва да даде отговор на въпроса, защо прилаганите инструменти, характерни за нея, не бяха в състояние да доведат до трайно стабилизиране на икономиката след либерализацията на основните пазари през февруари 1991 г., както и да определи факторите, които периодично възпроизвеждаха и възпроизвеждат финансовите кризи.

Ако неравновесията в социалистическите икономики бяха само от финансов характер и само на макроикономическо равнище, те трябваше да изчезнат с либерализацията на всички пазари и цени в условията на рестриктивна макроикономическа политика. Но тъй като те бяха структурни неравновесия на микроикономическо равнище (на ниво предприятие), преодоляването им изискваше много повече усилия, воля и целенасочен-

ност на действията. Същността на трансформацията от планова към пазарна икономика е промяната в собствеността и поведението на икономическите субекти, т. е. осъществяване на структурна реформа. В представеното изследване под структурна реформа се разбира формирането на отговорни икономически субекти, мотивирани да осъществяват инвестиционна и инновационна дейност, поемайки риска на своите решения. Успехът или неуспехът в налагането на твърди бюджетни ограничения върху икономическите субекти е единственият индикатор за структурни изменения в икономическата система.

Диагностиката на структурните неравновесия в икономиката обхваща три основни аспекта. Първият представлява характеристика на типа собственост върху капитала, тъй като границите на собствеността задават границите на отговорността и риска. Вторият аспект включва характеристика на държавната намеса в икономическата дейност и най-вече оценка на дела от инвестиционния риск, който държавата поема. Третият аспект трябва да даде оценка на банковата система и характеристика на рисковете, които тя поема при разпределението на финансовите ресурси на обществото.

В социалистическите страни държавната собственост върху капитала и управлението му чрез силно бюрократизирани, безлики държавни структури институционализираше всеобщата безотговорност и оттам – нерационалното използване на ресурсите. Като единствен собственик и банкер държавата изцяло поемаше рисковете от инвестиционната дейност, като по административен път разпределяше финансовите ресурси на обществото. Държавните фирми, създадени при тези условия, не бяха самостоятелни, нямаха мотивация за автономно развитие и разширяване на дейността си и не носеха отговорност за рационалното използване на получените материални и финансови ресурси.

В сравнение със страните от Централна Европа структурните диспропорции в България бяха силно закостенели поради неоспоримото доминиране на държавната собственост в икономиката. Страната беше в изключително тежки изходни позиции при формулирането и осъществяването на стабилизационната си програма, но през 1991 г. не можеше да се направи точна оценка за сложността на структурното преустройство в икономиката. Наред с програмата за финансова стабилизация трябваше да се разработи и стратегия за преход към пазарна икономика, която да включва пакет от закони за ускорена приватизация и дългосрочна програма за преструктуриране и рационализиране на бюджетните приходи и разходи, чрез която да се осигури бързо оттегляне на държавния апарат от управлението на икономиката. След шест години от началото на прехода държавният сектор все още доминира у нас, като държи собствеността на над 80% от дълготрайните материални активи, а поведението на държавните предприятия определя структурните параметри на икономическата система.

В Глава първа на изследването се анализира поведението на държав-

ните предприятия и институции в условията на свободни пазари и въздействието на доминиращия тип поведение върху финансовата система. Под защитата на държавата държавният сектор продължава да оперира в условията на меки бюджетни ограничения, което съответно разхлабва финансовата дисциплина и на спонтанно развиващия се частен сектор. Отношението към държавния бюджет като към неизчерпаем източник на финансови ресурси води до непрекъснатото прехвърляне на задължения от фирмите към държавата, както и пречи на същинското преструктуриране на бюджетната сфера. Постоянният и значителен по размери касов дефицит на държавния бюджет създава натиск за намаляване на лихвенния процент независимо от целите и задачите на паричната политика. В условията на загуби в реалния сектор и дефицити във фискалния банковият сектор натрупва лоши дългове и текущи загуби, вследствие на които не може нормално да функционира като посредник на финансовите потоци. Крайният резултат от този тип поведение, който доминира у нас, е декапитализацията на икономиката, съпроводена с периодични атаки срещу националната валута, които източват валутните резерви на страната и предизвикват финансови кризи.

В Глава втора се изследва функционирането на основните финансови пазари и се оценява способността им при непазарно поведение на стопанските субекти рационално да разпределят финансения ресурс на икономиката. През изминалите шест години на преход към пазарна икономика инструментите на паричната политика, прилагани за регулиране на финансовите пазари, се променяха често в зависимост от текущо възникващите проблеми, които трябваше бързо да се решават. Монополът на Държавната спестовна каса (ДСК) върху спестяванията на населението при пълната гаранция върху депозитите в нея доведе до изкривяване на цените на финансения пазар, затрудни развитието на равнопоставени банкови институции и не съдейства за по-широкото развитие на пазара на държавните ценни книжа.

В Глава трета се дава оценка на ефективността на финансовата политика за изминалия период, като се анализират три фундаментални за икономическото развитие фактора – валутната субституция, инфляцията и инвестиционната активност.

В заключителните бележки са представени основните изводи от изследването. Те позволяват да се очертаят принципите на една нова финансова политика, която да утвърждава необходимата финансова дисциплина на микрониво и да съдейства за нискоинфлационен стабилен растеж на икономиката на макроравнище.

### **Реален сектор**

Направените след 1990 г. изменения в основния закон – Конституцията на Република България, постановиха равнопоставеността на различните форми на собственост (държавна, частна и кооперативна). Държавата декларира, че започва да се оттегля от икономиката, като ограничава на-месата си в преразпределителните процеси и прекратява предоставянето на преки субсидии за държавния сектор.

Крупните държавни обединения, които осигуряваха административния контрол и управление над няколко, по принцип технологично свързани предприятия, бяха закрити и отделните стопански единици, които ги изграждаха, получиха значителна административна и финансова самостоятелност. Това представляваше първата стъпка към подготовката на държавния сектор за приватизация, която беше направена още през 1991 г. Втората стъпка включваше преоценка на дълготрайните материални активи и преобразуване на държавните предприятия в акционерни дружества – процедура, която до края на 1993 г. беше осъществена в повечето стопански единици.

Последната стъпка – оценка на предприятията и предлагането им за приватизация, се проточи безкрайно във времето. Според данните на Националния статистически институт (НСИ) в края на юни 1996 г. решения за приватизация са взети за 1327 предприятия с обща стойност на активите 115 млрд. лв., а са реализирани само 344 сделки.

При тези условия държавните нефинансови фирми в очакване на приватизацията изпаднаха в безтегловност. Раздробяването на държавния сектор разкъса технологичните и търговските връзки между предприятията. Те се оказаха в неравностойно положение и по отношение на финансовата си задължност, тъй като финансовите задължения на държавните обединения бяха разпределени между новообособените предприятия по административен път (Вучева, 1994), докато акционерното им участие в банките беше прехвърлено на държавата. По политически причини, както и чрез натиск от страна на профсъюзите, започна процес на непрекъсната смяна на директорите на държавните фирми, което допълнително задълбочи производствените и финансовите проблеми в държавния сектор.

Държавните предприятия бяха изправени пред необходимостта да възстановяват или да създават наново търговски и икономически връзки с фирмите в страната и в чужбина. След като държавният монопол върху вътрешната и външната търговия беше официално премахнат, частната инициатива в този сектор се разви изключително бързо. Държавните фирми често трябваше да използват частните фирми – търговски посредници, за

да извършват производствената си дейност. Така частният сектор се разви предимно в сферата на търговията и услугите и се срасна с държавните предприятия<sup>1</sup>. Държавните фирми се оказаха прекалено зависими от частните, които ги снабдяваха със суровини и материали, реализираха продукцията им и претендираха за растящ дял от доходите чрез налагане на ценови диференциали. За да се съхранят, държавните фирми трябваше да приемат и да се приспособят към новите „правила на играта“.

В икономическата теория поведението на т. нар. контролирани от работниците фирми се характеризира със силна мотивация за трансформиране на печалбата в работна заплата, свиване на инвестиционната активност и съответно на производствената дейност, освобождаване по субективни критерии на всички излишни или недоволни работници. Тези характеристики се проявиха в държавния сектор у нас след 1991 г. и поради доминиращото му място в икономиката се отразиха върху функционирането на цялата стопанска система (*Ненова и Канавесе, 1995*). Държавните фирми поддържаха цените на продуктите си достатъчно високи, за да осигуряват работната заплата на заетите, и достатъчно ниски, за да предоставят цялата печалба на частните фирми посредници.

Държавата също не остана настрана от процеса на разпределение на доходите, генерирали от държавния нефинансов сектор. Тя въведе данъка върху нарастването на фонда на работната заплата, оставил данъка върху печалбата за държавните фирми 50%, включи лихвите по кредитите в облагаемата печалба<sup>2</sup>, добави още един данък, наречен дивидент<sup>3</sup>, от 50% към остатъчната им печалба и фиксира нормативи за начисляваните амортизационни отчисления. Целта на тези мерки беше да се предотврати естественият за държавните фирми процес на превръщане на печалбата в работна заплата. Таванът, който административно беше наложен върху заплатите, доведе обаче до увеличаване на трансфера на печалба към частния сектор чрез ценовите диференциали (цените на производител растяха с темпове, по-ниски от инфлацията до 1994 г.), а не до по-големи приходи за държавата.

Изключително рестриктивната политика на доходите в периода февруари – ноември 1991 г. поддържаше ниска реалната работна заплата. За полугодието и деветмесечието на 1991 г. държавните нефинансови предприятия регистрираха значителна оперативна печалба и показваха (поне по статистически данни) добро финансово състояние. Номиналното увеличение на заплатите с 60% в края на 1991 г. не успя да покрие реалния им спад от началото на годината, но беше достатъчно, за да ликвидира

<sup>1</sup> След 1993 г. около 75% от вътрешния стокооборот се реализира от частни фирми.

<sup>2</sup> През 1991 г. облагаемата печалба за държавните предприятия включава 85% от лихвите по кредитите, през 1992 г. – 50% от лихвите, плащани по кредитите, през 1993 г. – съответно 25%. През 1994 г. лихвите по краткосрочните кредити не се включват в облагаемата печалба.

<sup>3</sup> В началото на 1992 г. беше въведен дивидент от 50% към остатъчната печалба на държавните фирми, който се внасяше в специализиран държавен фонд, чиято задача беше да покрива чрез постъпленията дълговете на държавни фирми, които се предлагат за приватизация.

оперативната печалба на предприятията и да превърне нетната печалба в загуба (*Commander and Coricelli, 1995*).

През 1992 г. работниците и профсъюзите се стремяха да запазят равнището на реалната работна заплата, договорено в края на 1991 г. През 1993 г. поради продължаващия спад в производството и влошаване на финансовото състояние на предприятията те промениха целите на политиката си. Равнището на заетост, което вече беше в рамките на основното ядро от работници, можеше да се запази единствено чрез приемане на по-ниски заплати. След 1993 г. съхраняването на заетостта се превърна в основна задача за профсъюзите. Въпреки по-ниските разходи на труд оперативната печалба в държавния сектор продължи да се колебае около нулата.

Чрез поведението си държавните институции допринасяха за пълната демотивация на държавните фирми да генерират оперативна печалба, с която да посрещнат поне финансовите си задължения. От края на 1990 г. започна процес на изчистване задълженията<sup>4</sup> на държавни фирми към банките чрез прехвърлянето им към държавния дълг, но без ясно очертани принципи и критерии, както и без посочен краен срок за окончателно решаване на този проблем. Очакванията за ново последващо оправдаване на дългове създадоха безпредецентна атмосфера на финансова безотговорност.

Финансовите ресурси на държавните фирми изчезваха, погълъчани от частния сектор и държавния бюджет. Поради отсъствието на вътрешни стимули и средства държавните фирми се затвориха в рамките на наследената, отдавна морално остатяла технология. Те започнаха да вегетират и да трупат необслужваеми кредити към банковата система и задължения към държавата. В Годишния доклад за икономиката на България през 1995 г. на Агенцията за икономическо програмиране и развитие се констатира, че оживленето на икономиката през 1994 г. и 1995 г. и подобрението ѝ качествени показатели по отношение на производителността на труда и разходите на труд на единица произведена продукция в държавния сектор не са подобрили текущата му финансова позиция.

**Таблица 1**

**Финансова позиция на държавните нефинансови предприятия**

Показатели	1993 г.	1994 г.	1995 г. (I – IX)
Коефициент на текуща ликвидност	0.75	0.74	0.75
Срок за събиране на вземанията, дни	60.34	63.68	63.99
Рентабилност на продажбите, %	-10.56	-4.02	-2.68

*Източник:* Годишен доклад на Агенцията за икономическо програмиране и развитие, 1995 г., „Българската икономика през 1995 г. и перспективи за периода 1996 – 1998 г.“, с. 41.

<sup>4</sup> В края на 1990 г. дългът на аграрно-промишлените комплекси беше трансформиран в държавен, през 1991 г. същата процедура беше извършиена по отношение на Държавния инвестиционен фонд. Последва ги поредица от постановления на Министерския съвет за трансформиране в държавен дълг на дълговете на държавни фирми – № 244 от 1991 г., № 234 от 1992 г., № 3 от 1994 г., № 89 от 1995 г., № 195 от 1995 г.

Подобрената рентабилност на продажбите през 1994 г. и 1995 г. е резултат от отписването на лошите дългове на фирмите след приемането на Закона за уреждане на необслужваните кредити (ЗУНК)<sup>5</sup>, който въпреки че ги освободи от плащанията на лихви към банките, не допринесе за промяна на нетната им печалба от отрицателна в положителна.

Поведението на държавните предприятия в условията на отложена структурна реформа<sup>6</sup> и меки бюджетни ограничения<sup>7</sup> се прояви в дефицитите на финансния сектор. От една страна, постъпленията от данъка върху печалбата на държавните предприятия намаляха чувствително от 16% към БВП през 1990 г. до 3.4% през 1995 г. (2% към БВП през 1993 г.). От друга – нараснаха взаимната задължност между фирмите (т. нар. от *Tosovsky, 1993*, „нелегален кредит“), както и просрочените им задължения към банките. Според *Аврамов и Генов (1995)* след началото на реформата 70% от загубите на държавните предприятия за периода са финансирали чрез отказ (невъзможност) от плащания, като половината от тях представляват просрочия по банкови кредити (вкл. и лихвите по тях). Тези просрочия заместиха преките държавни субсидии, които бяха преустановени от началото на реформата<sup>8</sup>.

От направения дотук анализ следва изводът, че през изминалите години на преход към пазарна икономика поради непоследователната и противоречива икономическа политика структурните неравновесия в реалния държавен сектор, довели до срива на плановата икономика, не бяха преодолени. Държавната собственост се запази и продължава да доминира в икономиката. Но тя не може да функционира без инструментите, прилагани при социалистическия режим. В новите условия държавната намеса има отрицателни последствия върху икономиката поради непрекъснатите промени на нормативната база, които обикновено са свързани с решаването на конкретни проблеми на конкретни икономически субекти.

Най-важният елемент от законовата база на икономиката – законът за банкротите, се прие, и то не като самостоятелен закон, а като допълнение към Търговския закон, едва в средата на 1994 г. във вид, който категорично защитава дължниците в ущърб на кредиторите и създава предпоставки за отлагане на фактическия фалит. Меките бюджетни ограничения се узакониха чрез безнаказаното отписване на лоши дългове от балансите на държавните нефинансови предприятия. Преливането на дохо-

<sup>5</sup> Законът беше приет в края на 1993 г. и ефективно приведен в действие от началото на 1994 г.

<sup>6</sup> Изследването за България на *Borensztein, Demekas, Ostry (1993)* също потвърждава липсата на структурна реформа в държавния нефинансов сектор до края на 1992 г.

<sup>7</sup> Понятието „меки бюджетни ограничения“ (*soft budget constraints*) е използвано за първи път от *Янош Корнай (1986)*, за да обясни липсата на стремеж към печалба на предприятията при плановата икономика. Също *Корнай (1993)*, изследвайки еволюцията на постсоциалистическата система в Унгария, изтъква ключовото място на налагането на строга дисциплина в платежния процес и чрез това на строги финансови ограничения – като фактор за трансформацията към пазарна икономика.

<sup>8</sup> Производствени субсидии от бюджета се предоставяха само на отраслите „Енергетика“ и „Транспорт“.

ди от държавните предприятия към частни фирми се превърна в единствена мотивация на мениджърите в държавния сектор, а държавните регуляции помагат на този процес, като тушират вътрешния натиск за повишаване на работните заплати<sup>9</sup> и защитават финансовата безотговорност. По тези причини вместо да действа като стабилизатор, държавната намеса увеличава несигурността и риска в икономиката.

Приватизацията се приема като единственото средство за осъществяване на структурна реформа, но като волеви акт на държавата тя има икономически смисъл само ако води до промяна в поведението на приватизираните фирми. Натрупаният опит в другите бивши социалистически страни показва, че фирмите, които са приватизирани чрез изкупуване от работниците или ръководителите, както и по линия на масовата приватизация, не проявяват симптоми на нов тип поведение. Единствено частният сектор, възникнал самостоително, или държавни фирми, продадени на стратегически инвеститор, променят поведението си и са мотивирани да носят отговорност за риска от своите инвестиционни проекти.

Спонтанно възникващият частен сектор в България също проявява слаба финансова дисциплина и трупа лоши дългове към банковата система, като прехвърля риска от дейността си върху държавните предприятия (респективно държавата) и към банките. Този резултат е следствие от високата степен на обвързаност на частните и държавните фирми, което при преференциалното отношение към държавните фирми прави неприложима процедурата по фалит на неизправните дължници и не позволява последователното налагане на твърди бюджетни ограничения върху всички икономически субекти. Затова бързата касова приватизация и въвеждането на законодателство и нормативна база, отговарящи на изискванията на пазарната икономика, са необходимото лекарство за преодоляване на структурните неравновесия в реалния сектор.

## Държавен бюджет

Облагането на доходите и преди всичко на печалбата на държавните предприятия беше основен източник на постъпления в бюджета при централизираното планиране. Пълният контрол върху стопанскаятейност позволяващ на държавата да привлича необходимите ѝ средства, като непрекъснато сменя правилата на данъчно облагане и диференцира ставките по отделни данъкоплатци. Финансовите ресурси се използваха за субсидиране развитието на определени от държавния апарат „приоритетни отрасли“. Така държавата влияеше изцяло върху поведението на стопанските субекти.

Със стабилизационната програма от 1991 г. беше определена нова основна задача на политиката по отношение на публичните финанси. Фискалната политика трябваше да се насочи към изпълнение на преразпре-

<sup>9</sup> Имат се предвид регулирането на нарастващето на фонда на работната заплата, задължението за участие на работническите колективи в мениджърската приватизация, както и възможността за извършване на работническа приватизация.

делителни функции, свързани със социалната политика и издръжката на важните бюджетни системи – здравеопазване и образование, национална сигурност и отбрана, инфраструктура, като същевременно се преустанови държавната намеса в икономиката. Това изискваше, от една страна, да се променят принципите на данъчната система, а от друга – да се намалят съществено, до прекратяване, държавните субсидии за стопанска дейност. Демонополизацията на търговията (вътрешна и външна), либерализацията на финансова дейност, на валутния режим и цените, както и обособяването на БНБ като централна банка също изискваха промени в структурата както на приходната, така и на разходната част на държавния бюджет.

Пазарната икономика функционира на принципи, различни от тези на плановата, като водещ е принципът на неутралност на данъчната система. Независимо от направените промени в данъчната система у нас създалата се структура на данъците няма неутрален характер и влияе отрицателно върху процесите в икономиката. Преките данъци продължават да имат за цел изземването на свободните финансови ресурси както от държавните, така и от частните предприятия, и не съдържат стимули за инвестиционна активност. Единственият успех в промените на данъчното законодателство е въвеждането на данъка върху добавената стойност с единна ставка и силно ограничен кръг преференции за жизненоважни стоки. Заедно с останалитекосвени данъци като акцизи и мита той представлява все по-важно перо в данъчните постъпления.

**Таблица 2**

**Бюджетни приходи и разходи**

(% към БВП)

<b>Показатели</b>	<b>1990</b>	<b>1991</b>	<b>1992</b>	<b>1993</b>	<b>1994</b>	<b>1995</b>
Приходи, общо	52.4	39.5	38.4	33.7	36.6	34.2
Преки данъци	32.9	28.5	25.1	20.3	19.9	18.3
Косвени данъци	12.5	8.4	8.1	10.3	13.0	11.9
Разходи, общо	59.4	43.7	43.9	45.1	42.7	40.7
Текущи разходи без лихви	54.2	37.2	37.4	35.7	29.8	25.3
Инвестиции	3.1	2.2	2.8	1.9	1.5	1.2
Субсидии за държ. предпр.	14.9	4.0	1.8	2.2	1.3	1.1
Лихви	5.3	6.4	6.4	9.4	12.9	14.2
вътрешни	0.7	6.0	4.8	8.3	11.7	11.4
външни	4.6	0.4	1.6	1.1	1.2	2.8

*Източник:* МФ, БНБ, АИПР.

През 1991 г. бюджетните разходи бяха намалени чрез драстично свиване на субсидиите и инвестициите. Свиването на бюджетните разходи продължи с орязване на текущите разходи (без лихвите), които включват издръжката на бюджетната сфера (образование, здравеопазване, отбрана, национална сигурност и ред) и доходите, получавани от бюджета (зап-

лати, пенсии, социални помощи).

Бюджетният дефицит „се появи“ през 1990 г. още преди началото на финансовата либерализация в България, когато започна процесът на ерозиране на бюджетните постъпления при липсата на интерес за ограничаване на бюджетните разходи.

Таблица 3

**Дефицит на консолидирания държавен бюджет**

(% към БВП)

Показатели	1990	1991	1992	1993	1994	1995
Първично салдо	-1.7	2.4	0.9	-2.0	6.8	7.7
Вътрешно салдо	-2.4	-3.7	-3.9	-10.4	-4.9	-3.7
Касово салдо	-7.0	-4.1	-5.6	-11.4	-6.1	-6.5
Обща потребност от кредит	8.6	7.5	12.4	24.9	19.4	15.2

*Забележка: Знак минус означава дефицит, а знак плюс – излишък.*

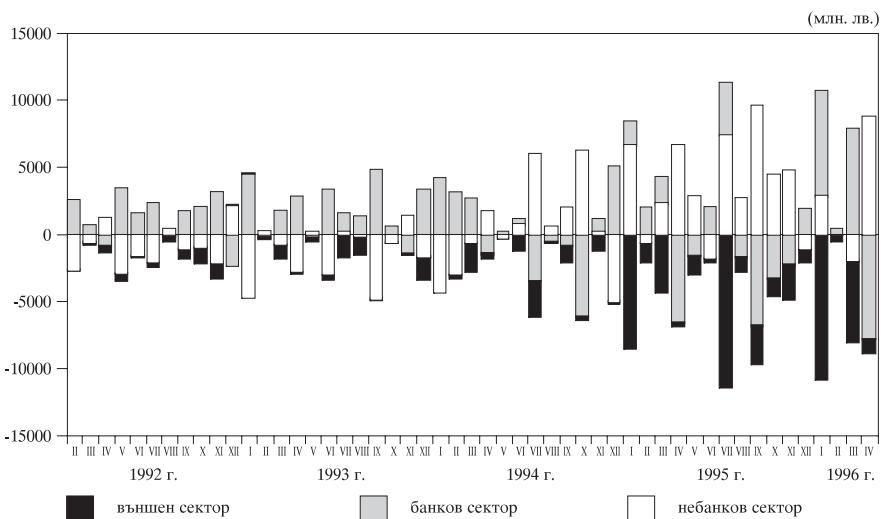
*Източник: МФ, БНБ, АИПР.*

През 1991 г. и 1992 г. първичният излишък на консолидирания държавен бюджет беше съответно 2.4% и 0.9% към БВП. Той се появи благодарение на превишението на приходите над разходите на централната банка, които съгласно Закона за БНБ тя внася в бюджета. През 1991 г. данъкът върху печалбата на БНБ представляваше 3.5% от БВП, а през 1992 г. – 1.6%. Приходите от данъка върху печалбата на финансовите институции през тези две години също допринесоха за първичния излишък на консолидирания държавен бюджет. Извънредно високият бюджетен дефицит през 1993 г. се дължеше както на отрицателното първично салдо на бюджета, така и на обслужването на държавния дълг. Бреме за бюджета в този период беше индексирането на доходите на държавните служители, пенсийте и социалните плащания, което се превърна в една от причините, довели до валутната криза в началото на 1994 г. (последвана от инфлационен взрив), която даде възможност да се намалят реалните разходи на бюджета. В резултат първичното салдо на бюджета стана положително и част от лихвените плащания по вътрешния и външния дълг на държавата бяха покрити чрез данъчни постъпления. Положителният ефект от наличието на първичен излишък се компенсира от непрекъснатия процес на прехвърляне на задължения на държавни фирми към държавния дълг, с което касовият дефицит остава постоянно висок.

Анализът на финансовите потоци, чийто център е бюджетът, показва, че през периода май 1991 г. – март 1994 г. бюджетът пренасочва средства от банковата система (вкл. централната банка) към домакинствата (Графика 1). След март 1994 г. посоката на финансовите потоци се обръща и бюджетът започва да преразпределя данъчните постъпления от небанковия към банковия сектор.

Графика 1

## Нетни финансови потоци по сектори



**Забележка:** Нетни финансови потоци = постъпления в бюджета от съответния сектор – разходи на бюджета към съответния сектор. Банковият сектор включва търговските банки и БНБ. Небанковият сектор включва нефинансови организации и населението.

Източник: БНБ, МФ и изчисления на автора.

Отношението към бюджета следва инерцията от плановата икономика, когато държавата разполагаше с всички ресурси. Този тип поведение разрушава бюджетната сфера и пречи на реформите в нея. Първичният излишък, който се появя благопадение свиването на текущите разходи много под минимума от средства, необходими за нормалното функциониране на бюджетната сфера, не може да се поддържа дълго. Механичното увеличаване на държавния дълг поради прехвърляне на задължения от държавния сектор води до растящи разходи по обслужването му. През 1996 г. към държавния дълг бяха прехвърлени и финансовите задължения на банки в процедура на фалит. Ако бюджетът запази съществуващата си структура, то той скоро няма да бъде в състояние да посреща разходите си и кризата в публичните финанси ще стане неизбежна.

Структурните неравновесия между приходната и разходната част на бюджета поддържат висок касовия дефицит, а това поражда изключителни проблеми при финансирането му. Финансирането на касовия бюджетен дефицит до 1994 г. се извършваше чрез емисия на държавни ценни книжа, които се купуваха от търговските банки, и чрез преки кредити от централната банка (в съотношение 1:1). От 1995 г. БНБ преустанови прякото кредитиране на бюджета, спазвайки изискванията в Закона за БНБ, според които тя има право да предоставя краткосрочни кредити на бюджета.

Държавният дълг, който се държи от централната банка и от търговските банки, се характеризира с ниска ликвидност, висок дял на краткосрочните държавни ценни книжа и концентрация на падежи в определени периоди от време. В стремежа си да не повишава бъдещия касов дефицит Министерството на финансите поддържа относително ниска (под равновесната) доходност на държавните ценни книжа, като оказва и натиск върху централната банка за намаляване на основния лихвен процент независимо от състоянието на финансовите пазари.

Относително ниската доходност на държавните ценни книжа се отрази върху развитието на първичния им пазар – основен купувач стана ДСК, което държи монопола върху спестяванията на населението и се ползва със 100% гаранция по депозитите от страна на държавата<sup>10</sup>. Не се създадоха и необходимите условия за развитие на вторичен пазар. Премията, която другите търговски банки биха искали да получат при закупуване на ДЦК, включваща освен оценка за риска, породен от общата нестабилност в икономиката, така и оценка за риска по собствените им активи, предизвикан от лошата финансова дисциплина на фирмите и натрупването на необслужвани дългове. Манипулирането на доходността на държавните ценни книжа не позволи те да се превърнат във финансов инструмент, който да се използва от търговските банки за управление на ликвидността и за компенсиране на загубите им от непазарното поведение на реалния сектор.

Натискът за намаляване на основния лихвен процент поради растящите потребности от кредит за бюджета дестабилизира паричната политика на централната банка. Първият очевиден пример за това е отлаганото повишаване на лихвения процент преди валутната криза от март 1994 г. Бързото съмъкване на лихвата през 1995 г. от 72% през април до 34% през август индуцира финансова криза от края на 1995 г., а отлаганото повишаване на лихвата изостри кризата до крайност и я превърна в общоикономическа през 1996 г.

Няколко извода следват от направения анализ за състоянието на държавния бюджет. Очевидно реформата в преките данъци не е започната и те се използват като средство за акумулиране в бюджета на всички свободни финансови ресурси независимо от въздействието на този подход върху инвестиционната активност. Основните принципи при изграждане на нова система от преки данъци трябва да включват: ограничаване броя на данъците и таксите; простота и яснота при определяне на данъчната им база; равнопоставеност на всички лица – юридически и физически, местни и чужди; стимули за инвестиране, разширяване на дейността и разкриване на нови свободни места; заинтересованост от плащането им, която може да се създаде при осигуряване срещу безработица, социално и здравно осигуряване и закупуване на здравна застраховка, пенсионно осигуряване на принципа на капитализиране на вноските. Преструктурирането на разходната страна на бюджета ще бъде следствие от промяна-

<sup>10</sup> За периода 1993 – 1996 г. държавните ценни книжа представляват над 50% от активите на ДСК.

та в системата на преките данъци.

Държавата трябва да преустанови незабавно и категорично поемането на дългове на фирми и банки, което ще определи ясно границите на инвестиционния риск както за кредиторите и кредитирани, така и за населението като основен източник на спестявания. Необходимо е фискалният натиск върху лихвения процент да се реализира в рамките на равновесно равнище на лихвата, определяно от търсенето и предлагането на финансови ресурси и от стабилността на валутния курс.

В краткосрочен аспект финансовите проблеми на бюджета могат частично да се решат чрез бързата касова приватизация, но реформата в бюджетната сфера, която още не е започната, трябва да съдейства за финансата стабилност и развитието на икономическата система като цяло.

## Платежен баланс<sup>11</sup>

Състоянието на платежния баланс на България през анализирания период се характеризира с отрицателен или близък до нулата търговски баланс, отрицателно сaldo по текущата сметка и силни колебания на потоците по капиталовата сметка, като източниците, които го балансират, обхващат заеми от международните финансовые институции, прилив на неидентифицирани спекулативни капитали или изменения на валутния резерв. Нестабилността на платежния баланс се отразява непосредствено върху финансата система, тъй като бързо предизвиква валутни, финансии и банкови кризи (*Kaminsky, Reinhart, 1996*).

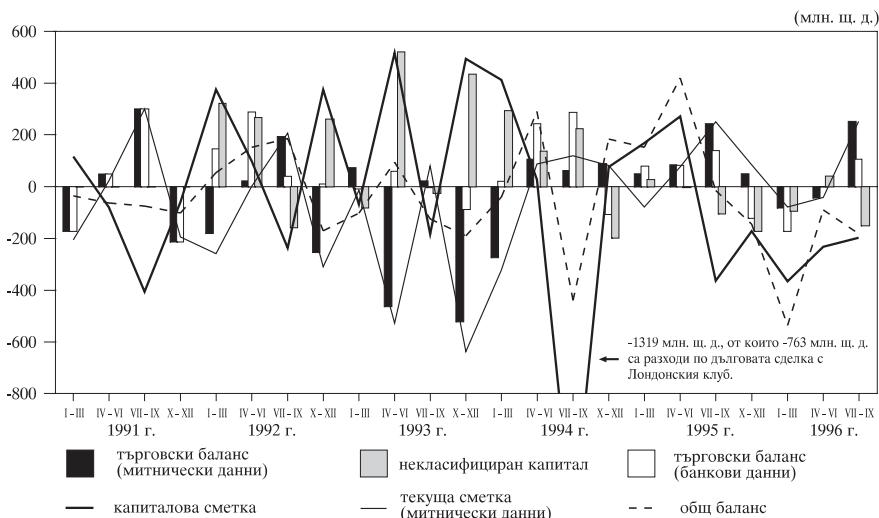
Състоянието на търговския баланс може да се оцени, като се използват както данните на митническата, така и тези на банковата статистика независимо от различията между тях. Такъв подход има своите предимства по две причини. *Перво*, търговското saldo може да се третира като средна аритметична стойност от данните на митниците и банките за износа и вноса, а това дава възможност по-точно да се проследят тенденциите в общия платежен баланс за анализирания период. *Второ*, разликата между банковите и митническите данни<sup>12</sup> за външната търговия може да се приеме като приблизителна оценка за величината на капиталовите потоци с неидентифициран произход, които периодично влизат във или напускат страната.

<sup>11</sup> Поради редица обективни и субективни причини степента на достоверност и прецизност на статистическата информация по платежния баланс на България не е висока. Значително е разлинянето в оценките за търговския баланс, получени чрез агрегиране на данните от митническите декларации и от банковите записи. Съгласно възприетата у нас методика в платежния баланс се включва търговското saldo според митническите данни, а банковите се публикуват за съпоставка в бележка под линия извън платежнобалансовата таблица. По препоръка на МВФ разликата между двете статистики на външната търговия се включва в платежния баланс в позицията „Некласифициран капитал“ (за повече методически подробности вж. раздел Кратки теоретикометодически бележки на Приложение III).

<sup>12</sup> Данните по банковата статистика имат значително по-големи стойности от тези по митническата статистика.

Графика 2

**Платежен баланс по тримесечия за периода 1991 – 1996 г.**



Източник: БНБ.

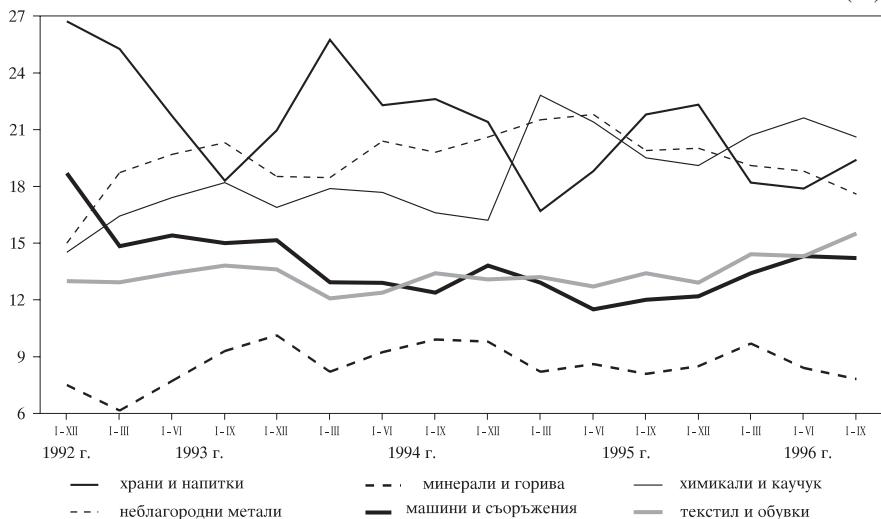
Проследяването на основните тенденции в платежния баланс се основава на тримесечните и годишните данни, които националната статистическа публикува. Тримесечните данни за платежния баланс на България съдържат ясно подчертана сезонност (Графика 2). Всяка година най-големите приходи по външнотърговския баланс и текущата сметка се отчитат през третото тримесечие – сезонност, която произтича от стоковата структура на българската външна търговия (Графики 3 и 4). Тъй като енергоносителите представляват приблизително 1/3 от вноса, а около 1/4 от износа се реализира с продукти на селското стопанство и хранително-вкусовата промишленост, то през есенно-зимния сезон износи намалява, а вносът се увеличава, и обратното – през пролетно-летния сезон износи нараства, а вносът спада<sup>13</sup>. Неслучайно дефицити по търговския баланс и по текущата сметка се регистрират през първото и четвъртото тримесечие на годината.

<sup>13</sup> Сезонността се проследява както по данните от митническата статистика, така и по тези от банковата статистика.

Графика 3

**Износ по основни групи стоки**  
(динамика на относителните дялове)

(%)

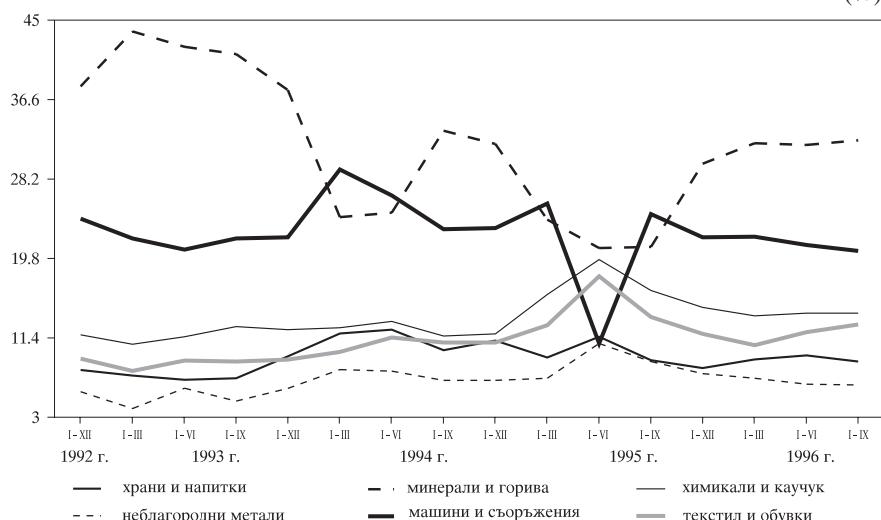


Източник: МТВИС, НСИ, БНБ.

Графика 4

**Внос по основни групи стоки**  
(динамика на относителните дялове)

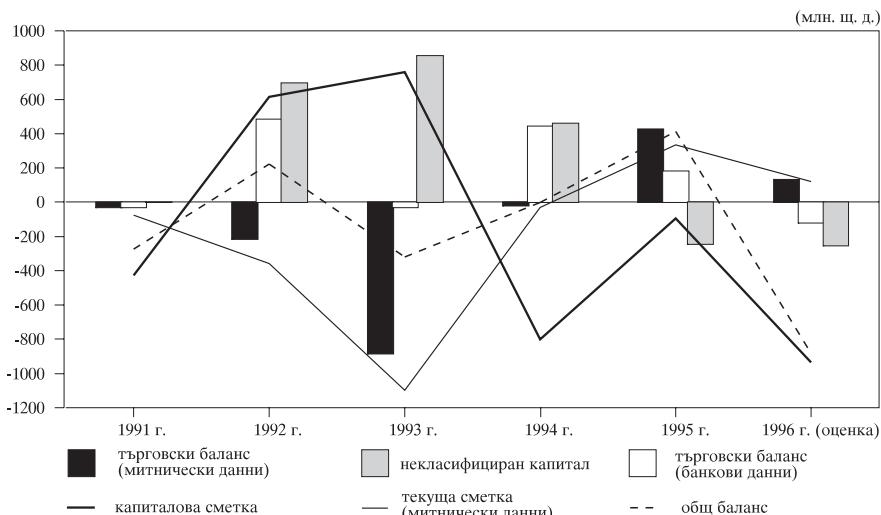
(%)



Източник: МТВИС, НСИ, БНБ.

Графика 5

**Платежен баланс, годишни данни, 1991 – 1996 г.**



Източник: БНБ.

В данните за търговския баланс на годишна база сезонността е изчислена и в тях се проявяват най-общите характеристики на международните платежно-кредитни отношения на страната (Графика 5). Очертава се тенденция към подобряване на търговското салдо както според данните на митническата, така и по банковата статистика. Тази положителна тенденция не може да се определи като трайна и устойчива, доколкото тя отразява рязкото свиване на вноса за потребление след обезценяването на лева, а не трайно увеличение на износа. (Очевидна е връзката между скокообразното обезценяване на лева при валутните кризи през февруари 1991 г., март 1994 г. и май 1996 г. и подобряването на търговския баланс през тези години.)

Движението на капиталовите потоци се проявява като разлика в данните за търговския баланс по митническата и по банковата статистика. У нас съществува конвертируемост само по текущата сметка на платежния баланс и вероятно банковата статистика регистрира капиталовите потоци под формата на сделки със стоки или услуги, срещу които не се извършва реално движение на стоки през митниците<sup>14</sup>. Ако условно приемем, че капиталите с неидентифициран произход са равни само на половината

<sup>14</sup> България не е единствената страна, където се използват фиктивни фактури за износ и внос за регистриране на финансово потоци в банковата система. (Вж. в „Policy-making in the Open Economy“ под редакцията на Rudiger Dornbusch; Rudiger Dornbusch, Luis Tellez Kuenzler. Exchange rate policy: Options and Issues).

от разликата в данните за търговското салдо по банковата и митническа-та статистика, то размерът им пак остава прекомерен за мащабите на българската икономика. Между 200 и 500 млн. щ. д. средногодишно (около 3 – 5% от БВП) са влезли в страната през 1992 г., 1993 г. и дори 1994 г. и около 100 – 150 млн. щ. д. (около 1.5% от БВП) са напуснали страната през 1995 г.<sup>15</sup>

Положителното салдо по капиталовата сметка е фактор, който през 1992 г. и 1993 г. балансираше общия платежен баланс при наличие на дефицит по текущата сметка (особено през 1993 г.). През тези две години положителните стойности на капиталовата сметка се дължаха преди всичко на притока на краткосрочни капитали с неидентифициран произход.

Притокът на капитали отвън може да се определи като положително явление, ако това са преки чуждестранни инвестиции или дългосрочни заеми, които при първите признания за несигурност не могат бързо да се изтеглят от страната. Динамиката на платежния баланс през 1994 г. и 1995 г. потвърди обаче съмненията за краткосрочен и спекулативен характер на капиталовите потоци. За отделни периоди изгодният лихвен диференциал и стабилността на номиналния курс на лева привличаха спекулативни капитали, които моментално напускаха страната при незначителна негативна промяна в съотношението между лихвен процент и валутен курс, породена обикновено от фискален натиск за намаляване на основния лихвен процент<sup>16</sup>.

През 1994 г.<sup>17</sup> капиталовата сметка се влоши. Този процес се задълбочи през 1995 г., тъй като не бяха склучени споразумения за финансиране с международните финансово институции, но общият платежен баланс беше уравновесен благодарение на малкото по величина, но положително по знак салдо по текущата сметка (следствие свиване на вноса след обезценяването на лева през март 1994 г.).

---

<sup>15</sup> Ако се отчетат дълбоката и всеобхватна криза на българското общество и високата степен на нарушенни връзки и възможности за взаимодействие между стопанските субекти, на декапитализация и криминализация на българската икономика, бягството на капитал през годините на прехода вероятно е значително по-голямо в сравнение с получените по този елементарен метод косвени оценки. Според предположения на някои икономисти то е от порядъка на 10 млрд. щ. д. за целия период на прехода, кое то означава повече от милиард долара средногодишно. Подобни догадки не са лишиени от основания, но същевременно размерът на изнесените капитали изглежда преувеличен, като се имат предвид не чак толкова големите възможности на българската икономика.

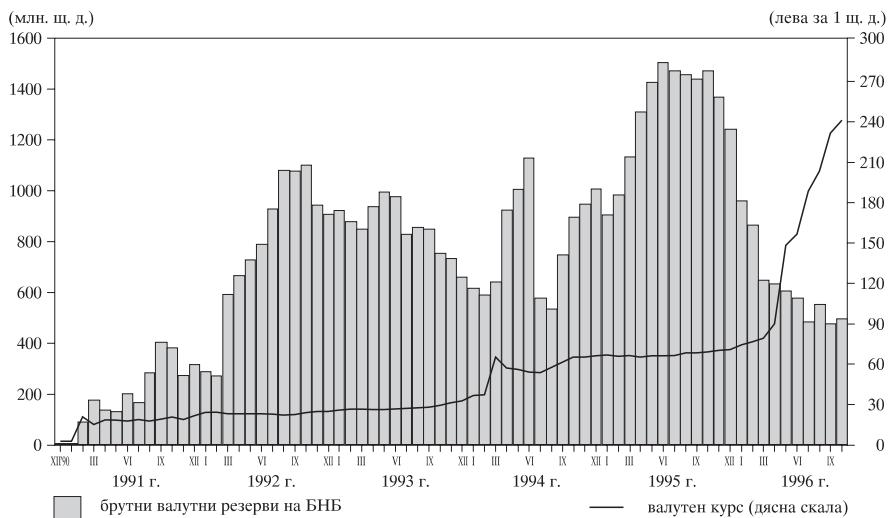
<sup>16</sup> Анализ на лихвенния диференциал правим в следващата Глава втора от настоящото изследване.

<sup>17</sup> За необичайно големия дефицит по капиталовата сметка през 1994 г. допринесоха в изключителна степен единократните разходи по сделката с търговските кредитори от Лондонския клуб за намаляване на външния дълг на България и неговото обслужване.

Тенденцията към подобряване на общия платежен баланс през изминалите пет години е слабо изразена и неустойчива, защото е резултат от трите валутни кризи (февруари 1991 г., март 1994 г. и май 1996 г.), довели до рязко номинално обезценяване на лева за периода, ускорена инфляция и спадащи реални доходи. В периодите между посочените кризи валутният курс и валутните резерви се колебаеха по-слабо благодарение на относителното взаимно уравновесяване на текущата и капиталовата сметка (Графика 6).

**Графика 6**

**Валутни резерви и валутен курс  
(в края на съответния месец)**



Източник: БНБ.

Динамиката на платежния баланс се отразява непосредствено върху динамиката на валутните резерви на страната. В България първата се определя главно от четири фактора: обема на външното финансиране (с основен източник международните финансови институции), салдото по търговския баланс (предимно отрицателно), плащането на лихви и главници по външния дълг и нетните продажби на БНБ на вътрешния валутен пазар. След 1991 г. валутните резерви на страната се генерират преди всичко благодарение на външни заеми от международните финансови институции.

Основна задача пред финансовата и икономическата политика на страната е същественото подобряване на платежния баланс поради необходимостта да се обслужва външният дълг<sup>18</sup>. Финансовата политика трябва да

<sup>18</sup> Приложила за България аналитична рамка за конкретизиране на изследванията и прогнозите за икономиката ни през призмата на платежния баланс, външния дълг и

гарантира постъпления на валута в България, които, преодолявайки дефицитите по текущата и капиталовата сметка, поддържат валутния резерв.

В краткосрочен аспект това означава плавно обезценяване на лева за стимулиране на износа, както и привличане на чуждестранни инвестиции в процеса на приватизация. Замяната на дълг срещу собственост, придобивана от стратегически инвеститори, е може би най-ефективната мярка за решително смекчаване и дори преодоляване на дълговото време. В дългосрочен аспект подобряването на платежния баланс е невъзможно без реално преструктуриране на икономиката и публичните финанси.

## Банков сектор

С шоковото либерализиране на финансия пазар през февруари 1991 г. задълженията на държавните предприятия към банковата система, натрупани до началото на реформата, автоматично се превърнаха в лоши кредити. Според *Thome (1993)* делът на потенциалните лоши кредити в портфейлите на търговските банки у нас в края на 1991 г. е бил 44.2%, а разходите за изчистването им до средата на 1991 г. щяха да представляват 17.7% от БВП. През 1991 г. държавата подцени този проблем, като възприе подход на частично и селективно прехвърляне към държавния дълг на необслужваните кредити на държавните предприятия, отпуснати при режима на плановата икономика. Този подход не помогна за подобряване на ликвидността и намаляване на загубите на държавните банки, тъй като нямаше яснота за прилагането му във времето, както и прозрачност и категоричност на критериите му. Но този подход даде сигнал на държавните предприятия, че натрупването на лоши дългове не се наказва! Създаде се атмосфера на финансова безотговорност, с което се узакониха „меките бюджетни ограничения“.

През 1991 – 1992 г. държавата погаси около 35% от всички лоши кредити на държавни предприятия, отпуснати до края на 1990 г., като ги замени с дългосрочни облигации, носещи доход, равен на основния лихвен процент. Ликвидността на банките не се подобрди, тъй като тези облигации не можеха да се търгуват както поради ниската им доходност, така и поради липсата на възможност за използването им като платежно средство в приватизационни сделки. При изчистването на лошите дългове бяха подпомогнати няколко държавни предприятия, без да се създаде „специален режим“ за функционирането им в бъдеще, като по този начин беше стимулиран моралният хазарт<sup>19</sup> в поведението им. Така се създаде прецедент за непрекъснато лобиране и оказване на политически натиск върху правителството за последващо изчистване на дългове на други държавни фирми.

---

*европейската интеграция е предложена от Landesmann and Poschl (1995). Тя отговаря на външноикономическите приоритети на страната. Поради техническия характер на разработката тук е избегнато по-подробното ѝ представяне.*

<sup>19</sup> Под морален хазарт (*moral hazard*) разбираем изменение в поведението на едната от страните по банковата сделка след нейното склучване по начин, нанасящ вреди на другата страна по сделката.

В края на 1993 г. беше приет Законът за уреждане на необслужваните кредити, отпуснати от банките до 31 декември 1990 г. (ЗУНК), който имаше за цел да реши цялостно проблема с лошите кредити. Идеята на този закон беше да разпредели тежестта на лошите дългове равномерно между бюджета, банките и предприятията дължници. Бюджетът пое изплащането на лихвите, които за първите шест години бяха редуцирани, но и не се включваха в облагаемата банкова печалба. Предприятията дължници трябваше да разработят оздравителни финансови програми и да осигурят финансови ресурси за погашенията към Министерството на финансите по главницата. Държавните банки поеха разликата между редуцирания лихвен процент и действителните лихвени проценти.

Облигациите, емитирани по ЗУНК, можеха да се използват като платежно средство в процеса на приватизация, ако са купени от първоначалния им държател, а минималните им цени бяха фиксираны на всяко тримесечие от правителството по предложение на БНБ. Тези ограничителни условия, както и незначителните мащаби на приватизацията допринесоха за ниската ликвидност на облигациите и задържането им в банките, които трябваше да бъдат подпомогнати. Последното предизвика остра ликвидна криза в търговските банки, които имаха значителен дял от ЗУНК облигации в портфейлите си. Изпълнявайки ролята си на кредитор от последна инстанция, БНБ беше принудена да изкупи част от облигациите през втората половина на 1994 г., за да осигури нормално функциониране на платежната система. Операцията по изкупуването на ЗУНК облигациите от БНБ обаче само отклони централната банка от начертаната парична политика, без да има траен ефект върху стабилизиране на междубанковите платежни отношения. Възникна необходимост от нова операция за оздравяване на банките с голям дял на ЗУНК облигациите в портфейлите и затруднено управление на ликвидността. През 1995 г. за Стопанска банка и Минералбанк тези облигации бяха заменени с нови средносрочни ДЦК, носещи лихва, равна на основния лихвен процент (Балъзов, 1995 г.). Така практическата реализация на ЗУНК доведе до по-голямо от очакваното нарастване на държавния дълг и дестабилизира паричната политика на БНБ.

Частните търговски банки започнаха да се създават у нас през 1991 г., като този процес беше най-интензивен до 1993 г. През същия период законодателната уредба на банковото дело все още не беше пълна<sup>20</sup>, което позволи повечето частни банки да бъдат създавани и да функционират с цел кредитиране на основните си акционери или свързани с тях лица. Изследванията на подобен род процеси в други страни (*Carpio and Levine, 1994*) заключават, че това е начин за натрупване на необслужвани кредити в търговските банки, което затруднява управлението на ликвидността и платежоспособността им и може да доведе до техния фалит. В България развитието на частния банков сектор след 1994 г. дава доказателства за валидността на тези изводи.

<sup>20</sup> Вж. Приложение I.

Лошите кредити са основният проблем на банковата ни система, което е закономерно следствие от непрекъснатия процес на опрощаване на дългове и слабия контрол върху структурата на активите. По данни на БНБ около 75% от всички кредити на банките през 1993 г. и 1994 г. могат да се класифицират в някоя от трите групи лоши кредити – съмнителни кредити от „група А“, „група Б“ и несъбирами кредити.<sup>21</sup> Основна част от лошите кредити (над 90% от всички такива кредити от трите групи) са кредитите за нефинансови фирми (държавни и частни). През периода 1993 – 1995 г. лошите кредити се увеличиха значително, като се забелязва трансформация на съмнителните кредити от „група А“ и „група Б“ към групата на несъбирамите кредити (Таблица 5). Това е характерно както за левовия, така и за валутния компонент на кредитта. Заедно с лошите кредити нарастват и просрочените лихви. Тази тенденция е вследствие слабата обезцененост на отпусканите от търговските банки кредити. През 1992 г. са обезпечени само 54.8% от валутните кредити. При левовите кредити този процент е по-висок – 78.6%, но за частните фирми процентът на обезпечаване е само 60.7%. Загубите на банките от лошите кредити допълнително се увеличават и поради липсата на пазари на залози в България.

Лошите банкови кредити доведоха до прогресивно спадане на нетната печалба на търговските банки и до появата на нетна загуба през 1993 г. През следващите години загубата на банките се превърна в хронично явление. Ако през 1992 г. шест държавни търговски банки отчетоха балансова загуба, то през 1995 г. броят на банките със загуби стана 23<sup>22</sup>, като 15 от тях са частни (Таблица 4).

**Таблица 4**

**Балансова печалба и загуба на търговските банки**

Показатели	(млн. лв.)				
	1991	1992	1993	1994	1995*
Печалба	7201	2903	1896	8702	4646
Загуба	1845	2291	4172	10056	29181
Нетна печалба	5356	612	-2276	-1354	-24535
Брой на банки със загуба	2	6	11	15	23
в т.ч. частни, вкл. с чуждестранно участие	0	0	5	7	15

\* По предварителни данни.

Източник: БНБ.

Анализът на загубите на основата на годишната банкова статистика показва, че разпределението им по банки не е пропорционално на банковите активи и не може да се твърди, че в резултат от натрупването на ло-

<sup>21</sup>Съгласно Наредба № 9 на БНБ.

<sup>22</sup> Следва да се има предвид, че през 1993 г. и 1994 г. още държавни банки регистрират текущи загуби, но те остават скрити, защото междувременно тези банки са включени в консолидационни проекти.

Таблица 5

## Експозиция на търговските банки към нефинансовия сектор

(в проценти, ако не е посочено друго)

Показатели	Частни фирми			Държавни и кооп. фирми			Общо					
	1992	1993	1994	1995	1992	1993	1994	1995	1992	1993	1994	1995
Кредити/депозити												
левове	216.5	244.2	294.7	294.8	384.3	286.3	254.0	268.5	322.8	268.1	270.6	280.9
валута	74.8	162.6	194.2	351.9	222.6	248.2	135.0	148.8	190.5	218.6	159.1	220.8
Съмнителни кредити (група "А")/общо кредити												
левове	19.7	15.9	7.1	5.6	18.2	12.6	7.4	3.6	18.5	13.9	7.2	4.6
валута	5.5	36.2	30.1	34.9	26.4	31.5	30.6	42.1	24.6	32.7	30.4	38.0
Съмнителни кредити (група "Б")/общо кредити												
левове	1.4	7.9	8.7	7.4	1.0	6.9	5.6	1.3	1.1	7.3	7.0	4.3
валута	0.0	7.3	11.4	14.3	0.0	7.1	2.2	4.7	0.0	7.2	6.8	10.1
Несъдираеми кредити/общо кредити												
левове	11.3	15.8	17.4	21.3	7.0	19.0	14.8	18.0	8.0	17.7	15.9	19.6
валута	11.3	6.9	15.2	23.2	4.6	31.4	15.2	18.9	5.2	25.1	15.2	21.4
Продрочени лихви/общо кредити												
левове	13.5	23.3	31.3	33.9	18.5	25.5	37.0	41.8	17.3	24.6	34.5	37.9
валута	1.2	1.8	5.0	6.7	6.9	17.4	16.7	6.6	6.4	13.4	10.9	6.7
Обезпечени кредити/общо кредити												
левове	60.7	71.7	72.2	56.6	84.5	79.8	75.2	68.6	78.6	76.6	73.9	62.6
валута	83.3	86.1	94.5	89.2	52.1	43.6	68.1	80.2	54.8	54.6	81.2	85.3

Източник: БНБ.

ши кредити е засегната само една определена част от банковата система. За периода 1993 г. – 1994 г. в девет търговски банки<sup>23</sup> бяха концентрирани 79.1% от балансовите загуби на банковата система през 1993 г. и 87.2% през 1994 г. През 1995 г. значително се увеличила броят и големината на частните банки, генерирали загуба. Последното е показателно за това, че отлагането на проблема с лошите кредити във времето е засегнало цялата банковска система и има кризисен характер.

На практика търговските банки са осъществявали финансиране, а не кредитиране на разходите в другите сектори на икономиката. Това подкрепя констатациите на *Аврамов и Генов (1994)*, че през 1993 г. и 1994 г. лошите кредити са използвани като основен канал за осъществяване на „скрита приватизация“ чрез незаконен трансфер на доход от банковата система към други сектори на икономиката. За това говори и изменението на нетната лихвена печалба на 100 лв. доходносни активи на търговските банки от +1.4 лв. през 1992 г. на -1.7 лв. през 1994 г.

Увеличаването на загубите на търговските банки естествено поражда декапитализация на банковата система. Този извод се аргументира с резултатите от анализа на търговските банки, в които са концентрирани голяма част от загубите на банковия сектор. През 1993 г. размерът на загубите превишава собствения капитал на всички малки и на една от големите търговски банки в извадката, т. е. те имат отрицателна нетна стойност<sup>24</sup>. В края на 1995 г. 19 търговски банки имат отрицателна нетна стойност в размер на 96.5 млрд. лв. (без да се отчитат необходимите изисквания за капиталова адекватност), което представлява 11.3% от БВП. От общата сума, необходима за рекапитализация на банките до достигане на нулема капиталова адекватност, 74% трябва да се разпределят за държавните търговски банки. Декапитализацията на банките и пренебрегването на изискванията за заделяне на задължителните законови провизии означава, че капиталът на банковата система не може да изпълнява основната си функция – да гарантира вземанията на кредиторите на банките. През 1996 г. това създаде заплаха за пълна дезинтеграция на финансовия пазар<sup>25</sup>.

Опитът чрез постепенно ограничаване дейността на декапитализираните банки, включително и искане от страна на БНБ за откриване на процедура за обявяването им в несъстоятелност, и преоформяне на задълженията им към депозиторите в дългосрочен дълг има негативни последици за банковата система и паричната политика на БНБ. *Първо*, изправя пред ликвидни затруднения банките, които са натоварени от държавата да обслужват депозити на неплатежоспособните банки. *Второ*,

<sup>23</sup> Деветте банки включват седем държавни и две частни, като четири от държавните банки могат да се считат за големи, три са малки, а двете частни банки са малки.

<sup>24</sup> Нетната стойност на дадена банка е изчислена по формулата: капитал и резерви + банкова печалба (загуба) – законово дължими провизии.

<sup>25</sup> Анализ на развитието на депозитния пазар в България по време на прехода към пазарна икономика 1991 – 1995 г. се прави в Глава втора.

подкопава се доверието на депозиторите към банковата система, тъй като независимо от държавните гаранции върху 100% от депозитите на граждани и 50% от депозитите и сметките на юридическите лица депозитите остават блокирани за неопределен период от време<sup>26</sup>. Трето, създават се условия да се съхранят очакванията в банковата система, че текущи и бъдещи загуби на банките ще се поемат от държавата.

Проблемите с лошите кредити в банковата система заедно с натиска от страна на правителството за намаляване на основния лихвен процент съдействат за дестабилизиране на паричната политика, а оттам и за намаляване на доверието в самата централна банка. В полугодишния си отчет за 1996 г. (с. 31 – 32) БНБ открито заявява, че без подкрепата на правителството не е в състояние да работи за възстановяване на доверието в банковата система, а оттам и за преодоляване на започналата през 1996 г. нова рецесия. Затова едновременно с приватизацията на държавния нефинансов сектор е необходима бърза приватизация на държавните банки.

Анализът на структурните неравновесия по сектори позволява да се направи изводът, че през изминалите години на преход към пазарна икономика в България не са настъпили желаните промени в поведението на икономическите субекти. Държавата запази своята собственост в реалния и банковия сектор, като пое изцяло финансовата отговорност и риска от функционирането им. Не се направиха радикални промени в организацията и функционирането на публичните финанси и логично вътрешният държавен дълг нарасна лавинообразно. В резултат се оказва натиск върху лихвения процент в две противоположни насоки. От една страна, търсенето на свободни ресурси за финансиране на бюджетния дефицит предизвиква увеличение на лихвения процент, а от друга – поддържането на висок касов дефицит, свързан с изплащането на лихвите по държавния дълг, генерира субективен натиск за намаляване на лихвения процент.

Когато правителството оказва натиск върху централната банка да намалява основния лихвен процент, а банковата система неудържимо се дехипитализира поради загубите и високата задължнялост на реалния сектор, паричната политика се лишава от самостоятелност и гъвкавост. Прилаганите чрез нея мерки за макроикономическа стабилизация имат краткотраен и кампаниен характер, като в повечето случаи резултатът от тях е противоположен на очаквания и води до силна дестабилизация на икономиката.

---

<sup>26</sup> През 1996 г. бе приет Законът за държавна защита на влогове и сметки в търговски банки, за които БНБ е поискала откриване на производство по несъстоятелност.

### Депозитен пазар

Инфлационният скок в началото на 1991 г. обезцени над два пъти реалната стойност на спестовните депозити в левове, които бяха единственият съществуващ при централнопланираната икономика финансов актив. След либерализацията на финансовите пазари банките започнаха да предлагат освен спестовни и срочни депозити в левове, при които е възможно капитализирането на лихвата частично да компенсира загубите от инфлационното обезценяване на депозитите. Либерализирането на валутния пазар създаде втория важен финансов актив – конвертируемата валута, чрез който агентите могат да се предпазят от риска за обезценяване на националната валута. Така на депозитния пазар след 1991 г. се наложиха два конкуриращи се финансови актива – срочни депозити в левове и депозити в чуждестранна валута.

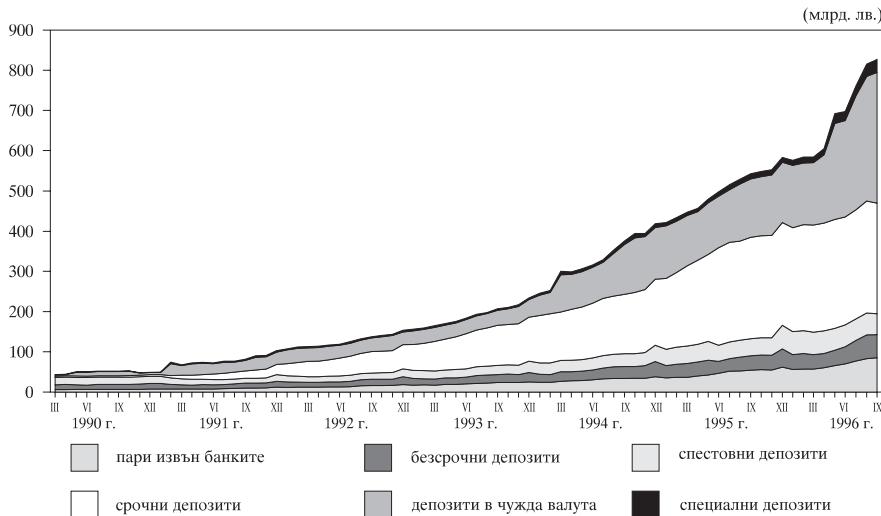
Делът на срочните левови и деноминираните във валута депозити преобладава в структурата на паричното предлагане за периода 1991 – 1995 г. независимо от значителните промени в съотношенията помежду им (Графики 7, 8 и 9). В периоди на повишени очаквания за обезценяване на валутата и ускоряване на инфляцията, предизвикани от свиване на валутните резерви на централната банка, се наблюдава тенденция към по-бързо увеличение на депозитите в чуждестранна валута спрямо депозитите в местна валута. В периодите на стабилизиране на валутния курс и появя на положителен лихвен диференциал в полза на депозитите в национална валута се наблюдава увеличаване с изпреварващ темп на срочните и спестовните депозити, деноминирани в левове, спрямо останалите видове депозити<sup>27</sup>. Динамиката на срочните и валутните депозити се определя от високата еластичност на търсенето им и от преместването на депозити от небанковите финансови институции към банките.<sup>28</sup> За много кратки периоди от време през 1993 г. във фактор за изтегляне на валутни депозити от банките се превърна и публичната дискусия за промени във валутния режим и въвеждане на фиксиран валутен курс на националната валута спрямо щатския

<sup>27</sup> Взаимозависимостта между динамиката на валутния курс и диференциала на лихвите по левовите и по валутните депозити се анализира в раздел *Валутен пазар и лихвен паритет на настоящата глава* и раздел *Валутна субституция* от Глава трета.

<sup>28</sup> В определени моменти растежът на срочните и спестовните депозити, деноминирани в национална валута, се дължи на преместването им от небанковите финансови институции към търговските банки. Този процес е особено ясно изразен в средата на 1995 г., когато при рязко понижаване на лихвените проценти се забелязва съществено увеличаване на срочните и спестовните депозити в национална валута. Законът за банките и кредитното дело не позволява небанковите финансово институции да приемат депозити, но поради неефективния банков надзор и някои пропуски в законодателната уредба на практика значителен брой от тези институции в отделни периоди под различна форма извършват този вид банкови сделки.

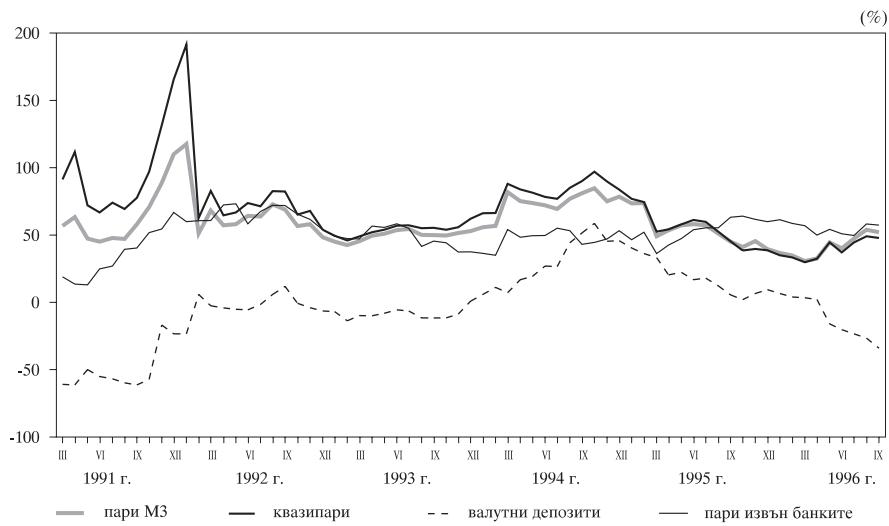
долар. Тази тенденция бе бързо прекратена след изричното становище на БНБ, че няма да се предприемат подобни промени.

### Графика 7 Структура на паричното предлагане



Източник: БНБ.

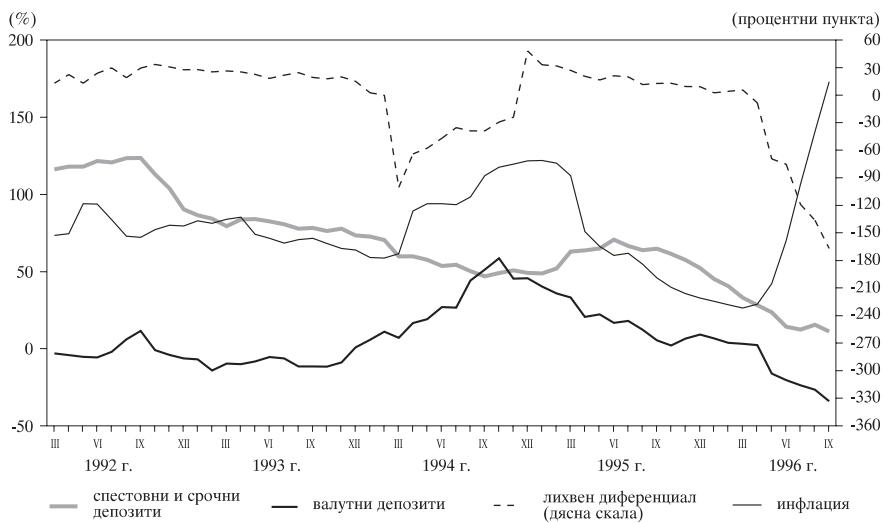
### Графика 8 Динамика на компонентите на паричната маса на годишна база



Източник: БНБ.

**Графика 9**

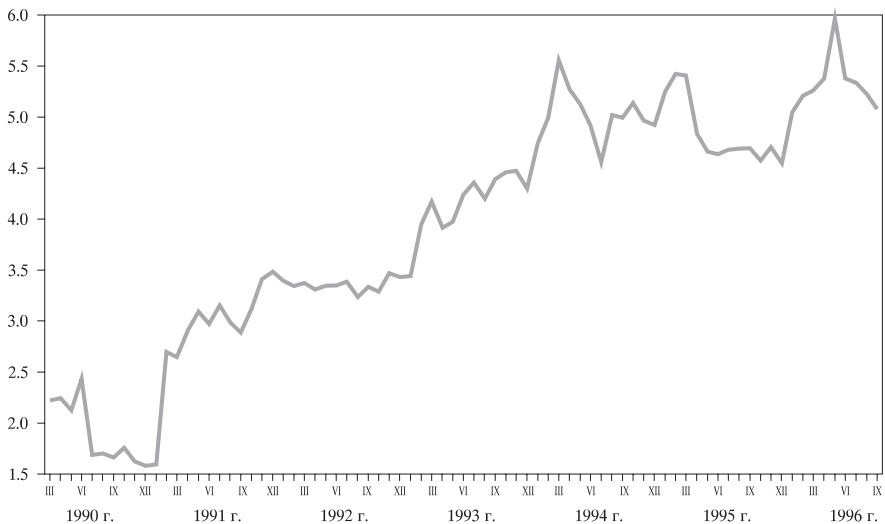
**Темп на растеж на левовите и валутните депозити,  
лихвен диференциал и инфлация  
(на годишна база)**



Източник: БНБ.

**Графика 10**

**Паричен мултипликатор**



Източник: БНБ.

Редуването на периоди, при които в портфейлите на местните икономически агенти се променят дяловете на депозитите в чуждестранна валута за сметка на срочните и спестовните депозити и, обратно, е признак за бавното преструктуриране на финансовите пазари поради неразвитост на алтернативни финансови активи. Натиск от страна на търсенето беше упражнен върху депозитния пазар само в края на 1993 г. – началото на 1994 г. и от началото на 1996 г., когато едновременно намаляха както срочните и спестовните депозити, така и валутните депозити в банките. Това принуди търговските банки да използват по-ефективно депозитната база, за което говори и стабилната тенденция към увеличение на паричния мултиликатор през тези периоди (Графика 10).

През периода 1991 – 1995 г. БНБ и правителството поддържаха неизменно позицията, че банковите фалити са недопустими. Нововъзникващите банки и банките с ликвидни проблеми предлагаха значително по-високи от средните лихвени проценти по депозитите, за да привлекат спестявания. Тяхното поведение се предизвикваше и от монопола на ДСК<sup>29</sup> над спестяванията на населението, който целенасочено се запази, за да се използва касата като източник на ресурси за финансиране на бюджета и скрито рефинансиране на търговските банки. ДСК на практика действа като кредитор от последна инстанция, без това да представлява нейно законово право или задължение. В резултат депозитите се разпределяха неравномерно по банките, тъй като не се създадоха условия за развитие на междубанкова конкуренция на депозитния пазар. Населението се чувстваше сигурно поради неформалните гаранции върху депозитите от страна на държавата и въпреки растящия риск в банковата система.

Този тип политика доведе до избухването на валутната криза през март 1994 г. В началото на 1994 г. – поради необходимостта да се помогне на банките с ликвидни проблеми – БНБ допусна да се увеличи прекомерно паричното предлагане, което предизвика скок в инфлацията и обезценяване на левовите спестявания. До настъпването на кризата реалната лихва по депозитите се поддържаше отрицателна, без това да наруши целостта на банковия пазар. Но по време на кризата депозиторите разбраха, че ликвидните проблеми на банките се решават за сметка на загуба в реалната стойност на левовите им спестявания и че те могат да загубят депозитите си дори при отсъствие на банкови фалити<sup>30</sup>, ако банковият контрол е слаб. БНБ се оказа недостатъчно гъвкава, за да овладее бързо колебанията във валутния курс и да преодолее предпоставките за

<sup>29</sup> На обществеността е известно, че само депозитите в ДСК се ползват със 100% държавна гаранция, уредена със Закон за ДСК от 1967 г., което позволява на тази банка да запази монополното си положение на депозитния пазар и след 1991 г. и да поддържа по-ниски от средните лихвени проценти по депозитите в сравнение с другите търговски банки.

<sup>30</sup> Банките със затруднена ликвидност временно прекратиха изплащането на депозити или изплащаха с предварително предизвестие само част от депозитите.

дезинтеграцията на паричния пазар<sup>31</sup>.

Поведението на централната банка и правителството преди и по време на валутната криза от март – април 1994 г. доведе до загуба на доверие в националната валута. Въпреки извършените от средата на 1994 г. корекции в паричната политика сътношението на банковите депозити към БВП през 1995 г. остана на най-ниското си равнище след 1989 г. Това беше следствие от неспособността на финансовата политика бързо да възстанови доверието на депозиторите.

Сътношението на банковите депозити към брутния вътрешен продукт през 1995 г. потвърди тезата, че депозитният пазар дълго помни деструктивните събития и сигнализира за опасността от изпадане на икономиката в още по-дълбока криза, ако не се вземат бързи и радикални мерки (Таблица 6). Още през първото тримесечие на 1996 г. се появиха признания на започваща нова валутна криза. Поради липсата на споразумение с международните финансови институции капиталовата сметка на платежния баланс се влоши още в края на 1995 г. вследствие изтичането на капитали от страната. В същото време правителството продължи да оказва силен натиск върху БНБ да не повишава лихвения процент. За разлика от антикризисните мерки след март 1994 г. забавянето на промените в основния лихвен процент в края на 1995 г. не позволи да се появят положителни лихвени диференциали в полза на левовите депозити след започналото обезценяване на лева. Влошеното състояние на портфейлиите на търговските банки не им позволи да поддържат нормална ликвидност в усложняващата се обстановка. Централната банка като кредитор от последна инстанция провеждаше непоследователна политика поради противоречието между целите ѝ и натиска, на който беше подложена от страна на правителството. Пълната загуба на доверие в банковата система и във възможностите на централната банка да контролира паричната маса се изрази в масово теглене на депозитите независимо дали са деноминирани в левове, или в твърда валута. В резултат се ускори процесът на дезинтеграция на депозитния пазар.

Таблица 6

**Сътношение банкови депозити/БВП**

Година	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
Депозити/БВП*	90.6	88.1	53.0	62.3	60.0	54.1	52.9

\* Средногодишен размер на всички банкови депозити.

Източник: НСИ, БНБ.

<sup>31</sup> Под „дезинтеграция на паричния пазар“ (bank run) тук разбираме изтеглянето на депозити от търговските банки, което може временно да дестабилизира банковата система. Това съдържание на понятието е близко до използваното от Corrigan (1989/1990).

## Кредитен пазар

Кредитният пазар в България е нестабилен от самото начало на реформата през 1991 г. Много са условията за това: нестабилност на макроикономическите показатели, външни шокове, липса на опит в новоизвъзникаващите търговски банки. Паричната политика, провеждана от началото на 1991 г. до средата на 1994 г., се оказа също дестабилизиращ фактор, тъй като използваше предимно преки (административни) инструменти за контрол на кредита в национална валута за нефинансовия сектор. Хроничният характер на бюджетния дефицит, а вследствие на това и увеличаващите се потребности от банков кредит за правителството също повлияха върху на размера на кредита за нефинансовия сектор и допринесоха за нестабилността на кредитния пазар<sup>32</sup> (Графика 11). В резултат на това финансовата политика се превърна в сериозен ограничител на ефективното разпределение на спестяванията в банковата система по сектори<sup>33</sup>.

В динамиката на вътрешният кредит по валути се наблюдават две тенденции<sup>34</sup>. Едната се изразява в реално намаляване на левовия компонент на кредита и тя само временно се прекупва през втората половина на 1993 г. Другата тенденция е за реален растеж на валутния компонент на вътрешният кредит, което допълнително изостря недостига на валута в страната като следствие на загубите на банките и дефицита в платежния баланс. Тази тенденция се прекупва едва през втората половина на 1995 г. (Графика 12).

---

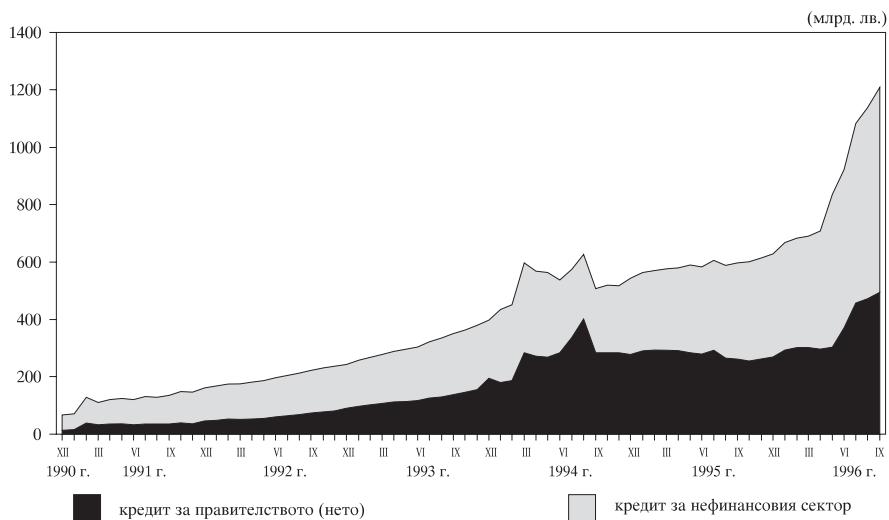
<sup>32</sup> Вътрешният кредит включва два компонента – кредит за правителството (нето) и кредит за нефинансовия сектор. Нетният кредит за правителството включва нетните вземания на банките в левове и валута от централната власт, местните органи на държавната власт и вземанията по извънбюджетни сметки. Кредитът за нефинансовия сектор включва вземанията на банките от държавните и частните фирми и домакинствата. Публикуваните с по-ниска дезагрегация данни от БНБ за динамиката на всеки един от компонентите на вътрешния кредит не са достатъчно прецизни. Това ни кара в настоящия анализ да се ограничим само до разглеждане на кредита за правителството (нето) и кредита за нефинансовия сектор, за да не допуснем неперфектната статистическа информация да доведе до погрешни изводи за тенденциите в развитието на отделните групи икономически агенти от нефинансовия сектор.

<sup>33</sup> Друг е въпросът, предвид казаното в раздел **Реален сектор**, дали финансовата политика в същото време е осигурила условия за пазарно поведение на нефинансовия сектор с цел ефективно използване на кредитите.

<sup>34</sup> След мащабните операции за изчистването на лошите кредити от банковите портфейли (1994 г. и 1995 г.) и въвеждането на новия банков сметкоплан (1995 г.) данните по банковата статистика стават несъпоставими и е трудно да се прави оценка на финансовата политика чрез динамиката на кредита за нефинансовия сектор за периода след средата на 1994 г.

**Графика 11**

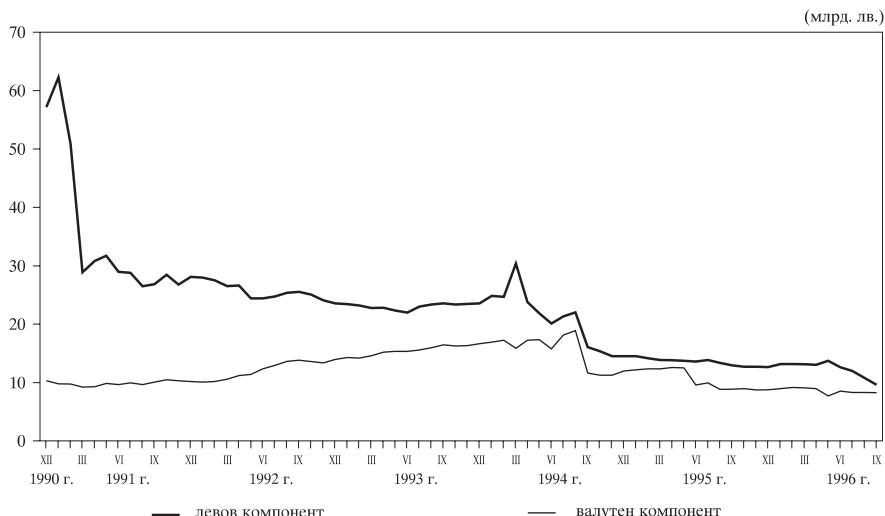
**Структура на вътрешния дълг**



Източник: БНБ.

**Графика 12**

**Динамика на вътрешния кредит в реално изражение**



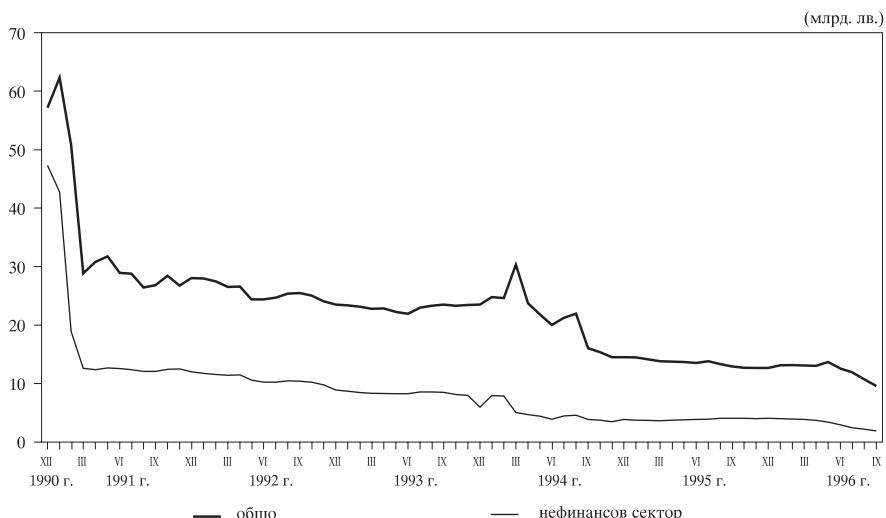
**Забележка:** Левовият компонент е дефлиран с индекс на потребителските цени, а валутният – с индекс на валутния курс.

Източник: БНБ, НСИ.

До средата на 1994 г. динамиката на левовия компонент на вътрешния кредит за нефинансовия сектор се контролираше чрез прилагането на кредитни тавани като инструмент на паричната политика и низходящият му тренд на развитие е ясно изразен (Графика 13). Още от края на 1992 г. започнаха да се увеличават отклоненията на фактическия около предварително зададения чрез кредитния таван размер на левовия кредит за нефинансовия сектор (Графика 14). Очевидно промените в прилаганите инструменти на паричната политика не са били достатъчно гъвкави, за да съответстват на тенденциите в развитието на кредитния пазар (вж. Приложение 1). Налагането на санкции върху търговските банки за неспазване на определените им кредитни тавани през 1993 г. е доказателство за намаляващата ефективност на последните в сравнение с първите две години от тяхното прилагане. Поради продължителното прилагане на този административен инструмент се проявила недостатъците му. Формира се тенденция към изпреварващ растеж на левовия компонент в депозитната база на банките спрямо растежа на вътрешния кредит за нефинансовия сектор (Графика 16). Това се отрази неблагоприятно върху стабилността на кредитния пазар.

**Графика 13**

**Динамика на левовия компонент на вътрешния кредит в реално изражение**

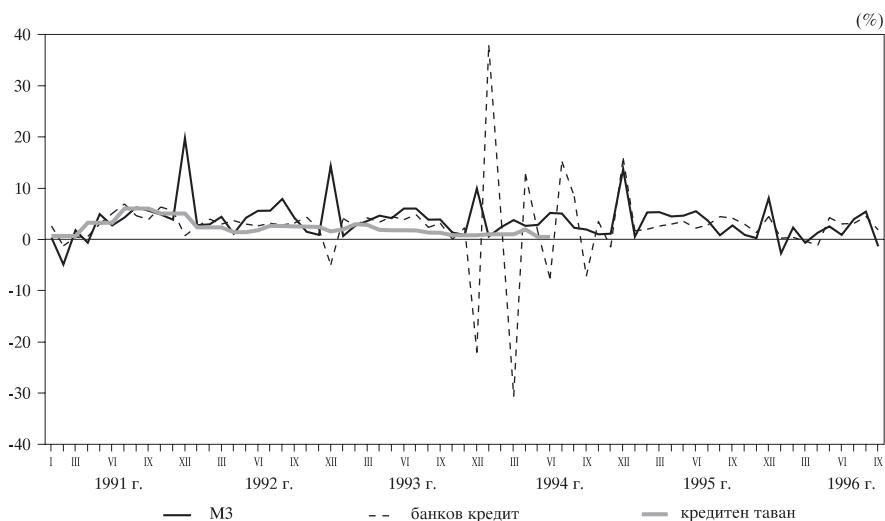


*Забележка: Вътрешният кредит е дефлиран с индекс на потребителските цени.*

*Източник:* БНБ, НСИ.

Графика 14

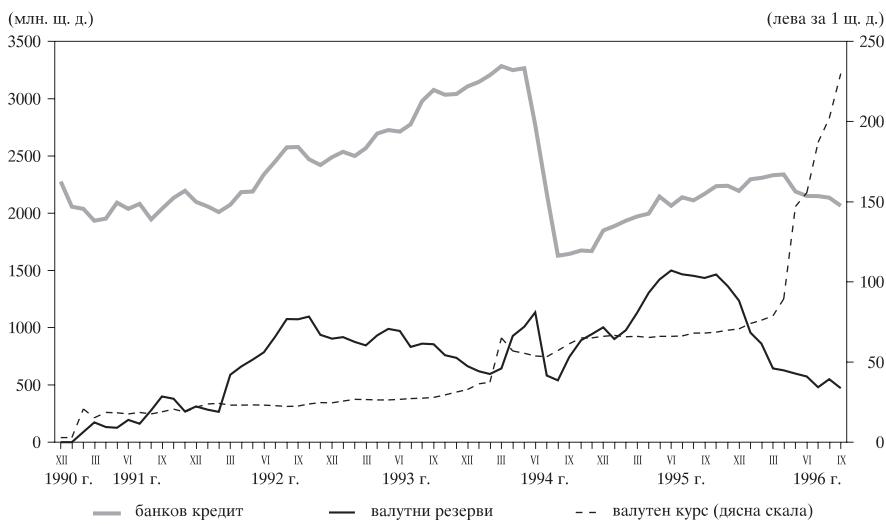
**Месечно изменение на левовия компонент на МЗ, банковия кредит за нефинансовия сектор и кредитните тавани**



Източник: БНБ.

Графика 15

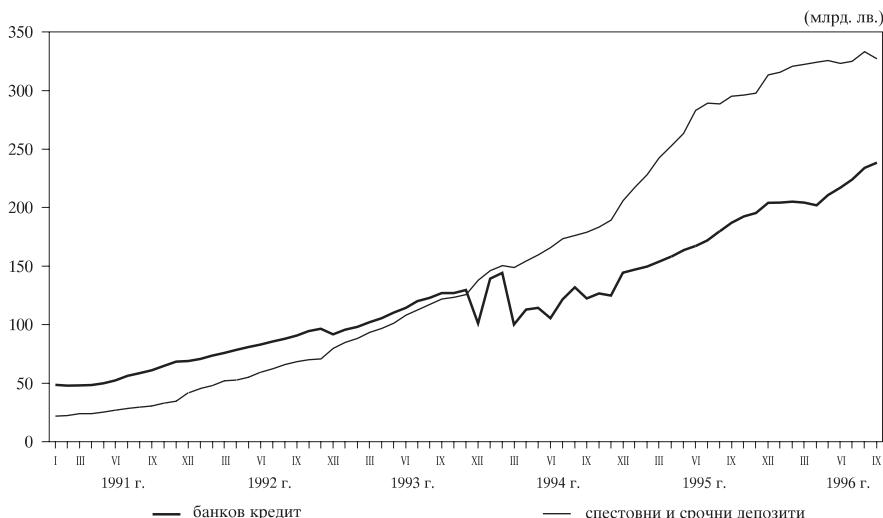
**Банков кредит за нефинансовия сектор във валута, валутни резерви и валутен курс**



Източник: БНБ.

Графика 16

**Банков кредит за нефинансовия сектор в левове и спестовни и срочни депозити**



Източник: БНБ.

Валутният компонент на вътрешния кредит прогресивно нараства след 1991 г. Независимо от ограниченността на валутните ресурси търговските банки не провеждаха политика, насочена към намаляване на валутния риск, както и кредитно разпределение<sup>35</sup> с цел намаляване на несъответствието между наследената структура на техните активи и пасиви по валути. Тази политика на търговските банки беше реакция спрямо прилаганите в периода 1991 – 1994 г. инструменти на паричната политика. Централната банка не санкционира това поведение и негативният му ефект, дори в случаите когато БНБ не отслабващо паричната рестрикция, се изрази в намаляване на валутните резерви на страната и неустойчивост на валутния курс (Графика 15).

Нестабилността на кредитния пазар е свързана и с движението на лихвените проценти особено след промяната в инструментите на паричната политика от средата на 1994 г. Високото номинално равнище на лихвените проценти по кредитите в национална валута след средата на 1991 г. не може да се обясни с движението на лихвените проценти на международните пазари (Таблица 7). Лихвените диференциали също са значителни, относително постоянни и поведението на лихвените проценти у нас не

<sup>35</sup> Под кредитно разпределение (credit rationing) разбираме ситуация, при която банките кредитират избирателно инвестиционни проекти поради ограничност на кредитния ресурс и невинаги изхождат само от икономически критерии.

Таблица 7

**Номинални лихвени проценти**

(на годишна база, %)

Показатели	По краткосрочни кредити <sup>1</sup>	По единомесечни депозити <sup>1</sup>	LIBOR <sup>2</sup>	СПРЕД	
				кол.1 - кол.3	кол.2 - кол.3
<b>1991 г.</b>					
януари	-215.3	-228.9	6.9	-222.2	-235.8
февруари	-8.3	-29.6	6.3	-14.7	-35.9
март	72.1	50.0	6.0	66.1	44.0
април	66.5	41.4	5.0	61.5	36.3
<b>1992 г.</b>					
януари	65.8	48.4	4.4	61.4	44.1
февруари	85.3	66.3	4.2	81.1	62.1
март	71.7	53.2	3.4	68.3	49.8
април	57.0	38.4	3.7	53.4	34.7
<b>1993 г.</b>					
януари	73.5	49.1	3.4	70.1	45.7
февруари	75.4	47.5	3.3	72.0	44.2
март	68.6	42.5	3.5	65.2	39.1
април	72.0	42.0	3.5	68.5	38.5
<b>1994 г.</b>					
януари	61.6	27.4	3.8	57.8	23.6
февруари	64.9	28.9	4.8	60.0	24.1
март	107.8	66.0	5.4	102.5	60.7
април	103.3	57.9	6.3	96.9	51.6
<b>1995 г.</b>					
януари	117.2	70.4	6.6	110.6	63.8
февруари	82.2	42.2	6.2	76.0	36.1
март	50.9	23.0	5.9	45.0	17.1
април	50.7	22.5	5.8	44.9	16.8
<b>1996 г.</b>					
януари	63.2	26.8	5.3	57.8	21.5
февруари	96.8	9.1	5.6	91.2	3.4
Средни за: <sup>3</sup>					
I'91 – II'96 г.	58.3	27.0	5.0	53.3	22.1
I'91 – II'94 г.	43.6	19.8	4.4	39.2	15.3
III'94 – II'96 г.	84.0	39.7	5.9	78.1	33.9

<sup>1</sup> Номинален лихвен процент по краткосрочни кредити или единомесечни депозити минус фактическото обезценяване на лева спрямо американския долар.

<sup>2</sup> Шестмесечен LIBOR по американския долар.

<sup>3</sup> Проста средна аритметична.

Източник: БНБ, МВФ (Международна финансова статистика).

може да се обясни чрез търсенето на лихвено равновесие<sup>36</sup>. Основание за съществуването на лихвени диференциали може да бъде само липсата на

<sup>36</sup> Само малка част от лихвения диференциал вероятно може да се обясни с премията над LIBOR, която чуждестранните кредитори прилагат за България. Тъй като изследвания за прилаганата от чуждестранни кредитори към български кредитополучатели премия над LIBOR липсват, за подобно твърдение можем да изхождаме от премията, прилагана към заемополучатели от другите страни от Централна Европа, осъществяващи преход към пазарна икономика. По-подробно обаче се спирате на значението на лихвения процент от гледна точка на участието на България в международните валутно-финансови отношения в следващия раздел на тази глава, когато разглеждаме лихвените паритети.

**Таблица 8**  
**Реални лихвени проценти**

(на годишна база, %)

Показатели	По краткосрочни кредити <sup>1</sup>	По едномесечни депозити <sup>1</sup>
<b>1991 г.</b>		
януари	-100.0	-100.0
февруари	11.8	-2.6
март	-21.2	-31.3
април	8.0	-7.0
<b>1992 г.</b>		
януари	2.1	-7.7
февруари	-24.7	-32.6
март	26.0	12.2
април	-17.5	-26.9
<b>1993 г.</b>		
януари	-7.3	-19.8
февруари	5.0	-11.6
март	27.4	8.1
април	11.7	-6.6
<b>1994 г.</b>		
януари	3.9	-14.4
февруари	-59.1	-66.4
март	-1.5	-21.0
април	10.0	-12.9
<b>1995 г.</b>		
януари	42.4	12.0
февруари	58.2	23.4
март	14.7	-6.2
април	13.2	-7.5
<b>1996 г.</b>		
януари	35.22	6.58
февруари	-42.80	-62.94
Средни за: <sup>2</sup>		
Г'91 – П'96 г.	1.8	-14.9
Г'91 – П'94 г.	-9.6	-21.9
ИП'94 – П'96 г.	16.2	-8.6

<sup>1</sup> Средни ефективни лихвени проценти, публикувани от БНБ, коригирани с индекс на потребителските цени.

<sup>2</sup> Проста средна аритметична.

Източник: БНБ.

капиталова конвертируемост на лева и изолацията на българския пазар от международните финансови пазари в резултат на мораториума върху изплащането на външния дълг от 1990 г. Дори след склучване на сделката за разсрочване и преструктуриране на българския външен дълг през лятото на 1994 г. недоверието към българските банки остана. Вероятно принос за високото равнище на номиналните лихвени проценти имат и очакванията за обезценяването на националната валута и премията за рискове.

Изменението на реалните лихвени проценти по кредитите е силно динамично без очертаване на някаква закономерност (Таблица 8). Реалният месечен лихвен процент по кредитите е 1.8% за периода от началото на

1991 г. до средата на 1994 г., а за периода юни 1994 г. – юни 1996 г. той е значително по-висок – 16.4%. Този факт може да се обясни с изкуствено повишеното търсене на реална ликвидност. От страна на предлагането на кредитни ресурси високите реални лихвени проценти могат да се обяснят само с увеличения риск, предизвикан от голямата задлъжност на нефинансовия сектор към банките. Това принуждава кредитните институции особено след 1993 г. да извършват кредитно разпределение по отношение на реалния сектор.

Редуването на периоди на ясно изразени положителни лихвени проценти по кредитите с периоди, когато реалният лихвен процент по тях е отрицателен (като в някои моменти печалбата на дължниците е съществена), не позволява прогнозиране на дългосрочната реална доходност на инвестиционните проекти и скъсява времевия хоризонт на инвеститорите. Следователно кредитният пазар у нас в периода на реформата може да се характеризира със стесняване на избора на банките по отношение на инвестиционни проекти.

До средата на 1994 г. поради политиката на кредитни тавани и липсата на законодателство за обявяване в несъстоятелност нововъзникващият частен сектор формира модел на поведение, при който търсенето на кредити не зависи от равнището на лихвения процент<sup>37</sup>. В края на 1995 г. около 60% от кредита за нефинансовия сектор вече се ползва от частни фирми, докато дялтът на последните в произведената от икономиката добавена стойност се оценява дори в най-оптимистичните изследвания на около 45%. Търсенето на кредит и от страна на държавните предприятия също е независимо от равнището на лихвените проценти, тъй като при тях рисът и финансовата отговорност се поемат от държавата. Странното поведение на търсенето на кредити заедно с недостатъчното кредитно разпределение от страна на банките и увеличаването на риска поради натрупани лоши кредити имат обратен негативен ефект върху самите банки. Това е доказателство за отсъствието на чисто пазарни принципи при взаимоотношенията между банките и нефинансовия сектор, което затормозява приспособяването на икономиката към траекторията на дългосрочното равновесие. Негативният ефект е особено силен при малките търговски банки, които са създадени за кредитиране на акционерите си, както и за някои от големите държавни банки, чиито портфейли не са добре диверсифицирани. Поне две от големите държавни банки, регистрирали значителни загуби през 1993 г. и 1994 г., имат проблеми с експозицията си към определен заемополучател, който не преструктурира дейността си с оглед обслужването на задълженията си. Затова тези банки много по-трудно преодоляват проблемите дори при рефинансиране от страна на централната банка, ако сами не ликвидират явлението морален хазарт във взаимоотношенията си с техните дължници.

Търговските банки поддържат значителен спред между лихвените

<sup>37</sup> Съществуват методологически промени в информациите за вътрешния кредит по сектори на икономиката, които обаче не пречат на изводите.

проценти по кредитите и депозитите. От началото на 1991 г. до средата на 1996 г. реалният лихвен процент по депозитите е отрицателен (-14.9%), като само в четири от тримесечията депозиторите имат положителен реален доход (Таблица 8). Следователно равнището на лихвения процент по депозитите не е причина за високия реален лихвен процент по кредитите. Спредът се дължи както на микроикономически фактори, вероятно свързани с управлението на банките, така и с натрупването на лоши кредити в банковата система. Очевидно повечето банки се опитват да неутрализират високия риск на портфейлите си чрез по-големия лихвен спред. Друга възможна причина е необходимостта от средата на 1993 г. да се заделят задължителни специални резерви (законови провизии) във връзка с лошите кредити. Трета причина за големия лихвен спред, която се изтъква и от Г. Петров (1996), са високите задължителни резерви, които в условията на засилена инфляция предизвикаха значителни разходи за търговските банки независимо от лихвата, която БНБ начислява върху задължителните минимални резерви (ЗМР). Или паричната политика също е допринесла за съществуването на значителен лихвен спред и високи реални лихви по кредитите. Това твърдение се подкрепя и от факта, че парично-то предлагане расте с изпреварващи темпове спрямо темповете на вътрешния кредит (Графика 17). Тази динамика се поддържа както от политиката на кредитни тавани до средата на 1994 г., така и от операциите на открития пазар, използвани за контролиране на паричното предлагане след това. През 1995 г. обаче разходите по поддържането на ЗМР намаляват и не обясняват запазването на спреда.

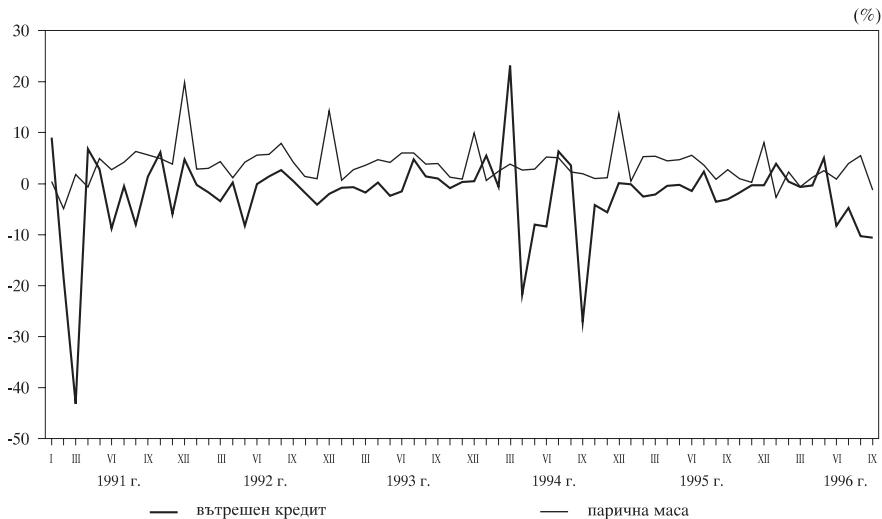
От деветте банки, реализиращи основната част от загубите на банковата система през 1993 г. и 1994 г., повечето предлагат значително по-висок от пазарния лихвен процент по депозитните си операции и в същото време поддържат едни от най-високите лихвени спредове. Това показва, че конкуренцията между търговските банки в България не е насочена към понижаване цените на финансовите услуги, а е свързана с ограничено количество и видовете на самите услуги. Високият лихвен спред е един от белезите за олигополистична конкуренция между търговските банки у нас независимо от либералната лицензионна политика от страна на БНБ. Този тип междубанкова конкуренция е характерна и за други страни с ниска степен на развитие на финансите пазари и съответно ниско качество на предлаганите от банките услуги (Zahler, 1985)<sup>38</sup>.

---

<sup>38</sup> Под олигополистична конкуренция тук разбираме такъв тип конкуренция, при която търговските банки имат относително постоянен пазарен дял и с появата на нови такива, които са създадени предимно за да кредитират акционерите си, не се променят пазарните им позиции, което позволява да се определя монополна цена на кредита. Както и за други страни, изпитали банкова криза обаче, неоспорими доказателства за такава конкуренция трудно могат да се намерят. За лицензионната политика на БНБ вж. Приложение I.

Графика 17

**Месечно изменение на левовия компонент на вътрешния кредит и паричната маса**



Източник: БНБ.

### Валутен пазар и лихвен паритет

От февруари 1991 г. в България беше въведен плаващ курс на лева към чуждестранните валути и се създадоха относително либерални условия за вътрешна търговия с валута и откриване на валутни депозити в местни банки. В условията на определян от централната банка лихвен процент мобилността на валутния курс даде възможност за арбитраж между вътрешните финансови активи, деноминирани в различни валути, както и стимулира движението на капиталовите потоци по платежния баланс. Анализът на салдата по платежния баланс в предходната глава показва, че независимо от забраната върху конвертируемостта по капиталовата сметка движението на неидентифицирани краткосрочни капитали не среща сериозни препятствия у нас. При тези условия капиталовите потоци, търсейки максимална възвръщаемост, уравновесяват пазара на финансови активи чрез изменения във валутния курс. Тези процеси у нас позволяват в анализа на валутния пазар и валутния курс да се използва модифициран за България вариант на теорията за непокрития лихвен паритет при няколко допълнителни допускания.

При проверката на хипотезата за съществуването на връзка между условиято за непокрит лихвен паритет и капиталовите потоци се получиха приемливи за икономическата теория резултати<sup>39</sup>. Един от начините за

<sup>39</sup> В Глава трета процесът на валутната субституция се анализира през призмата на непокрития лихвен паритет.

представяне условието за непокрит паритет на лихвените проценти е следният<sup>40</sup>:

$$1+i = (1+i^*)(E_{t+1}/E_t) \quad (1),$$

където:

$i$  е лихвеният процент (номинален) в националната икономика, т. е. вътрешният лихвен процент;

$i^*$  – лихвеният процент (номинален) в световната икономика, т. е. външният лихвен процент;

$E_{t+1}$  – очакваният валутен курс в следващия (бъдещ) период  $t+1$ ;

$E_t$  – валутният курс в текущия (настоящия) период  $t$ .

В настоящото изследване условието за непокрит лихвен паритет е използвано в следния преобразуван вид:

$$(1+i)/(1+i^*) = E_{t+1}/E_t \quad (2).$$

Във формула (2) на променливата  $i$  съответства динамиката на среднопретегления лихвен процент по срочни едномесечни левови депозити, променливата  $i^*$  представя динамиката на среднопретегления лихвен процент по срочни едномесечни долларови депозити. Променливата  $E_t$  представлява фактическото равнище на валутния курс в съответния месец. В модифицирания си за България вариант теорията за непокрития лихвен паритет е „проверена“ при използване на наличните за България данни, които налагат няколко ограничителни допускания.

Първо, сравнява се доходността на финансови активи, деноминирани в национална валута, и на финансови активи, деноминирани в чуждестранна валута, които са депозирани в банковата система на България. Тъй като левът не е конвертируем за операции по капиталовата сметка на платежния баланс, възможно е прякото сравняване на възвръщаемостта на тези два вида активи.

Второ, приема се, че финансовите активи в чуждестранна валута са деноминирани само в щатски долари.

Трето, съпоставя се доходността на срочните едномесечни депозити, деноминирани съответно в левове и долари, вместо да се разглежда среднопретеглената възвръщаемост на финансовите активи с различна срочност.

Четвърто, допуска се, че валутният курс в период  $t+1$  се формира на базата на рационални очаквания и съответно очакваният в период  $t+1$  валутен курс се представя от реализирана се фактически валутен курс. Това на практика означава, че българските икономически агенти предвиждат относително точно динамиката на валутния курс в хоризонт от един месец напред<sup>41</sup>.

<sup>40</sup> Вж. например Ethier (1995), p. 428.

<sup>41</sup> Това допускане не се отклонява значително от действителността. В много малко от месеците от анализирания период декември 1992 – април 1996 г. очакванията на икономическите агенти не са били оправдани. Допускането е удобно и от гледна точка на наличието на данни за фактическия курс и отсъствието на такива за очаквания валутен курс.

Въпреки множеството ограничителни допускания проверката на условието за непокрит лихвен паритет в българската му специфика води до резултати, логично обясняващи движението на регистрираните от платежния баланс, но неидентифицирани по произход капиталови потоци (приливи в определени периоди и отливи в други), както и динамиката във валутните депозити. На Графика 18 се вижда, че условието за лихвен паритет е спазено напълно<sup>42</sup> в пет от всичките 41 месеца – януари и февруари 1993 г., февруари 1994 г. и май и юни 1995 г. В други 12 месеца това условие е спазено приблизително<sup>43</sup>. В останалите 24 месеца лихвеният паритет е сериозно нарушен.

Резултатите показват, че ако в даден месец паритетът на лихвените проценти е в сила, то в следващите четири-пет месеца по правило не е преди всичко поради измамното краткосрочно стабилизиране на финансова система, последвано от целенасочено снижаване на основния лихвен процент по фискални причини. Хроничното нарушаване на лихвения паритет неизбежно води до непредвидимост на динамиката на валутния курс за период, по-дълъг от няколко месеца, а под въздействието на други фактори предизвика двете валутни кризи – през март 1994 г. и май 1996 г. Интерес представлява съпоставянето на периодите на „привлекателен лев“ и „привлекателен доллар“ от гледна точка на възвръщаемостта на срочните едномесечни депозити в тези валути.

Когато индексът на лихвения диференциал превишава този на левовото обезценяване, лихвите по левовите депозити са били достатъчно високи, за да компенсират очакваното обезценяване на лева и да гарантират по-висока възвръщаемост (Графика 18). Съпоставката с Графика 2 показва, че това са също и периоди на значителен приток на капитали отвън. Такива са март – септември 1993 г. (включително), април – юли 1994 г. и ноември 1994 г. – април 1995 г. На първия период съответства рекордният приток на капитали, характерен за второто тримесечие на 1993 г. На втория период – сравнително големите капиталови потоци, постъпили в страната и регистрирани от платежния баланс през второто и третото тримесечие на 1994 г. На третия период – относително по-слабият капиталов приток през първото тримесечие на 1995 г. Изключения са четвъртото тримесечие на 1993 г. и първото на 1994 г. (Графика 2), когато е наблюдаван значителен капиталов прилив, въпреки че левовите депозити не са били по-изгодни от валутните. Все пак големият приток на капитал през този шестмесечен период може да се обясни с редица други фактори, посочени по-нататък в този раздел.

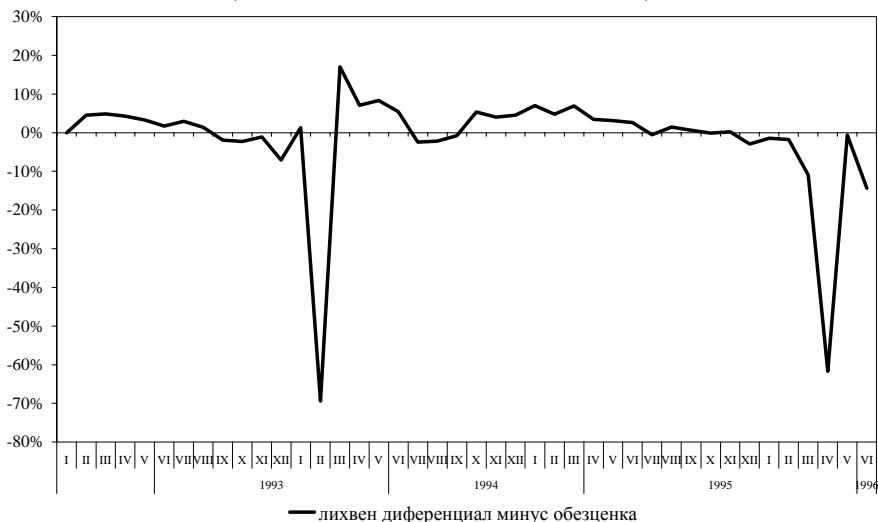
<sup>42</sup> Приемаме, че условието за непокрит лихвен паритет е спазено напълно, когато отклоненията между индекса на лихвения диференциал и индекса на валутния курс са в диапазона 0.00 – 0.01 (включително).

<sup>43</sup> Приемаме, че условието за непокрит лихвен паритет е спазено приблизително, когато отклоненията между индекса на лихвения диференциал и индекса на валутния курс са в диапазона 0.02 – 0.04 (включително).

Графика 18

**Непокрит паритет на лихвените проценти**

(месечни данни, I.1993 г. – VI.1996 г.)

*Източник:* БНБ.

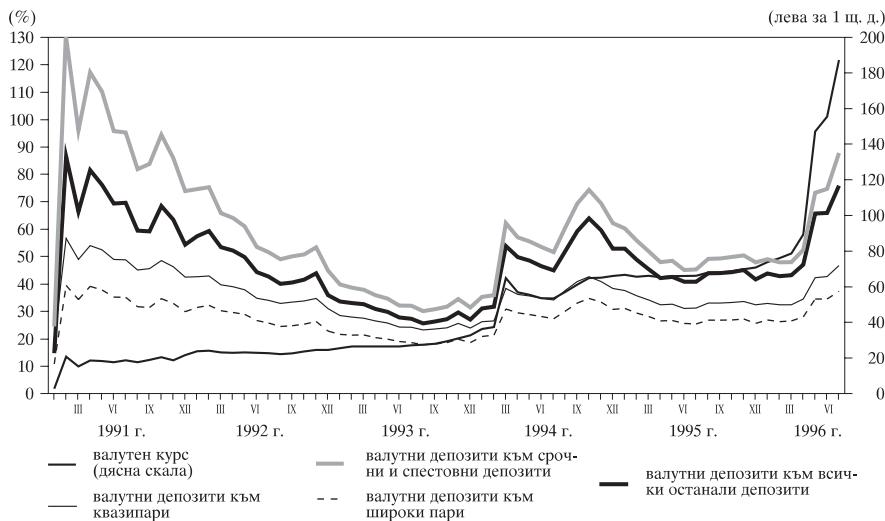
Валутните депозити са били по-привлекателни от левовите в тримесечията с изтичане на капитали от българската икономика. Такива периоди са януари – февруари 1993 г., октомври 1993 г. – март 1994 г., август – октомври 1994 г. и юли 1995 г. – април 1996 г. На първия от посочените периоди съответства отливът на капитал през първото тримесечие на 1993 г., вторият период е изключение и е свързан с капиталов приток, на третия – преходът от капиталов приток към капиталов отлив, характерен за третото и четвъртото тримесечие на 1994 г., а на четвъртия период – нарастващото бягство на капитал през второто шестмесечие на 1995 г.

През периода, предшестващ кризата от март 1994 г. (последно тримесечие на 1993 г. – първо на 1994 г.), в страната влизат съществени по размери капиталови потоци в противоречие на условието за неспазения лихвен паритет в ущърб на левовите депозити. Капиталовият прилив в този период независимо от по-високата възвръщаемост на валутните депозити има няколко логични обяснения. *Първо*, възвръщаемостта на валутните депозити – с изключение само на март 1994 г. – е съвсем малко по-висока, а през февруари 1994 г. дори е малко по-ниска (вж. Графика 18) в сравнение с предишни периоди. *Второ*, преди валутната криза от март 1994 г. доверието в българския лев се засилва (Графика 19). *Трето*, инерцията от предходните периоди продължава да се проявява в поведението на икономическите агенти на валутния пазар. *Четвърто*, масовите по същество инерционни очаквания едва ли предвиждат срив на лева през

март 1994 г. и в този смисъл са настроени да запазят, а не да свалят доверието в лева. *Пето*, в съседните на България страни националните валути имат по-висок темп на обезценяване в сравнение с лева.

**Графика 19**

### Валутна субституция (месечни данни, 1991 – 1996 г.)



*Източник:* БНБ.

Резултатите от анализа показват още, че централната банка не е в състояние да осигурява спазване на лихвенния паритет. Поддържането на изгоден за лева лихвен диференциал при високата инфляция и ниската рентабилност на икономиката, характерни за анализирания период, е в противоречие с целите на фискалната политика при бързо растящия държавен дълг. Подобно поведение на фиска е съдействало за нестабилността на валутния пазар, развитие на процеса на валутна субституция и възникване на валутните кризи.

### Пазар на ценни книжа

Законодателната рамка за функциониране на фондовия пазар беше създадена едва в средата на 1995 г., когато беше приет Законът за ценни книжа, фондовите борси и инвестиционните дружества. Комисията, упълномощена да лицензира инвестиционните посредници и предлагани ценни книжа, беше създадена в началото на 1996 г., като се зае изцяло с лицензирането на приватизационните фондове – участници в масовата приватизация.

Административната намеса на правителството също не стимулираше

развитието на фондовия пазар. През 1990 г. то задължи всички държавни нефинансови предприятия да предоставят безвъзмездно банковите си акции на БНБ, която през същата година обяви за разпродажба акционерното си участие в търговските банки. Продажбата на акциите се извършва по номинална стойност. За купувачи бяха допускані първоначално само държавни фирми, а частните получиха право на достъп за много кратък период през последното тримесечие на годината и в ограничени обеми. В началото на 1991 г. БНБ преустанови продажбата на акциите си в държавните банки, а в началото на 1992 г. прекърши по номинал дяловото си участие в тях на новосъздадената Банкова консолидационна компания (БКК), която трябаше да се заеме с процеса на раздържавяване на банковия сектор.

Така още в началото на реформата у нас беше пропусната възможността за пазарна оценка на стойността на акциите на държавните банки. Най-голямата държавна банка – Държавна спестовна каса (ДСК), не беше трансформирана в акционерно дружество, а остана като приданък на бюджета и втори източник след БНБ за рефинансиране на търговските банки. Частните търговски банки също нямаха интерес от пазарна оценка на стойността на техните акции и при липсата на ефективно прилагани норми на банков надзор предпочитаха да прекървлят риска от функционирането си върху депозиторите<sup>44</sup>.

Държавните предприятия, които бяха преобразувани в акционерни дружества с единоличен собственик държавата, нямаха право да увеличават капитала си чрез емисии на ценни книжа – акции или облигации. На фондовия пазар се появили акции на частни дружества с неясен произход и още по-неясен обект на дейност, много от които се разпаднаха, присъвявайки парите на инвеститорите.

Отсъствието на възможности за оценка на пазарната стойност на фирмите и банките лиши потенциалните инвеститори от информация за състоянието им и не позволи чрез капиталовия пазар да бъде създаден обществен коректив за тяхната дейност. Това стимулира моралния хазарт, а оттам и натрупването на риск в банковата система, както и в икономиката изобщо. Този риск се отрази отрицателно върху развитието на пазара на единствените ценни книжа, които се считат за безрискови – държавни ценни книжа.

С началото на икономическата реформа през 1991 г. се промениха взаимоотношенията на бюджета с централната банка. В Закона за БНБ, приет през 1991 г., централната банка получи статут на независима от правителството държавна институция, която дефинира целите и инструментите на паричната си политика независимо от финансовите затруднения на бюджета. В същото време бюджетният дефицит, който се появи

<sup>44</sup> Единични акции на някои частни търговски банки се търгуват нерегулярно на капиталовите пазари у нас. Размерът на търговията с банкови акции, както и информацията за нея обаче са ограничени, което не позволява да се направят оценки за пазарната стойност на тези банки.

през 1990 г., остана стабилен и на равнище над 5% от БВП, а общата потребност от кредит за бюджета в някои периоди достигаше изключително високи стойности (вж. Таблица 3).

Финансирането на разходи от такъв размер, неравномерно разпределени по месеци, предполагаше бързо акумулиране на ресурси в кратки периоди от време. Затова практиката на пряко кредитиране на бюджета от БНБ продължи през целия период 1991 – 1995 г., а емисиите на държавните ценни книжа се изкупуваха почти изцяло от държавните банки и Държавния застрахователен институт (ДЗИ). БНБ също участваше с покупки на аукционите в периоди, когато ликвидността на бюджета беше застрашена. Така БНБ не можа да упражни изцяло автономността си, дадена по закон.

Една от целите на развитие на пазара на ДЦК, която не беше постигната, беше да се ангажират пряко населението и фирмите във финансирането на бюджетния дефицит (вж. Приложение 4). В резултат на съвместната политика на БНБ и Министерството на финансите (МФ) чрез повишаване на доходността и ликвидността на предлаганите специално на граждани и фирми ДЦК и активизиране на рекламната и маркетинговата дейност, свързана с тях, се постигна частичен успех едва през първата половина на 1996 г. През този период само 10% от общата емисия на ДЦК се продаваха на граждани и фирми, останалата част продължи да се изкупува от ДСК, ДЗИ, търговските банки, а в критични за бюджета периоди и от БНБ.

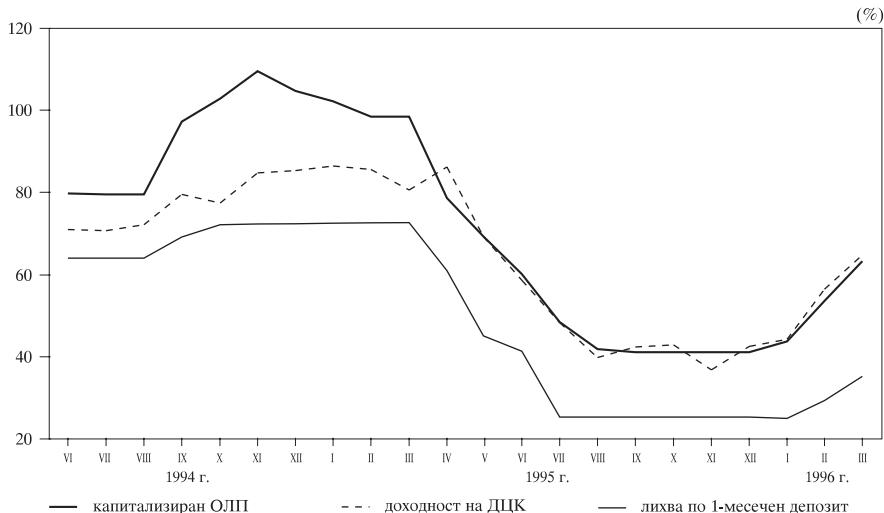
Държавните ценни книжа, емитирани за финансиране на бюджетния дефицит у нас, притежават основната характеристика на този вид дългови инструменти – нулев риск от неплащане от страна на емитента. От възникването на пазара на ДЦК досега държавата стриктно изпълнява задълженията си по съществуващите емисии и поддържа създаденото вече доверие. Активното участие на БНБ на вторичния пазар дава възможност да се повиши ликвидността на ДЦК, с което те могат да се използват от търговските банки като инструмент за управление на ликвидността си. Бариера в развитието на нормален вторичен пазар на държавни ценни книжа представлява ниската им доходност, която е под равновесното ниво, търсено от търговските банки (Графика 20).

Нормално е да съществува противоречие между интересите на финансовото министерство и на търговските банки по отношение на доходността на държавните ценни книжа. Естествен е стремежът на емитента да намалява лихвата (сконтовия процент) поради тежкото бреме на държавния дълг и значителната величина на касовия дефицит. Специфично е, че търговските банки търсяха изключително висока доходност от ДЦК – равностойна на лихвата по новите кредити. Причината за този натиск произтича от цената на финансовия ресурс, който търговските банки ползват. Те разчитат на ресурси от пазара на междубанкови депозити, предоставяни на паричния пазар от монополиста върху спестяванията (ДСК) или на рефинансиране от БНБ. Цената и на двата ресурса варира около капитализираната величина на основния лихвен процент.

Търговските банки включват и премия за риск в доходността на ДЦК, която трябва да покрие риска от промяна в лихвения процент, риска от обезценяване на националната валута, риска на собствените им портфейли поради натрупаните лоши кредити.

**Графика 20**

**Доходност на държавните ценни книжа**



*Източник:* БНБ.

Разрешаването на противоречията в определяне доходността на ДЦК през периода 1991 – 1995 г. ставаше не чрез увеличение на лихвата по тях, с което да се отговори на потребностите на търговските банки, а посредством доминиращото участие на ДСК и ДЗИ на първичния пазар. Търговските банки останаха изолирани и купуваха ДЦК в ограничени количества единствено с цел да подобрят структурата на портфейла си или да ги използват като инструмент за управление на ликвидността си чрез залагането им в БНБ. В периоди на ликвидни кризи банките се опитваха да се освободят от държавните ценни книжа и отказваха покупките на новите емисии, с което заплашваха ликвидността на бюджета.

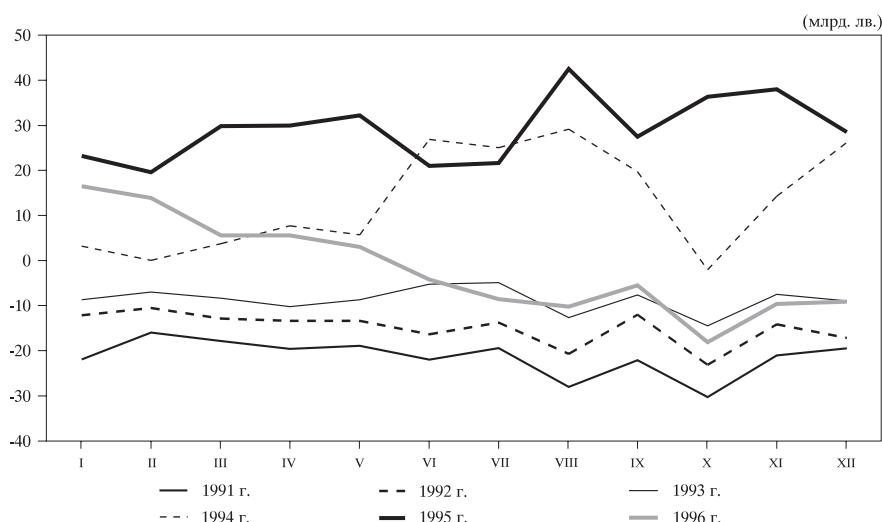
Политиката по отношение доходността и ликвидността на държавните ценни книжа през анализирания период преследваше краткосрочни цели, които противоречаха на необходимостта от дългосрочно стабилизиране на икономиката. Тя имаше неблагоприятно въздействие върху паричната политика на БНБ, като я поставяше в зависимост от финансовите потребности на бюджета и често пъти водеше до нерационални и кампанийни решения по отношение на прилаганата парична рестрикция и инструментите, с които тя се постига. Вместо финансов актив, който служи за намаляване на риска в портфейлите на инвеститорите, държавните

ценни книжа и държавният дълг се превърнаха в източници на несигурност и фактор за дестабилизиране на банковата и финансова система.

## Дезинтеграцията на междубанковия паричен пазар и банковата криза

В резултат на загубите и декапитализацията на банковата система и под натиска на потребността от свежи финансово ресурси за бюджета свръхтърсенето на пари се превърна в постоянна характеристика на междубанковия паричен пазар и постепенно доведе до дезинтеграцията му. За формирането на тази тенденция след 1993 г. допринесе и политиката на налагане операциите на открития пазар като основен паричен инструмент на БНБ. Банките, които предлагаха ресурси на паричния пазар, започнаха да прилагат строги изисквания за обезпечение при сделките, а при липсата на традиции в предоставянето на паричен ресурс помежду им се създадоха условия за дезинтеграция на този пазар. Симптомите на този процес са големите отклонения в месечните обеми на търговията спрямо средномесечния обем на пазара за периода 1994 – 1995 г., както и намаляването на сроковете, за които се сключват сделките на междубанковия пазар (Графики 21 и 22).

**Графика 21**  
**Отклонения на търговията на междубанковия паричен пазар от средномесечния обем**



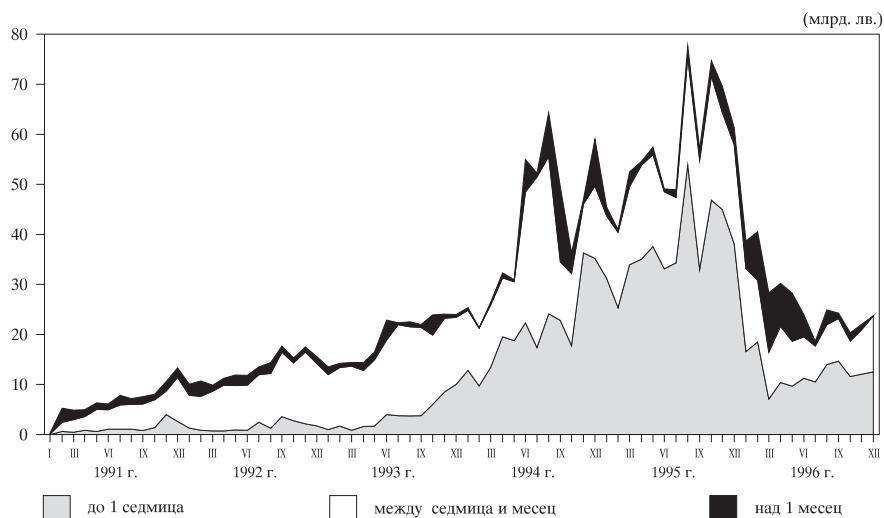
Източник: БНБ.

Нарасналият рискове направи предпазливи участниците на междубанковия пазар при избора на контрагенти и банките започнаха да прилагат

кредитно разпределение една към друга. Това доведе до пълното изчезване на необезпечените депозити. Междубанковите кредити на пазара или междубанковите депозити започнаха да се търгуват само „на виждане“. Прилагането на инструменти за обезпеченено финансиране намали мобилността на свободните парични ресурси и гъвкавостта на междубанковия паричен пазар. Както *E. Хърсев* (1994) твърди, това е показателно за сегментирането на междубанковия пазар и преминаването му към режим на „ръчен контрол“.

**Графика 22**

**Структура на междубанковия пазар според срока на сделките**



*Източник:* БНБ.

Поведението на най-серииозния доставчик на парични ресурси на междубанковия паричен пазар – Държавната спестовна каса, също е потвърждение за дезинтеграцията на междубанковия паричен пазар (Графика 23). *Друмев* (1996) посочва, че от май 1993 г. ДСК започва да изисква задължително обезпечение на предоставения ресурс, а от август същата година прекратява необезпечените кредити. От август 1993 г. ДСК въвежда единни унифициирани договори за депозит, задължителни за всички нейни поделения, наред с вече прилаганите задължителни минимални цени на предлагания ресурс. От ноември 1993 г., когато настъпва първото по-сериозно изостряне на кризата в ликвидността на търговските банки, ДСК забранява на клоновете си самостоятелно да склучват нови договори за депозит на ресурси. През 1994 г. ДСК увеличава размера на изискваното обезпечение срещу предоставяните депозити на банките и в края на годината залогът (ДЦК, а в някои случаи и конвертируема валута) е 91.7% от стойността на всички предоставени от нея ресурси. В същото време ДСК

започва да прилага кредитно разпределение спрямо търговските банки, като ограничава общия обем на предоставяните на пазара парични ресурси и почти не предоставя такъв на малки банки. В резултат на това от 1995 г. размерът на задълженията на банките към ДСК нараства с по-бавен темп в сравнение с този на общите междубанкови задължения. В края на 1995 г. предоставеният паричен ресурс от ДСК на търговските банки е спаднал под равнището си от края на 1993 г. Неговият относителен дял в портфейла от активи на касата намалява под 30% при над 52% в края на 1993 г. и 38% в края на 1994 г.

**Графика 23**



*Източник:* БНБ.

При липса на междубанкова конкуренция на депозитния пазар и при наличие на олигополистична конкуренция на кредитния пазар лихвените проценти не представляват верен сигнал за ефективността на мерките на паричната политика. С увеличаването на риска и намаляването на ликвидността на значителен брой банки междубанковият паричен пазар постепенно се разпада. В резултат неизбежно възниква „банкова криза“<sup>45</sup>. Подобна теза застъпва и Канавесе (1996).

<sup>45</sup> Съществуват множество дефиниции на понятието „банкова криза“. Относително детайлно обобщение на тази дискусия може да се намери при Sandararajan, Balino (1991). За целите на настоящото изследване под „банкова криза“ разбираме ситуация, при която:

– е налице декапитализация (загубите на търговските банки надхвърлят печалбата им, като значителен брой банки, при това големи, имат отрицателна нетна

Ситуацията на криза в банковата система може да се обясни по следния начин: ако равнището на лихвения процент по депозитите се определя при пазарни условия, то лихвеният спред ще зависи от постъпленията на банките и от разходите им. В разходите се включват оперативните разходи, тези за поддържане на минималните задължителни резерви и разходите за дивиденти на акционерите. При голям обем на лошите кредити в портфейла на банката постъпленията от операциите, а съответно и ликвидността на банката, са малки. Търговските банки имат две възможности. *Първо*, те могат непрекъснато да увеличават лихвения спред и дивидентите за акционерите си, като по този начин обаче делът на лошите кредити бързо се увеличава и се ускорява настъпването на банкова криза. *Второ*, търговските банки могат да поддържат сравнително висок и постоянно лихвен спред, ако не плащат дивиденти на акционерите, и така отлагат, но не предотвратяват възникването на банковата криза. У нас търговските банки възприеха втория подход. Повечето от тях през последните години капитализираха дивидента си или предоставяха дивидент, значително по-нисък в сравнение с лихвения процент по дълговите инструменти. Въпреки това те не успяха да избегнат банковата криза.

Две са основните причини, които предизвикаха разпадането на междубанковия пазар и кризата в банковата система: липсата на принципно решение в самото начало на реформата по отношение на отпуснатите при централнопланираната икономика кредити на държавните нефинансови предприятия и допускането на морален хазарт в кредитните отношения след започването на финансовата либерализация, което лиша банките от възможността да избират съотношението на дивидента към печалбата, а оттам и величината на лихвения спред.

В заключение може да се каже, че структурните неравновесия във всички сектори на икономиката и неефективното функциониране на финансовите пазари неизбежно доведоха до криза на банковата система, дезинтеграция на пазарите, валутна субституция и висока инфлация.

---

стойност);

– значителен брой банки имат в портфейлите си големи обеми лоши кредити, което не им позволява да поддържат ликвидност и това има негативни последици за функционирането на платежната система и осъществяването на последователна парична политика;

– настъпва дезинтеграция на междубанковия паричен пазар.

### **Валутна субституция**

От втората половина на 1993 г. се установи трайна тенденция към по-висок темп на растеж на валутните депозити в банковата система спрямо депозитите в левове независимо от срочността им. Тази тенденция се формира в резултат на промяната в поведението на депозиторите, които започнаха да разбираят, че и без банкови фалити<sup>46</sup> могат да загубят левовите си спестявания. След като ликвидните затруднения на банки се решаваха чрез по-голямо от желаното увеличение на паричната маса (свръхпредлагане на пари), корекцията се извършваше чрез инфляция, а тя обезценяваше левовите спестявания.

До март 1994 г. промените на основния лихвен процент бяха в посока, при която се запазваха отрицателни реални лихви по депозитите до такава степен, която доведе до дезинтеграция на паричния пазар. Поведението на правителството и централната банка преди и по време на валутната криза от март – април 1994 г. постави началото на процеса на валутна субституция, доларизация на икономиката и намаляване на доверието в националната валута, което не се възстанови напълно и след промените във финансата политика, извършени от средата на 1994 г.

Процесът на валутна субституция може да се анализира на база динамиката в отношенията на валутните депозити към широките пари или към всички останали депозити, както и към квазипарите или към сумата от срочните и спестовните депозити (Графика 19). Тенденциите, описани от динамиката на четирите съотношения, са еднопосочни.

Колебанията в динамиката на съотношението между валутните депозити и сумата на срочните и спестовните левови депозити са най-високи. Това съотношение е особено подходящо за оценка на интензивността на валутната субституция, защото отразява в най-чист вид поведението на населението по отношение структурата на финансовите му активи. Динамиката съответства и на условието за непокрит лихвен паритет (вж. раздел *Валутен пазар и лихвен паритет*). Степента на валутна субституция се променя веднага, когато настъпи изменение в сравнителната възвръщаемост на валутните и левовите депозити.

В периода декември 1992 г. – август 1993 г. (включително) степента на

<sup>46</sup> В края на 1993 г. някои от банките със затруднена ликвидност едностранно временно прекратиха изплащането на депозити или започнаха да изискват предварително предизвестие за изтегляне на депозити над определен от тях лимит. Тези начини за управление на ликвидността застъпиха през 1996 г. и постепенно започнаха да се практикуват от значителен брой банки.

доларизация ежемесечно се понижава, достигайки месечен минимум през август 1993 г. при съотношение на валутните депозити към сумата на срочните и спестовните левови депозити под 33%. За същия този период (с изключение на декември 1992 г.) възвръщаемостта на левовите депозити превъзхожда тази на доларовите депозити. От септември 1993 г. до март 1994 г. (с изключение на декември 1993 г.)<sup>47</sup> степента на валутна субституция се увеличава успоредно с растящата привлекателност на валутните депозити. Следва период от четири месеца (април – юли 1994 г.), през който непокритият лихвен паритет е нарушен в полза на левовите депозити и степента на валутна субституция намалява. За периода август – октомври 1994 г. непокритият лихвен паритет е нарушен в полза на валутните депозити и субституцията расте.

От ноември 1994 г. до юни 1995 г. (включително) отново се потвърждава наличието на силна взаимозависимост между лихвения паритет и степента на доларизация: през целия период левовите депозити са по-изгодни и степента на валутна субституция започва да намалява.

Относително ниското равнище на инфлацията през 1995 г. беше резултат от увеличаване обхвата на административния контрол върху цените, закрепено с клаузите на Закона за цените (И. Георгиев, 1996). Привидността на ниската и стабилна инфлация даде основание да се вземе решение за сваляне на основния лихвен процент, като за четири месеца (от април до юли 1995 г.) равнището му беше сведено от 72% на 34%. Бързото съмъкване на лихвените равнища през 1995 г. прекупи тенденцията към увеличение на левовите депозити. С разтварянето на „ножицата“ между доходността на валутните и левовите депозити в полза на първите след юни 1995 г. се наблюдава отново тенденция към доларизация на икономиката и растящи очаквания за обезценяване на лева.

От гледна точка на процесите на валутна субституция повратен момент в хода на прехода беше валутната криза през март 1994 г. След либерализацията на валутния курс и валутния режим през февруари 1991 г. доверието в българската парична единица се засилваше постепенно, но трайно. По време на кризата то бе загубено и не е възстановено и до днес. Този процес – освен че намалява и без друго ниската ефективност на финансата политика у нас – е с изключително сериозни последици за българската икономика. Високата и задълбочаваща се степен на доларизация въобще означава, че левът е непълноценен като валута. От трите функции на парите – средство за разплащане, за съхранение на стойност и единица мярка за стойност, левът изпълнява относително добре само една – средство за разплащане. Напоследък и тази функция проявява тенденция към затихване. Ако финансата политика в страната не съумее да предизвика обрат в анализираните процеси на базата на пълноценното функциониране на лева като пари, страната ще се изправи пред опаснос-

<sup>47</sup> Причината за това изключение вероятно до голяма степен са традиционните левови плащания (на заплати и др.) и разходи (за коледни и новогодишни покупки), които принуждават фирми и граждани да обръщат част от валутните си активи в левови.

тта от хиперинфлация и ще бъде принудена да се откаже от своята парична автономия.

## Инфляция и сеньораж

Когато прирастът на спестяванията по месеци не е достатъчен, за да покрие фискалните и квазифискалните дефицити, разликата се коригира чрез намесата на централната банка – или чрез пряко кредитиране на бюджета и рефинансиране на търговските банки, или чрез изкупуване на нереализираната част от емисиите на държавни ценни книжа. Реалното увеличение на парите в обращение се нарича сеньораж.

В развитите страни сеньоражът е пренебрежимо малък източник на ресурси (не повече от 0.5% към БВП), но в развиващите се страни, където съществуват сериозни проблеми при ограничаване на загубите в икономиката, средната величина на сеньоража е около 5% към брутния вътрешен продукт – БВП (*Easterly and Schmidt-Hebbel, 1991*). За разлика от данъците сеньоражът представлява важен източник на ресурси в периоди на криза, когато постъпленията в бюджета рязко намаляват поради влошена конюнктура.

Сеньоражът може да се изчисли по следната формула (*Easterly and Schmidt-Hebbel, 1991*):

$$S = [\pi_t / (1 + \pi_t)] M_{t-1} + (M_t - M_{t-1}) \quad (1),$$

където

$\pi_t$  е инфлацията за период  $t$ ;

$M_t$  – резервни пари на централната банка в реално изражение.

Първият израз в дясната страна на уравнението представлява инфационният компонент на сеньоража, а вторият е изменението на реалния компонент.

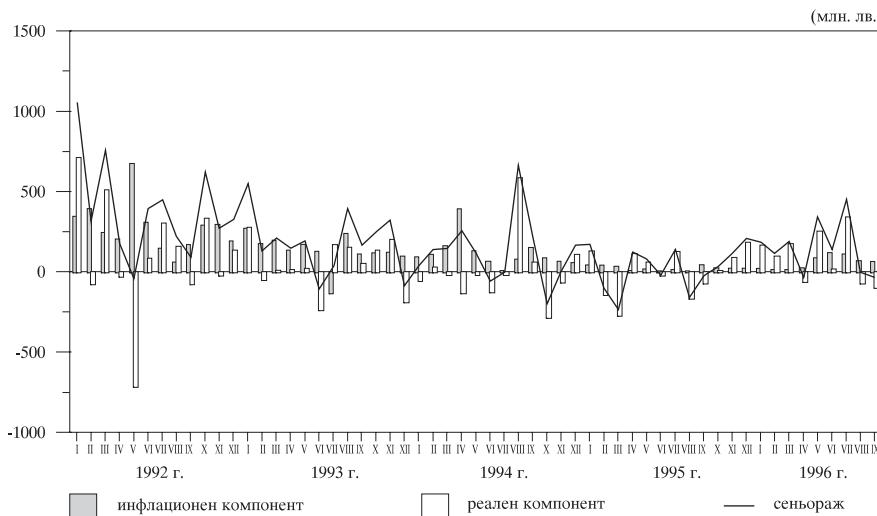
Тъй като в анализа се търси връзка между инфлацията и сеньоража, то може да се изчисли сеньораж на базата на онази част от резервните пари на БНБ, които се насочват за операциите по рефинансиране на търговските банки и финансиране на бюджета (*Rodriguez, 1991*). Балансът на централната банка може да се трансформира така, че в активната му страна да останат само нетните взаимоотношения с бюджета и рефинансирането на търговските банки.

Изчисляването на сеньоража и компонентите му по формула (1) дава оценка за изменението им по месеци (Графика 24). Интерес представлява динамиката на инфационния компонент на сеньоража, който има и най-добри статистически характеристики<sup>48</sup> в сравнение със сеньоража като цяло. Реалният компонент като средна величина е близък до нулата.

<sup>48</sup> Целта на иконометричния анализ е много скромна поради недобрите резултати на статистическите тестове, съществуващото на сезонност и нестационарност. Получените резултати дават приемливо от гледна точка на теорията описание на процесите за изминалния период, но е прекалено амбициозно да се използват за императивни заключения и прогнозиране. Икономическата система е много нестабилна, тя е в процес на развитие и адаптиране към пазарната среда. Провежданата икономическа политика е непоследователна, често пъти противоречива.

## Сенъораж по месеци

Графика 24



Източник: БНБ и изчисления на автора.

Връзката между сенъоража<sup>49</sup>, дефицитите в икономиката и инфляцията не е правопропорционална, тъй като дефицитите могат да се покриват по няколко начина. Доколкото е всеобщо прието, че инфляцията все пак е чисто монетарно явление, централните банки се стремят да ограничават паричната емисия. Ако липсва значително външно финансиране, както в България след мораториума върху външния дълг през 1990 г., и няма процес на раздържавяване, дефицитите в икономиката могат да се покриват от спестяванията и с парична емисия. В анализа се използва бюджетният дефицит като приблизителна оценка на онази част от общия дефицит в икономиката, която се финансира чрез парична емисия (Таблица 9).

Таблица 9

### Основни показатели към брутния вътрешен продукт<sup>1</sup>

(%)

Показатели	1992	1993	1994	1995
Сенъораж	12.5	6.1	4.0	0.9
Инфлационен компонент	9.0	4.5	3.8	0.8
Първично сaldo <sup>2</sup> на републиканския бюджет	-0.5	-1.3	3.3	3.9
Касово saldo <sup>2</sup> на републиканския бюджет	-4.6	-6.8	-3.8	-3.6
Обща потребност от кредит на бюджета	9.1	15.8	11.9	11.8

Забележка: <sup>1</sup> Всички отношения са изчислени на основа на реалната стойност на променливите.

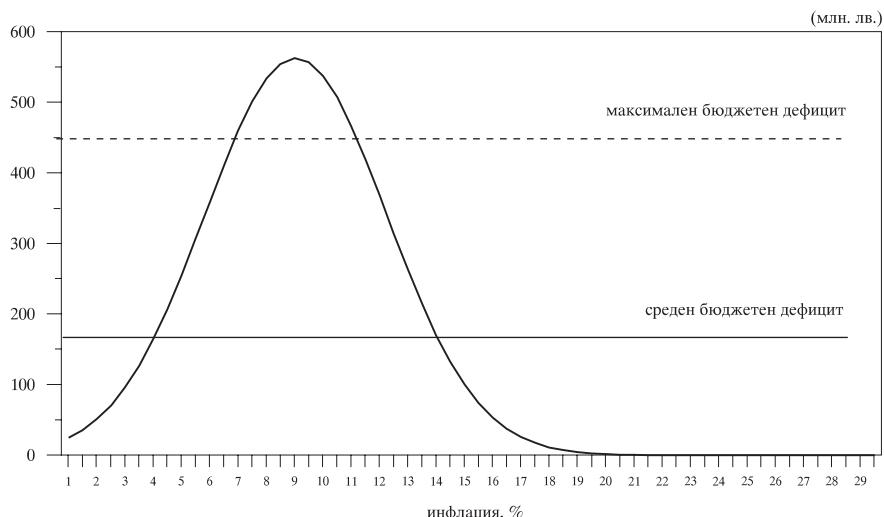
<sup>2</sup> Дефицит (-), излишък (+).

<sup>49</sup> В последващия анализ се използва сенъоражът, изчислен въз основа на нетните взаимоотношения на централната банка с бюджета и рефинансирането на търговските банки.

Трансмисионният механизъм от паричната емисия до инфляцията съдържа редица междинни звена. За периода май 1991 г. – март 1994 г. при наличието на отрицателно първично салдо на бюджета може да се твърди, че връзката между двете променливи е била по-непосредствена. Анализът на Агенцията за икономическо програмиране и развитие върху вида на потребителската функция за България (Петрова и Стоянова, 1996) показва, че населението спестява не повече от 10% от постоянния си доход и следователно по-голямата част от финансовите потоци на бюджета към домакинствата вероятно са били изразходвани за потребление. След кризата от март 1994 г. при постоянно поддържане на първичен излишък бюджетният дефицит е свързан с обслужването на вътрешния и външния дълг на държавата, като свежите пари влизат в банковата система, а от нея се разпределят в зависимост от потребностите ѝ – за закупуване на държавни ценни книжа, предоставяне на кредити за небанковия сектор или закупуване на валута.

**Графика 25**

**Инфлационен компонент на сеньоража, май 1991 г. – март 1994 г.**  
(в реално изражение)



Уравнение:  $\ln INF = 2.368 + 0.877CPI - 0.0485CPI^2$

Източник: БНБ и изчисления на автора.

Иконометричен модел на инфлационния компонент на сеньоража във функция от инфляцията дава възможност да се оцени максималната стойност на инфлационния данък, както и структурната промяна в поведението на променливите след критичната точка – март 1994 г.

За периода до март 1994 г. се наблюдава тенденция към прогресивно намаляване на инфлационния данък и сеньоража като максималната стойност на инфлационния компонент се достига при инфляция 9% на месец (Графика 25). За този период средномесечна инфляция 7% е била

достатъчна, за да се финансира максималният бюджетен дефицит изцяло чрез инфлационния компонент на сеньоража, а средното равнище на бюджетния дефицит се финансира при 4% инфляция.

Получената крива на инфлационния данък за периода до март 1994 г. има две особености: *първо*, тя дава възможност за събиране на висок инфлационен данък при относително приемливи равнища на инфляция; *второ*, преминаването от стабилното решение на системата към нестабилното хиперинфлационно решение става много бързо (*Canavese and Neumann*, 1992). Внезапното ускоряване на инфляцията през март 1994 г. не беше резултат от внезапно увеличение на дефицитите в икономиката, а от систематичното въздействие на инфляцията върху търсенето на пари от населението. Вливането на пари в икономиката чрез сеньоража при неразвития капиталов пазар в страната и ограничения набор от финансови активи<sup>50</sup> предизвика като краен резултат атаката срещу валутния курс. Шоковото обезценяване на лева доведе до ускоряване на инфляцията, което „избута“ икономиката към неблагоприятната дясна страна на Кривата на Лафер. Регистрираната инфляция от 22% през март 1994 г. очевидно представлява хиперинфлационна стойност.

От края на 1993 г. в структурата на спестяванията настъпи съществена промяна (вж. раздел *Валутна субституция*). Валутните депозити започнаха да нарастват с ускорени темпове, а левовите депозити (в реално изражение) започнаха бързо да намаляват, като към края на април 1996 г. представляват около 80% от равнището си в края на 1992 г. Това стесни базата на инфлационния данък, а населението стана високочувствително към всяка промяна в реалната доходност от левовите и валутните активи. Уравнението на инфлационния компонент на сеньоража се изменя значително за периода след март 1994 г.

$$LN(INF) = 1.864 + 0.492\pi - 0.014\pi^2 \quad (2)$$

*t-stat.* (17.8) (15.4) (-9.7)

*R2=0.948; R2adj.=0.94; DW=2.05; F=210.7*

Стойността на инфляцията, която дава максимална стойност на инфлационния компонент на сеньоража, се увеличава на 18 – 21%, а тази на максималния данък намалява (Графика 26). При настъпилото изменение в структурата на Кривата на Лафер е очевидно, че новото средно равнище на бюджетния дефицит може да се финансира при инфляция 9% на месец.

Промяната в поведението на икономическата система след кризата от март 1994 г. дава основание да се направят следните заключения.

*Първо*, финансирането на фискалните и квазифискалните дефицити в икономиката чрез парична емисия ще поддържа високо равнище на инфляция и съответно на лихвения процент.

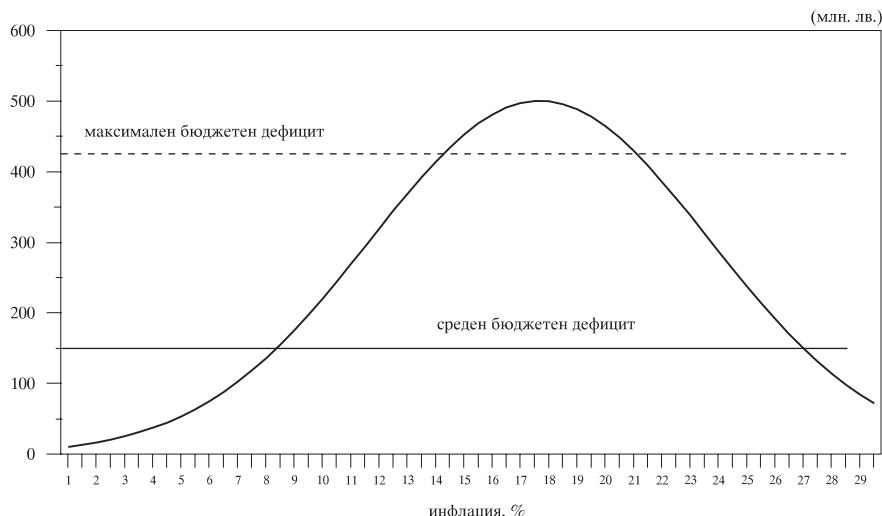
*Второ*, стабилността на валутния курс може лесно да бъде атакувана при промяна в съотношенията между инфляция и лихвен процент.

<sup>50</sup> Паричните средства на населението и фирмите могат да се влагат като левови депозити в банковата система или във валута.

Трето, шоковото обезценяване на валутния курс като резултат от влиянето на ликвидност във финансата система при финансиране на дефицитите с парична емисия неминуемо води до шоково увеличаване на инфлацията и дестабилизиране на икономиката.

**Графика 26**

**Инфлационен компонент на сеньоража,  
март 1994 г. – април 1996 г.  
(в реално изражение)**



$$\text{Уравнение: } \ln INF = 1.864 + 0.492CPI - 0.0014CPI^2$$

Източник: БНБ и изчисления на автора.

### Инвестиционна активност

Основна цел на финансата политика при пазарна икономика следва да бъде създаването на предпоставки за дългосрочен неинфлационен икономически растеж чрез стимулиране на факторите, влияещи върху него. Затова в тази част от изследването ще направим оценка на финансата политика през периода 1991 – 1996 г. на основата на важни показатели за спестяванията и инвестициите, които влияят върху два от факторите на растежа – капитала и технологиите. Динамиката на показателите, които ще бъдат обект на анализ<sup>51</sup>, дава косвена оценка на състоянието на фи-

<sup>51</sup> Разгледаните във втората част на настоящото изследване показатели за плащания баланс по години за периода 1991 – 1996 г. показват, че икономиката (с изключение на 1992 – 1993 г.) е разчитала изключително на местните спестявания като източник на инвестиции. Затова ще ограничим анализа в тази част само до местните спестявания.

нансовата система, тъй като чрез нея се осъществява значителна част от посредничеството за превръщане на спестяванията в инвестиции. Този анализ ще позволи оценката за финансовата политика, провеждана през изминалния период на преход към пазарна икономика, да се допълни и с характеристика на стимулите за дългосрочен растеж, които тя създава.

Колебанията в отношението на брутните спестявания към брутния вътрешен продукт (Таблица 10) за периода 1991 – 1996 г. са значителни. Това отношение рязко намалява през първите три години на периода, нараства бързо през следващите две и спада рязко през 1996 г., за да достигне най-ниското си равнище за разглеждания период. Основен източник на спестяванията са домакинствата. Финансовата система в значително по-малка степен също е източник на спестявания, но за нея е характерен ясно оформен низходящ тренд на спестяванията – до отрицателни в края на разглеждания период. През периода 1991 – 1996 г. правителството и нефинансовите предприятия (с изключение на 1991 г.) са генерирали отрицателни брутни спестявания.

**Таблица 10**  
**Инвестиционна дейност**

(в процент от БВП)

Показатели	1991	1992	1993	1994	1995	1996 <sup>1</sup>
Спестявания (бруто)						
нефинансов сектор	18.3	12.6	6.1	6.9	11.0	5.0
финансов сектор	5.0	-1.1	-0.7	-8.0	2.0	1.0
правителство	8.5	2.0	0.5	4.0	1.7	-2.0
домакинства	-7.0	-0.0	-6.1	-3.2	-2.1	-4.0
Спестявания (нето)	11.7	11.6	12.4	14.1	9.3	9.0
нефинансов сектор	4.3	-0.3	-7.2	-3.3	2.1	-5.0
финансов сектор	-6.6	-10.5	-10.1	-14.8	-3.5	-3.0
правителство	8.5	1.9	0.4	3.8	1.5	-2.0
домакинства	-8.1	-1.2	-7.2	-3.7	-2.6	-6.0
Инвестиции (бруто)	10.5	9.5	9.8	11.4	6.8	6.0
нефинансов сектор	22.6	19.9	15.2	9.4	14.4	8.0
финансов сектор	19.4	15.1	11.3	2.2	7.2	5.0
правителство	0.2	0.3	0.5	1.2	2.5	0.0
домакинства	2.5	3.1	2.3	1.8	0.9	1.0
Инвестиции в осн. капитал (нето)	0.4	1.3	1.1	4.2	3.9	2.0
нефинансов сектор	4.2	3.3	-0.4	3.6	5.4	2.0
финансов сектор	3.7	2.0	-1.2	0.7	2.0	3.0
правителство	0.2	0.2	0.3	1.2	2.2	0.0
домакинства	1.1	1.5	1.2	1.2	0.3	1.0
Депозити <sup>2</sup>	-0.8	-0.4	-0.6	0.4	0.9	-1.0
	53.0	62.3	60.0	54.1	53.0	46.0

<sup>1</sup> Оценка на база данни за първото шестмесечие на 1996 г.

<sup>2</sup> Средногодишен размер на всички банкови депозити.

Източник: НСИ, БНБ, изчисления на авторите.

Тенденциите в динамиката на брутните спестявания показват, че определящи са спестяванията на населението. Този компонент на брутните

спестявания през анализирания период зависи в значителна степен от текущия доход. В годините, когато рестрикцията върху доходите отслабва (1992 – 1993 г.), склонността на домакинствата към спестяване относително се повишава. Затова твърденията на АИПР, че спестяванията са „функция преди всичко на неопределенността, с която се сблъскват спестителите“<sup>52</sup>, не могат да бъдат приети безрезервно.

Динамиката на брутните спестявания в останалите сектори на българската икономика показва редица негативни тенденции. *Първо*, нефинансовите предприятия не генерират спестявания след 1991 г. *Второ*, правителството не проявява склонност към балансиране на приходите и разходите си. *Трето*, финансата система последователно се дестабилизира и декапитализира в резултат на горните две тенденции и в края на разглежданния период също престава да бъде източник на спестявания.

Посочените тенденции ясно показват, че спестяванията на населението постепенно се превръщат в единствения източник на ресурси за покриване на загубите на всички други сектори на националната икономика. Въпрос на време е населението, осъзнавайки ситуацията, да оттегли доверието си във финансовата система. Следователно липсата на строга финансова дисциплина най-вече на правителството и нефинансовия сектор през изминалния период залага сериозни предпоставки за ново бъдещо понижение на местните спестявания. Това ще има съответно неблагоприятни последици върху растежа на икономиката, които могат да се избегнат единствено ако в същото време се променят тенденциите в платежния баланс и страната получи значително външно финансиране.

Динамиката на отношенията на нетните спестявания към БВП също дава доказателства за съществуването на негативни за икономическия растеж тенденции, залагани в периода след 1991 г. (Таблица 10). От 1993 г. нетните спестявания са отрицателни, като през 1993 – 1994 г. за тази тенденция допринасят правителството и нефинансовия сектор. През 1995 г. финансата система също генерира отрицателни нетни спестявания.

Динамиката на банковите депозити като дял от БВП след 1993 г. потвърждава, че домакинствата са рационални в поведението си и постепенно, с постъпването на информацията за увеличаване на проблемите в банковата система, намаляват доверието си в нея. Съотношението банкови депозити/БВП през 1996 г. пада под 50%, което вероятно е прагът, под който започва процесът на дезинтеграция на банковото посредничество.

Делът както на брутните, така и на нетните инвестиции в БВП показва трайна тенденция към намаление след 1991 г.<sup>53</sup> (Таблица 10). През отделни години в някои от секторите на местната икономика дори има но-

<sup>52</sup> Вж. Агенция за икономическо програмиране и развитие към Министерството на икономическото развитие, „Структурни проблеми и икономическата криза през първата половина на 1996 г., шестмесечен доклад“, 1996, с. 4. Под „неопределенност“ от авторите на доклада се разбира нестабилността на лихвенияте проценти и валутния курс.

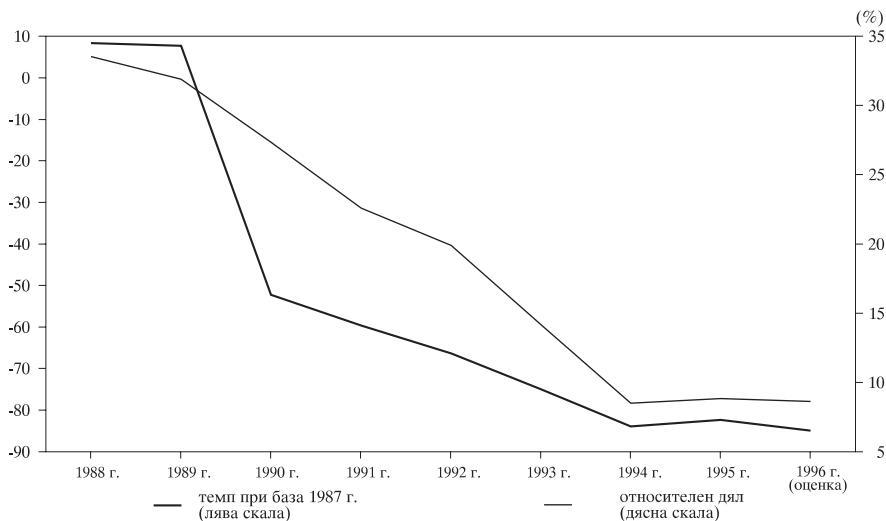
<sup>53</sup> Трябва да се има предвид, че през 1992 – 1993 г. с нормативни актове са осъществени единократни преоценки на дълготрайни материалини активи и незавършено строителство, което изкуствено завишава размера на инвестициите в икономиката.

минално намаление на капитала, за което говорят отрицателните знаци пред някои от коефициентите в Таблица 10. В реално изражение инвестициите в икономиката за периода 1991 – 1996 г. също имат трайна тенденция към понижаване (Графика 27). Тези резултати показват, че финансовата политика през периода 1991 – 1996 г. не е успяла да неутрализира негативния ефект от икономическите шокове. Същевременно тя е допуснала това да се разпространи върху новосъздаващата се финансова система, което намалява доверието в нея, изразено чрез изтегляне на спестяванията на населението от системата.

От направения анализ на динамиката на спестяванията и инвестициите през периода 1991 – 1996 г. следва, че финансовата политика не е съдействала за стимулиране на спестяванията като един от факторите на дългосрочния икономически растеж. Напротив – тя дори е довела до постепенно понижаване на доверието върху финансова система с критична точка, достигната в края на разглеждания период. През 1996 г. започва процес на дълбока криза на банковото посредничество и вече става невъзможно използването дори на положителния ефект от краткосрочното увеличаване на нормата на спестяване като фактор за промяна на равнището на реалния БВП.

**Графика 27**

**Темп на растеж на инвестициите и техният дял в БВП  
(1988 – 1996 г.)**



Източник: БНБ.

---

## **Заключителни бележки**

Целта на изследването, формулирана в увода, беше да даде отговор на въпроса, защо прилаганите инструменти на финансовата политика не доведоха до трайно стабилизиране на икономиката след либерализацията на основните пазари през февруари 1991 г. В обобщение и като заключение на анализа може да се даде отговорът, че неефективността на провежданата финансова политика в България произтича от непрекъснатото отлагане на структурната реформа и неадекватната законодателна рамка, която противоречи на принципите на пазарната икономика. Поставени в капана на хроничните дефицити, генериирани от реалния сектор, фискалната и паричната политика започнаха да се приспособяват към натиска за ликвидни ресурси. В резултат равнището на инфляцията в страната остана високо, а от март 1994 г. вследствие продължителното поддържане на отрицателни лихвени проценти по депозитите стартира интензивен процес на валутна субституция. Това сведе до минимум възможностите на бюджета и на централната банка да провеждат разумна финансова политика. Доларизацията на икономиката на фона на постоянно генериране на загуби се изроди в хиперинфлация.

Преобладаващата все още държавна собственост върху капитала съхранява приската намеса на държавата в управлението на всички икономически процеси и възпроизвежда непазарното поведение и непазарните механизми, както и хроничните дефицити на плановата икономика. Запазването на стария подход на управление в крайна сметка се оказа по силно от декларираните желания за постигане на финансова стабилизация и устойчив икономически растеж. Упоритите диспропорции пречат на икономиката да намери устойчиво равновесно състояние.

Политиката на търпимост към неефективни, икономически нежизненоспособни дейности и структури, както и на увеличаване на държавната намеса в стопанскаят дейност поради страх от пазарните механизми, доведе до състояние на икономиката, което се характеризира с:

- нестабилност на пазарите на стоки и услуги, създавана от високото и често променящо се равнище на инфляцията;
- нестабилност и несигурност на трудовия пазар, причинени от ограниченията финансови ресурси, необходими за провеждане на целенасочена социална политика;
- висок риск и нестабилност на основните финансови пазари (на депозити, кредити, валута и ДЦК), породени от необходимостта да се поддържат високи реални лихви по депозити и кредити, включително и по държавния дълг;
- висока степен на валутна субституция, периодично израждаща се във валутни кризи, поради систематичното нарушаване на лихвения паритет, причинено от фискалния натиск за намаляване на основния лихвен процент.

Нестабилност, несигурност, висок риск, инфлация, валутна субституция, депресия – това са характеристиките на българската икономика след шест години опити за преструктурирането ѝ. Новата стабилизационна програма, която е необходима и неизбежно ще започне да се изпълнява, трябва задължително да съдържа мерки за отстраняване на административния контрол и за бързо развитие на пазарните механизми и институции, за приватизация на държавната собственост чрез намиране на стратегически инвеститори и освобождаване на частната инициатива, за институционализиране на твърдите бюджетни ограничения. Всеки опит да се фетишизира водещата роля на държавата в икономиката, както и способността ѝ да замести преразпределителните функции на пазара, да се настройва обществеността против пазарната логика, е нечестен популизъм, който няма да освободи страната от капана на стопанската нежизнесспособност, декапитализацията, демографския срив и социално-политическия хаос.

Най-важните мерки на бъдещата икономическа политика трябва да бъдат насочени към възстановяване на доверието в националната валута и да включват:

- нова вълна на окончателна либерализация на пазарите;
- равнопоставеност на всички форми на собственост в законите и по отношение на финансовата отговорност (включително по използването на средствата по бюджета и множеството извънбюджетни фондове и сметки);
- незабавно, последователно и необратимо предприемане на необходимите преобразования в държавния сектор чрез широкомащабна и легална, преди всичко касова приватизация;
- радикална реформа в бюджетната сфера, която да въведе нови и по-ефективни начини за финансиране на здравеопазването, социалното и пенсионното осигуряване, както и прилагането на целенасочена селективна политика на финансова подкрепа на най-беззащитните социални слоеве.

Анализът позволи да се изведат параметрите, които определят състоянието и поведението на икономиката в момента. Целите и принципите на бъдещата финансова политика са ясни, както и взаимозависимостта между отделните инструменти, които тя може да използва. Последната стъпка – конкретната количествена оценка на прилаганите мерки – зависи единствено от държавните институции и степента, с която те се придържат към постигането на целите и спазването на принципите.

---

## Библиография

Аврамов, Румен и Камен Генов. *Повторното раждане на капитализма в България. Бюлетин на Агенцията за икономическо програмиране и развитие, София, септември 1994 г.*

Аврамов, Румен и Камен Генов. *Икономиката на прехода: структура и типология на поведение на предприятията от държавния сектор. Банков преглед, 3/1995.*

Балъзов, Здравко. „Болните банки“ и мерките за тяхното оздравяване. *Банков преглед, 3/1995.*

Българска народна банка. Годишен отчет – различни издания.

Българска народна банка. Информационен бюллетин – различни издания.

Вучева, Христина. „Лошите кредити“: институционални и финансови аспекти. Център за изследване на демократията, София, септември 1994 г.

Георгиев, Илиян. *Развитие на инфлационния процес в България след 1991 г., в „Приложения на коинтеграционния анализ (Инфляция. Потребителска функция)“, изд. на Агенцията за икономическо програмиране и развитие, София, юни 1996 г.*

Друмев, Асен. За да се анализира рефинансирането от ДСК, трябва да се познава неговата история. „Банкеръ“, бр. 4/1996.

Канавесе, Алфредо. *България е застрашена от криза като мексиканска. „Пари“, 19.I.1996 г.*

Ненова, Мариела и Алфредо Канавесе. *Модел за въздействие на поведението на държавните предприятия върху инфляцията. Банков преглед, 4/1995.*

Петров, Георги. Ще компенсира ли паричната политика на БНБ блокираните реформи? „Банкеръ“, бр. 4 и 5/1996.

Петрова, Петя и Габриела Стоянова. *Функция на потреблението, в „Приложения на коинтеграционния анализ (Инфляция. Потребителска функция)“, изд. на Агенцията за икономическо програмиране и развитие, София, юни 1996 г.*

Хърсов, Емил. *Банковата система в упадък или пред стабилизация. „Хърсов финанси Ко“, 1994 г.*

Aoki, M. and H. Kim (eds.). *Corporate Governance in Transitional Economies, Insider Control and the Role of Banks. Economic Development Institute Development Studies, The World Bank, February 1995.*

Borensztein, E.R., D.G. Demekas, and J.H. Ostry. *Output Decline in the Aftermath of Reform: The Cases of Bulgaria, Czechoslovakia and Romania. World Bank Discussion Paper No. 196, May 1993.*

Canavese, Alfredo and Daniel Heymann. *Fiscal Lags and the High Inflation Trap. The Quarterly Review of Economics and Finance, Vol. 32 (Summer 1992), No. 2.*

Caprio Jr., Gerard, and Ross Levine. *Reforming Finance in Transitional Socialist Economies, in The World Bank Research Observer, Vol. 9, No. 1, January 1994, pp. 1 – 26.*

Christov, Lyubomir and Alexander Mihailov. *Movement of Capital and Payments. Monetary and Financial Policies and Convertibility of the Bulgarian Lev. Center for the Study of Democracy, Sofia, August 1995.*

Commander, Simon and Fabricio Coricelli (eds.). *Unemployment, Restructuring and the Labour Markets in Eastern Europe and Russia. The World Bank, Washington, 1995.*

- Corrigan, E. Gerald. *A Perspective on Recent Financial Disruptions*. *Quarterly Review, Federal Reserve Bank of New York*, Winter 1989/1990.
- Dornbusch, Rudiger, and Luis Tellez Kuenzler. *Exchange Rate Policy: Options and Issues*, in Rudiger Dornbusch ed., *Policymaking in the Open Economy: Concepts and Case Studies in Economic Performance*. Oxford University Press, 1993, pp. 91 – 126.
- Easterly, William and Klaus Schmidt-Hebbel. *The Macroeconomics of Public Sector Deficits*, The World Bank, WPS 775, October 1991.
- Estrin, S. *Lecture on Privatization in Central and Eastern European Countries at the Fifth Market Economics International School organized by the World Bank Economic Development Institute and the Agency for Economic Cooperation and Development*, Sofia, May – June 1995.
- Ethier, Wilfred J. *Modern International Economics*, 3-rd edition. W.W.Norton & Company, New York, 1995.
- Filosa, Renato. *Money Demand Stability and Currency Substitution in Six European Countries*, Working Paper No. 30. Bank for International Settlements, Basle, November 1995.
- International Monetary Fund. *International Financial Statistics – various issues*.
- Kaminsky, Gabriela L., and Carmen M. Reinhart. *The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems*, Board of Governors of The Federal Reserve System. *International Finance Discussion Papers No. 544*, March 1996.
- Kornai, Janos. *Contradictions and Dilemmas: Studies on the Socialist Economy and Society*, MIT Press, 1986.
- Kornai, Janos. *The Evolution of Financial Discipline under the Post-Socialist System*. *Economic Review (in Hungarian)*, Vol. XL, Budapest, 1993.
- Landesmann, Michael and Josef Poschl. *Balance-of-Payments Constrained Growth in Central and Eastern Europe and Scenarios of East-West Integration*, Research Report No. 222. Vienna Institute for Comparative Economic Studies, Vienna, September 1995.
- Osband, Kent. *Bulgaria's Risky Brady Plan*, Economic Trends in Emerging Markets, Eastern Europe Economic Research. Goldman Sachs, June 1994.
- Rodriguez, Carlos Alfredo. *Macroeconomics of the Public Sector Deficit: The Case of Argentina*. September 1990, paper presented at the World Bank Conference.
- Sundararajan V., and Tomas J.T. Balino. *Issues in Recent Banking Crisis*, in *Banking Crisis: Cases and Issues*, Sundararajan, V. and Tomas J.T. Balino (eds.). IMF, 1991.
- Thorne, Alfredo. *Eastern Europe's Experience with Banking Reform: Is There a Role for Banks in the Transition?* Policy Research Working Paper No. 1235, Washington, D.C. The World Bank, December 1993.
- Tosovsky, Josef. *Comment on the paper of Calvo, Guillermo and Fabricio Coricelli Output Collapse in Eastern Europe: the Role of Credit* presented at the Conference on the Macroeconomic Aspects of Adjustment, Cosponsored by the International Monetary Fund and the World Bank, Washington, D.C. *World Bank Discussion Paper No. 196*, May 1993.
- Zahler, Roberto. *Las Tasas de Interes en Chile: 1975 – 1982*. CEPAL, Santiago, January 1985, unpublished.

## *Приложение I*

## **Съдържание**

Паричен сектор .....	71
Нормативни и институционални промени във финансовата система ....	71
Нормативни промени .....	71
Институционални промени .....	77
Цели и функции на БНБ .....	80
Инструменти на паричната политика на БНБ .....	81
Механизъм на паричната политика .....	87
Междубанков паричен пазар .....	90
Създаване .....	90
Дезинтеграция на междубанковия паричен пазар .....	91

### Нормативни и институционални промени във финансата система<sup>1</sup>

#### Нормативни промени

Направените през 1990 г. принципни изменения в Конституцията на Република България възстановяват свободата на различните форми на собственост и по този начин създават предпоставки за отпадането на държавния монопол в различни области, в т. ч. и във финансата система. В края на 1990 г. обаче дейността на финансовите посредници се регулира все още главно от Указ № 56 за стопанската дейност (13 януари 1989 г.), Правилника за неговото прилагане, Правилника за банките и Закона за уреждане на стари задължения по банкови кредити. Всички тези нормативни актове са наследени от централнопланираната икономика.

През 1991 г. се осъществяват първите стъпки към разработването на ново финансово законодателство, адекватно на изискванията на пазарната икономика за регулирането на финансата система. Народното събрание приема Закон за счетоводството, Закон за статистиката, Търговски закон, Закон за чуждестранните инвестиции, а също и Закон за Българската народна банка (БНБ), който има ключово значение за обособяването и функционирането на двустепенна банкова система в България.

Съгласно Закона за БНБ, приет от Народното събрание през юни 1991 г., тя се обособява като независима от правителството централна банка. Основна нейна задача става поддържането на вътрешната и външната стабилност на националната валута. За изпълнението на тази задача БНБ получава значителни правомощия, най-важни от които са: правото да разработва и провежда национална парична и кредитна политика и правото да установява и поддържа международен (валутен) резерв. В за-

<sup>1</sup> За целите на изследването прилагаме класификация на финансовите предприятия, образуващи финансата система, възприета в международен мащаб. Съгласно изданието на Организацията на обединените нации, Международния валутен фонд, Световната банка, Комисията на Европейската общност и Организацията за икономическо сътрудничество и развитие „System of National Accounts, 1993“ финансовите предприятия могат да се разделят на три големи групи: парични посредници (централна банка и универсални търговски банки); небанкови (вкл. подобни на банките) финансови компании с изключение на застрахователни компании и пенсионни фондове; застрахователни компании и пенсионни фондове. Извън обсега на настоящото изследване остава дейността на втората и третата група финансови компании. Към тях централната банка до края на 1995 г. не е прилагала инструментите на своята парична политика и размерът на техните активи е незначителен в сравнение с този на банките. Допълнителен аргумент дейността на втората и третата група финансови посредници да остане извън обсега на изследването е недостатъчната законодателна регламентация на дейността им, което не позволява набирането на надеждни данни за целите на анализа.

кона ясно са определени взаимоотношенията на БНБ с държавата и търговските банки. Ръководството на банката се отчита пряко на парламента и има точно определен мандат, за който е избрано. Това позволява на БНБ през периода 1991 – 1995 г. да разработва и провежда относително самостоятелна парична политика.

През 1991 г. се поставя началото на процеса на финансова либерализация. Правителството либерализира условията за сделки с чуждестранна валута на територията на страната, като позволя на физически лица да притежават такава валута и да имат депозити, деноминирани в чуждестранна валута. Същевременно то упълномощи БНБ да контролира валутния пазар, като всекидневно котира централен курс на лева към основните чуждестранни валути на базата на пазарните курсове по сделките на търговските банки в съответните валути (ПМС № 15 от 8 февруари 1991 г.). Правителството делегира на БНБ и правомощията да разработва и утвърждава лихвената политика на страната (ПМС № 5 от 18 януари 1991 г.).

Процесът на нормативно регламентиране процесите на финансова либерализация продължи и през следващите две години. През 1992 г. беше приет Закон за банките и кредитното дело, който регламентира банковите сделки и банковата тайна, най-общите правила за учредяване и управление на банките, правилата за тяхното лицензиране и надзор, както и правила за водене на банковата отчетност, за взаимоотношенията на банките с техните клиенти и за някои специфични изисквания при осъществяване на банкови сделки. С приемането на Закона за банките и кредитното дело се създадоха и условията БНБ да разработи и прилага наредби за банков надзор и да ускори развитието на банковата и платежната система. До края на 1993 г. са приети следните наредби за банков надзор:

- Наредба № 2 за разрешенията (лицензиите), издавани от БНБ;
- Наредба № 3 за плащанията;
- Наредба № 4 за провеждане на търгове за междубанкови депозити;
- Наредба № 5 за емитиране на безналични държавни ценни книжа и за реда за придобиването и изплащането им;
- Наредба № 6 за рефинансиране на банките срещу залог и чрез ресконтиране (сконтиране) на търговски ценни книжа;
- Наредба № 7 за големите и вътрешните кредити на банките;
- Наредба № 8 за капиталовата адекватност на банките;
- Наредба № 9 за класифициране на кредитите и образуване на задължителните специални резерви (законови провизии) от банките;
- Наредба № 10 за вътрешния контрол в банките;
- Наредба № 11 за ликвидността на банките.

Както самата централна банка признава в Годишния си отчет за 1993 г. (с. 98), „информацията от банките, съдържаща основните показатели и отчетните данни по наредбите за банков надзор, се представя с големо закъснение, в много случаи е некачествено подгответа и непълна“. Освен това „не е осъществяван системен банков надзор върху валутните операции на търговските банки поради липса на наредби и конкретни изисквания към банките по тези въпроси“.(вж. Годишен отчет на БНБ,

1993 г., с. 98). Годишните отчети на БНБ през следващите две години показват, че тези проблеми продължават да съпътстват работата на банковия надзор, което значително ограничава формулирането и провеждането на последователна парична политика.

С приемането на Наредба № 3 на БНБ се създават възможности за въвеждане на банкови унифицирани стандарти (БУС), описващи конкретни банкови технологии. През октомври 1992 г. в процеса на междубанковите разплащания настъпва съществена промяна с въвеждането на сетьлмент в БНБ. Сетьлментът позволява всички междубанкови платежни операции да се осъществяват при строга последователност, като БНБ при желание от нейна страна може лесно да идентифицира банките неизправни платци, което увеличава значително възможностите за провеждане на гъвкава парична политика.

През 1992 г. и 1993 г. обаче по различни причини започват да се извършват и промени във вече приетите нормативни актове, регулиращи функционирането на финансовата система при пазарни условия. През 1992 г. приетият предходната година закон, регулиращ чуждестранните инвестиции в България, се заменя с нов – Закон за стопанска дейност на чуждестранните лица и за закрила на чуждестранните инвестиции. През 1992 г. няколко месеца след приемането на Закона за банките и кредитното дело се правят и първите поправки в него, а през следващата година се приема Закон за изменение на Закона за банките и кредитното дело, в който се удължава с една година срокът за набиране на основния капитал на държавните банки. Две промени се правят в Наредба № 3 на БНБ и по една – в Наредба № 6 на БНБ и Наредба № 7 на БНБ. Това прави почти невъзможно оценяването на приноса на отделните нормативни промени за развитието на финансовата система и провеждането на паричната политика.

През 1991 – 1993 г. правителството също приема нормативна база за решаване на някои наследени от централнопланираната икономика проблеми, които имат пряко отношение към функционирането на финансова система и влияят върху ефективността на паричната политика. През 1991 г. с решение на правителството е създадена специална правителствена комисия, която на основата на финансов анализ да предложи кои държавни фирми да се ликвидират, като с приходите от ликвидацията се издължи част от банковите им кредити, и кои фирми да получат държавна гаранция за задълженията си към банките. Решението на правителството предвижда и разработването на нови, съгласувани със съответните отраслови министерства, погасителни планове за лошите кредити. В Закона за държавния бюджет за 1991 г. са определени 5 млрд. лв. за държавна гаранция на лоши кредити и за изплащане на кредити и лихви на държавни предприятия към търговските банки, като по-късно тази сума чрез поправка в закона е намалена на 4 млрд. лв. Специалната правителствена комисия не разработва ред за ликвидация на държавни фирми, а само предложение за разпределение на предвидената в държавния бюджет сума по отделни министерства. За набирането на средствата в последните дни на

1991 г. се взема решение (ПМС № 244 от 29 декември 1991 г.) за емисия на държавен облигационен заем за 4 млрд. лв. със срок на погасяване 15 години при 5-годишен грatisен период и лихвен процент, равен на основния, като лихвата се изплаща два пъти годишно – на първи януари и първи юли.

През 1992 г. схемата за поемането като държавен дълг на част от лошите кредити на държавни предприятия към търговските банки е подобна на приложената в предходната година. Сумата, определена за операцията със Закона за държавния бюджет за 1992 г., е 5 млрд. лв., но правителствена комисия се създава едва през ноември с. г. Държавният облигационен заем се еmitира през септември 1993 г. (ПМС № 186 от 24 септември 1993 г.). Той е със срок на погасяване 20 години при 5-годишен грatisен период. Лихвеният процент през първите две години е равен на 1/3 от основния лихвен процент, през третата и четвъртата година – на 1/2 от основния лихвен процент, през петата и шестата година – на 2/3 от него, и от седмата година до погасяването на заема той е равен на основния лихвен процент. Лихвата по облигациите се изплаща два пъти годишно – на първи януари и първи юли. Държавните предприятия, чийто кредити бяха преоформени в държавен дълг, подписаха договори с Министерството на финансите за задълженията си във връзка с преоформянето на кредитите, а отрасловите министерства представиха програми за финансово оздравяване на тези предприятия. Схемата се допълва с решение (ПМС № 234 от 24 декември 1992 г.) за отписване на несъбираеми кредити на еднолични търговски дружества с държавно имущество от кредитните портфейли на търговските банки с над 50% държавно участие за сметка на техните резерви. По тази част от схемата обаче само БНБ отписва заемите, предоставени от фонд „Държавно кредитиране“, в размер на около 7 млрд. лв.

Прилаганият през 1991 – 1992 г. от правителството подход за преструктуриране на портфейлите на държавните банки е много бавен и няма съществен положителен ефект както за подобряване на банковата ликвидност, така и върху структурата на банковите портфейли. Причините са както в малкия обем, в който се извършват мерките, в сравнение с общия обем на наследените лоши кредити от банките, така и в ниската доходност на еmitирани облигации (тези от 1992 г.), което ги прави нетъргуеми на създаващите се финансови пазари. Липсата на положителен ефект върху портфейлите на държавните банки от нормативното решаване през 1991 – 1992 г. на проблемите с част от наследените от централнопланираната икономика кредити обаче накара правителството да възприеме идеята за единократно уреждане на всички тези кредити, в резултат на което в края на 1993 г. то внася в Народното събрание Закон за уреждане на необслужваните кредити, договорени до 31 декември 1990 г. (ЗУНК). Той е приет от Народното събрание на 20 декември 1993 г. Съгласно ЗУНК като държавен дълг трябващ да се поемат всички необслужвани повече от 180 дни кредити, отпуснати до края на 1990 г., и лихвите по тях. Поради възникната правителствена криза в края на 1993 г. не се извършва необходимата

техническа подготовка за осъществяването на самата операция. Така фактическото преоформяне на необслужваните повече от 180 дни кредити на държавни предприятия към държавните банки, отпуснати преди 31 декември 1990 г., се осъществява едва през второто тримесечие на 1994 г. за деноминираните в левове кредити и в началото на третото тримесечие за деноминираните в чуждестранна валута<sup>2</sup>.

Съгласно ЗУНК лошите кредити, договорени преди 31 декември 1990 г., и начислените по тях лихви до 30 юни 1993 г. от държавните търговски банки бяха заменени с 25-годишни държавни дългосрочни облигации (ЗУНК облигации) с 5-годишен грatisен период, носещи лихва, една трета от основния лихвен процент през първата и втората година от емисията, една втора от основния лихвен процент – през третата и четвъртата година, две трети от основния лихвен процент през петата и шестата година, а от седмата до 25-ата година включително – лихвен процент, равен на основния. Изплащането на главницата става след настъпване срока на падеж на облигациите, а изплащането на лихвите – два пъти годишно (на първи април и първи октомври) до падежа на облигациите. Общата сума на емисията на деноминираните в левове облигации беше 32 млрд. лв. в купюри по 1000 лева. Еmitирани бяха и ЗУНК облигации, деноминирани в щатски долари, на стойност 1.8 млрд. щ. д. в купюри по 100 щ. д. Тези облигации са със същия срок до падежа и грatisен период, както и левовите, лихвеният им процент е равен на 6-месечния LIBOR<sup>3</sup> за съответния период, а лихвите по тях се изплащат два пъти годишно (на първи юли и първи януари). В закона беше предвидено лихвите, начислени след 30 юни 1993 г. по необслужваните кредити, договорени до 31 декември 1990 г., да бъдат отписвани за сметка намалението на провизиите на банките. Законът позволя еmitираните ЗУНК облигации да бъдат използвани като залог за рефинансиране на търговските банки от БНБ, както и за участие в приватизацията. В съответствие с това Министерският съвет прие необходимите поднормативни актове – Наредба за реда и условията за придобиване, обслужване и изплащане на държавни дългосрочни облигации (ПМС № 33 от 14 февруари 1994 г.), Критерии за Програмата за финансово оздравяване (ПМС № 45 от 1 март 1994 г.), Наредба за реда за участие в приватизацията на притежателите на държавни дългосрочни облигации, еmitирани по реда на ЗУНК (ПМС № 221 от 22 ноември 1995 г.).

<sup>2</sup> В другите страни от Централна и Източна Европа с централно планирана икономика процесът по уреждане на наследените, но неиздълженни, кредити на държавни предприятия към банките беше осъществен почти веднага след началото на реформите към пазарна икономика. В бивша Чехословакия този процес беше завършен още през 1991 г. с приватизацията на голяма част от предприятията и банките. Законът за финансово преструктуриране на предприятията и банките в Полша действа от март 1992 г. В Унгария и Румъния мерките за решаване на проблемите с лошите кредити в банковите портфели и рекапитализацията на търговските банки ефективно се осъществяват от края на 1991 г. с правителствени мерки, без да е прилаган закон за преструктуриране.

<sup>3</sup> LIBOR (London Interbank Offered Rate) – лихвен процент на предлаганите парични средства на Лондонския междубанков пазар.

В Тарифата за лихвите, таксите и комисионите, прилагани от БНБ по операциите в страната, и Наредба № 6 също бяха внесени необходимите допълнения, за да стане възможно рефинансирането на търговските банки срещу ЗУНК облигациите.

Наличието на гратисен период и по-ниската доходност на ЗУНК облигациите от пазарната, както и концентрирането им в портфейлите на две големи държавни банки предизвикаха само около една година след приемането на ЗУНК нова нормативна намеса на правителството за решаване на проблема с наследените от централнопланираната икономика лоши кредити на Стопанска банка и БСИ „Минералбанк“. С ПМС № 89 от 19 април 1995 г. валутни вземания от правителството по ЗУНК облигации и по ПМС № 234 от 1992 г. се преоформят в левови вземания по новоемитирани държавни облигации за 58.3 млрд. лв. Емитираните левови облигации са с доходност, равна на основния лихвен процент, имат седемгодишен срок до падежа и лихвата е платима два пъти годишно. По-голяма част от тези облигации двете банки вече са продали на БНБ.

Честите промени във вече приетата след 1990 г. нормативна уредба за регулиране дейността на финансовата система продължават с ускорен темп и след 1993 г. През 1994 г., 1995 г. и през първата половина на 1996 г. се правят промени в Закона за БНБ (една промяна, с която през 1996 г. се допуска преждевременно прекратяване на фиксирания срок на мандата на ръководството на банката от Народното събрание и с това се ограничава независимостта ѝ при провеждането на паричната политика); Закона за банките и кредитното дело (3 промени – през 1994 г., 1995 г. и 1996 г.); Наредба № 2 на БНБ (2 промени – през 1994 г. и 1996 г.); Наредба № 3 на БНБ (едно изменение – през 1996 г.); Наредба № 4 на БНБ (едно изменение – през 1994 г.); Наредба № 6 на БНБ (едно изменение – през 1995 г.); Наредба № 7 на БНБ (едно изменение – през 1995 г.); Наредба № 8 на БНБ (4 промени – през 1994 г., 2 промени – през 1995 г. и 1996 г.); Наредба № 9 на БНБ (едно изменение – през 1996 г.). През 1995 г. се приема Наредба за отмяна на Наредба № 4 на БНБ.

През периода от 1994 г. до първата половина на 1996 г. се извършват и значителни допълнения в нормативната уредба за регулирането на финансата система. В края на 1993 г. е приет Закон за уреждане на необслужваните кредити, договорени до 31 декември 1990 г., който ефективно влиза в сила през май 1994 г. През 1995 г. е приет Закон за ценните книжа, фондовите борси и инвестиционните дружества. В същото време БНБ приема Наредба № 15 за реда за продажба чрез търг на движими вещи, заложени в полза на банка (1994 г.), Наредба № 16 за плащанията с банкови карти (1995 г.), Наредба № 17 за прилагането на чл. 29 от Закона за банките и кредитното дело (1995 г.), Наредба № 1 за гарантиране на влоговете в банките (1995 г.), Наредба № 4 за откритите позиции на банките в чуждестранна валута (1996 г.). През 1996 г. действието на Наредба № 1 е временно преустановено с приемането на Закон за гарантиране на влоговете на гражданите в банките. БНБ съвместно с Комисията по унификация на банковите стандарти (КУБС) осъществява през разглеждания

период и принципни промени в банковата платежна система. Приемат се редица нови банкови унифицирани стандарти, чрез които продължава въвеждането на съвременни технологии и форми при банковите разплащания. Наред с това, макар и бавно, се осъществяват и промените в счетоводното отчитане на финансовите сделки. През май 1995 г. БНБ въвежда нов Национален сметкоплан на банките, който не противоречи на приетия през 1992 г. от Министерството на финансите съгласно Закона за счетоводството Единен национален сметкоплан. Той позволява унифициране на счетоводната отчетност на банките, което е предпоставка за повишаване качеството на отчетността в бъдеще.

### **Институционални промени**

От 1 януари 1990 г. Централно управление на БНБ се обособява като централна банка на държавата. БНБ започва постепенно да отхвърля функциите на търговска банка, които до този момент е изпълнявала съвместно с функциите си на централна банка. Окръжните клонове на БНБ, както и някои от другите ѝ регионални клонове в страната, се обособяват като 57 самостоятелни малки универсални търговски банки – акционерни дружества, със 100% държавен капитал, който първоначално е собственост само на БНБ. Останалите клонове и поделения на БНБ стават клонове на новосъздадените банки.

Съществуващите при централнопланираната икономика „специализирани банки“, осъществяващи кредитиране на отделни отрасли, също започват да се превръщат в универсални търговски банки, като получават правото да приемат депозити и да създават клонова мрежа в страната. Те се трансформират в акционерни дружества с държавен капитал съгласно приетия през 1991 г. Търговски закон. Единствено Държавна спестовна каса (ДСК), която е специализирана в предлагане на финансови услуги на населението и е създадена със самостоятелен закон през 1967 г., до края на 1995 г. не е трансформирана в универсална търговска банка и разполага със 100% държавна гаранция на депозитите на граждани.

Внесените през 1990 г. принципни изменения в основния закон на страната – Конституцията на Република България, които възстановяват правото на частна собственост и либерализират движението на стоките, услугите и финансовите активи оказват съществено влияние върху финансовата система. Появяват се първите две частни банки в страната – Първа частна банка (ПЧБ), изцяло с частен акционерен капитал, и Банка за земеделски кредит (БЗК), в която участват и чуждестранни капитали. Те са и измежду първите 11 търговски банки, които получават лиценз да осъществяват банкови сделки освен в страната и в чужбина.

До приемането през 1993 г. на Наредба № 2 за разрешенията (лицензиите), издавани от БНБ (ДВ, бр. 29 от 6 април 1993 г.), централната банка регламентира достъпа до финансовите пазари с отделни решения на управителния съвет. В таблица 1 от това приложение са представени данните, характеризиращи политиката на БНБ по отношение на достъпа на търговските банки до финансовите пазари.

Таблица 1

## Търговски банки в България

Брой	1990	1991	1992	1993	1994	1995
Общо (в края на съответната година)	70	78	59	41	45	47
в т. ч. чуждестранни (>50%)	0	0	0	1	3	5
частни	2	10	14	18	25	29
Лицензириани банки през съответната година	61	8	2	7	10	4
Консолидирани банки през съответната година	0	0	22	29	9	3
Създадени нови групировки от консолидирани банки	0	0	1	4	3	1

Източник: БНБ.

До края на 1990 г. финансовата система се характеризира с липсата на небанкови (вкл. подобни на банките) финансова компании с изключение на държавните застрахователни компании. През 1991 г. и 1992 г. са лицензириани общо 1352 финансова компании с основна дейност покупко-продажба на валута. През следващите две години след приемането на Закона за банките и кредитното дело броят на лицензираните небанкови финансова компании намалява. През 1993 г. те са 461, а през 1994 г. – 531, но през този период наред с компаниите за покупко-продажба на валута (обменни бюра) са лицензириани над 100 финансова и финансово-брекерски къщи. През 1995 г. не са лицензириани небанкови финансова компании. Всички небанкови финансова компании през периода 1991 – 1995 г. са регистрирани с изцяло частен капитал. Броят на фактически действащите небанкови финансова компании през целия период 1991 – 1995 г. е променлив както поради честите изменения в нормативната уредба, изискващи чести пререгистрации, така и поради нестабилната стопанска конюнктура. В края на 1995 г. лицензираните финансово-брекерски къщи са 149, от които 27 все още не са получили право да извършват сделки. Въпреки появата на значителен брой небанкови финансова посредници все още преобладаващата част от посредничеството се осъществява от банките. Индикатор за това е общият размер на балансовите активи на небанковите финансова компании, който също е незначителен в сравнение с този на банките, а също и броят на заетите в тези компании, който е незначителен в сравнение с този в банките. През 1993 г. съотношението балансови активи на небанковите финансова компании/банкови активи е едва 0.5%, а през 1994 г. – 1.6%. Броят на заетите в банките е около 1.5% от работната сила през 1994 г., а в небанковите финансова компании – под 0.5%. Освен това централната банка не прилага към небанковите финансова компании инструментите на своята парична политика.

В периода 1991 – 1995 г. се извършват съществени институционални промени в държавната собственост във финансения сектор, без обаче да

се осъществи приватизация. В края на 1991 г. правителството взема решение за създаването на Банкова консолидационна компания – АД (БКК). През февруари 1992 г. тя е регистрирана в съда – целта ѝ е управление, консолидация и приватизация на държавната собственост в банковата система. На компанията правителството прехвърля за управление всички акции, които дотогава са собственост на държавни предприятия и обединения. В резултат на тази операция правителството става притежател на около 49% от акционерния капитал на БКК, който при учредяването на компанията е на стойност над 1.8 млрд. лв. Акционери в БКК са още БНБ (с 41%) и Българската външнотърговска банка (10%). Те участват в компанията, като заменят собствените си акции в търговските банки с акции на БКК. Никой от тримата акционери обаче няма контролния пакет от акциите на компанията и оттам определяща роля при разработването на програма за постигане на целите на компанията. Първоначално не е предвиден краен срок за съществуването на БКК. В таблица 1 са дадени резултатите от дейността на компанията до края на 1995 г.

БКК като собственик на държавните банки до края на 1994 г. не извършва промени в ръководствата на банките с цел подобряване на тяхното управление. Повечето от държавните банки, дори след осъществяване на консолидационни проекти, продължават да се управляват от мениджърските екипи, които ги ръководят още по времето на централноплатираната икономика. Едва през 1995 г. правителството поема контролния пакет на компанията (чрез безвъзмездно предоставените акции на държавната Булбанк – Българска външнотърговска банка) и извършва значителни промени в ръководствата на държавните банки. Те преминават и на двустепенна система на управление. Новосъздадените надзорни съвети включват представители на собственика – БКК, а управителните съвети, които осъществяват оперативното управление на банките, вече се състоят само от мениджъри.

През 1991 – 1995 г. не настъпват съществени промени в дела на държавния капитал в банковата система въпреки либералната лицензионна политика на БНБ. В края на 1995 г. общият банков капитал в България е на стойност 102.1 млрд. лв., като в банките с преобладаващо държавно участие (над 50% от общия размер на капитала) са съредоточени 70.7% от него. В почти всички търговски банки с преобладаващо държавно участие БКК притежава над 65% от акциите с право на глас.

Приватизация на държавния капитал през 1990 – 1995 г. се осъществява в минимални размери по два начина. *Първо*, през втората половина на 1990 г. непосредствено преди промените в основните инструменти на финансата политика БНБ възприема за кратък период от време политика на масова продажба на акционерното си участие в търговските банки, където е основен акционер. Първоначално като купувачи се допускат само държавни предприятия, а през последното тримесечие на същата година и частни фирми и физически лица. *Второ*, при увеличаване изискванията на БНБ по отношение на минималния капитал за получаване на лицензии за банкова дейност в случаите, когато държавата се откаже от запаз-

ване на дела си при новия размер на банковия капитал. Продажбите на акциите и по двата начина се осъществяват по номинал, размерът им е незначителен и те не се търгуват на борсите. Това се явява предпоставка за ограниченото развитие на пазара на акции у нас.

Собственият капитал на българските банки е недостатъчен. В края на 1990 г. делът му в пасивите им е само 3.3%. Това предполага уязвимост от евентуални шокове (т. е. банковият капитал у нас не може да изпълнява ролята си на буфер срещу тях), както и стимули за управляващите от името на акционерите банкови мениджъри да формират високорискови портфейли. В приетата от БНБ нормативна база до края на 1995 г. е допустима размяна на пакети акции между банките, което прави неефективни изискванията на БНБ за увеличаване на минималния капитал, необходим за получаване на банков лиценз. Едва с промените в Наредба № 2 на БНБ през 1996 г. бе регламентирана необходимостта банките да намаляват собствения си капитал с размера на акционерното си участие в други банки и финансови институции.

## Цели и функции на БНБ

Законът за БНБ, приет през юни 1991 г., вменява като основна задача на банката да въздейства за поддържане на вътрешната и външната стабилност на националната парична единица, като за тази цел тя разработва и провежда съответна парична и кредитна политика. В изпълнение на дефинираната в закона задача БНБ като всяка централна банка формулира и се стреми към конкретна цел по отношение на поне едно от общите финансови условия в страната – количеството или цената на парите. Едновременно с това финансовите условия се явяват и индикатори за постигането на конкретните цели. За целия период от началото на реформата към пазарна икономика цел на БНБ е паричното предлагане. Постигнато ѝ банката осигурява през целия период чрез механизъм, който направлява инструментите на паричната политика<sup>4</sup>. Като оперативни (междинни) цели на паричната политика в този механизъм БНБ ползва кредити в национална валута за нефинансовия сектор (1991 – юни 1994 г.) и паричната база (от юли 1994 г. досега).

Освен постигането на определената със закона основна задача, за което централната банка има функции по провеждането на националната парична и кредитна политика, БНБ има задача да създава и съдейства за поддържане на ефективни платежни механизми. Това определя и водещата роля на БНБ при създаването на националната платежна система, в т. ч. и на междубанковата платежна система. С оглед поддържането и нормалното ѝ функциониране БНБ още от самото си обособяване като централна банка изпълнява и функцията на кредитор от последна инстанция.

<sup>4</sup> На инструментите на паричната политика се спирате по-нататък в този раздел от настоящото приложение, а на нейния механизъм – в раздел **Механизъм на паричната политика**.

Третата основна функция на БНБ, определена със Закона за БНБ, е осъществяването на надзора върху банковата система и кредитното дело. Във връзка с това тя е оправомощена да събира информация, да следи работата на банките, а също и да извършва периодични ревизии и целеви проверки в банките и другите финансови институции. Надзорната функция на БНБ се осъществява през периода 1991 г. – юни 1996 г. от самостоятелно управление в БНБ, чийто ръководител е член на УС на банката.

## **Инструменти на паричната политика на БНБ**

До започването на икономическата реформа в началото на 1991 г. всички свободни средства на ДСК, Държавния застрахователен институт (ДЗИ) и Българска външнотърговска банка се депозират в БНБ. По този начин се осъществява централизиране на паричните ресурси, които заедно с паричната емисия служат за рефинансиране на кредитните институции в страната. Липсва механизъм за разпределение на паричния ресурс между кредитните институции, като почти винаги всяка от тях получава толкова ресурс, колкото е заявила. През 1990 г. БНБ прави първите опити за създаване на пазар на паричния ресурс, като през втората половина на годината започва да сключва договори за предоставянето му за срок от три месеца при спазването от всяка банка на определен кредитен таван. През този период се откриват и разплащателни сметки на търговските банки (без ДСК) в БНБ, което, въпреки че не дава възможност за ежедневен контрол върху банковата ликвидност, съдейства за контрол по спазването на кредитните тавани и дава възможност на БНБ да наблюдава входния поток от парични ресурси в банките. От началото на 1991 г. БНБ се отказва от централизираното разпределение на паричните ресурси, като осигурява под формата на необезпечени депозити до 20% от растежа на кредитния таван през годината. С отказа на банката от централизиране на паричните ресурси и разпределението им на база търсене се създават и условията за привеждане в действие на паричните инструменти.

**Задължителни минимални резерви.** БНБ като централна банка е законово оправомощена да определя дела от привлечените от нефинансови институции депозити, който търговските банки следва да държат като минимален задължителен резерв в централната банка. БНБ може да го променя, като има лимит само на горната му граница – 15% от привлечените от търговските банки депозити. Освен това в рамките на общия лимит централната банка може да определя различни минимални задължителни резерзи за отделните видове депозити, но за периода 1991 – юни 1996 г. тя не се е възползвала от това свое право.

Още от самото начало на реформите БНБ възприема и до средата на 1996 г. прилага процедура за внасяне на задължителните резерви, която не е съобразена с текущото състояние и изменения в депозитната база на търговските банки. Задължителният процент на резервите се прилага към привлечените от нефинансовия сектор депозити към последния ра-

ботен ден на даден календарен месец, а дължимият задължителен резерв се внася от търговските банки до 10 работни дни след неговото определяне в обособена сметка в БНБ. До момента на следващата регуляция в периода от въвеждането на сейтълмент в БНБ през октомври 1992 г. до април 1996 г. централната банка не позволява текущ достъп на търговските банки до тази сметка. БНБ позволява издължаването на задължителния резерв частично да бъде в конвертируема валута, като по този начин допуска колебанията във валутния курс да оказват влияние върху паричната база. Максимално допустимата част от задължителния минимален резерв, която може да бъде внасяна във валута, се определя в процент към привлечените от търговските банки депозити, деноминирани в чуждестранна валута. За периода 1991 г. – юни 1996 г. този процент варира между 25% и 100% от привлечените от търговските банки депозити във валута от нефинансовия сектор. От средата на 1996 г. БНБ декларира намерението си да не разрешава внасянето на минималните задължителни резерви във валута, като по този начин стане възможно тя да установи пълен контрол върху паричната база.

За първи път през 1990 г. БНБ определя задължителен процент по резервите на търговските банки от 5%, като в края на годината го повишива на 7%. Едва от април 1994 г. БНБ увеличи задължителния процент на резервите на 8% и започна активно да го използва като инструмент на паричната политика. Постепенно до средата на следващата 1995 г. БНБ увеличи задължителния процент на резервите до 12%. След временното уравновесяване на финансовите пазари през втората половина на 1995 г. тя започна да го намалява – на 9.5% в края на 1995 г. и на 8.5% при регуляцията за януари 1996 г. След кризата на валутния пазар от април – май 1996 г. БНБ отново започна да увеличава задължителния процент на резервите – от май с един процентен пункт.

Едновременно с активното използване на задължителния процент на резервите от средата на 1994 г. БНБ започва да усложнява процедурата за тяхното определяне, като постепенно я обвързва както с портфейлите на банките от ценни книжа, така и с фонда за гарантиране на влоговете съгласно Наредба № 1 на БНБ. Наред с честите промени на максимално допустимото съотношение между левовите и валутните компоненти на задължителните резерви БНБ обвързва тези промени и с необходимостта да блокираят ДЦК, което допълнително затруднява банките при управление на тяхната ликвидност. С цел облекчаване на управлението на банковата ликвидност от април 1996 г. БНБ позволява текущ достъп на банките до 50% от техните минимални задължителни резерви, като ги прехвърля в разплащателната им сметка. На средномесечна база обаче търговските банки следва да държат остатък по разплащателната си сметка, най-малко равен на дължимия размер на минималните задължителни резерви. При недостиг на средства при регулирането на задължителните резерви в този случай отново се позволява на банките да ползват овърдрафт при наказателен лихвен процент, като едновременно с това БНБ ограничава и максимално позволения достъп до задължителните им резерви.

**Кредитни тавани.** БНБ започва да прилага таваните за нарастване на левовия компонент на кредита за нефинансовия сектор като инструмент на паричната политика през втората половина на 1990 г. Кредитните тавани се определят първоначално за период от три месеца, а от април 1992 г. месечно до окончателното им премахване от средата на 1994 г. Общият кредитен таван за икономиката се приема с решение на УС. Желаното нарастване на левовия кредит за нефинансовия сектор се използва от БНБ като оперативна цел на паричната политика. Кредитният таван се разпределя по банки от БНБ. За превишение на кредитните тавани БНБ предвижда санкции – увеличаване на задължителния процент на резервите на индивидуалните банки нарушители до 8 процентни пункта над задължителния процент на резервите (с други думи – БНБ си запазва право да наказва нарушителите да внасят максималния законово определен задължителен процент на резервите – 15%).

При липсата на финансови инструменти на първоначалния етап от прехода и при ниската степен на развитие на платежната система кредитните тавани се явяват много полезен инструмент, който осигурява в задоволителна степен постигането на конкретните цели на паричната политика през първите две години от реформата. По-нататъшното им прилагане обаче е свързано с проявяване предимно на недостатъците им като паричен инструмент. За намаляване на някои от тях, свързани с продължителното прилагане на този инструмент на паричната политика, БНБ прави известни модификации във формулата за определяне на индивидуалните тавани на банките. От юли 1992 г. тя увеличава теглото на коефициента, отчитащ привлечените от банките депозити, а от началото на 1993 г. включва във формулата и коефициенти, отчитащи дела на собствения капитал в пасивите на банката и дела на високоликвидните активи.

При прилагането на кредитните тавани БНБ, също както и при прилагането на задължителните минимални резерви, усложнява процедурата, като ги обвързва с продажбите на ДЦК на нефинансови институции и изключва при определянето на кредитните тавани някои видове кредити. С развитието на финансовите пазари и платежната система след 1992 г., когато фактическата динамика на левовия кредит за нефинансовия сектор започва да се колебае все по-значително около зададената като оперативна цел величина, БНБ прилага ефективно и санкции към търговските банки нарушители. Броят на санкционирани банки през 1993 г. (вж. Годишен отчет на БНБ, 1993 г., с. 63) показва, че кредитните тавани още тогава са проявили в значителна степен недостатъците си като инструмент на паричната политика.

**Операции на открития пазар.** БНБ е оправомощена от Закона за БНБ да извършва операции с ценни книжа на открития пазар. Решение за осъществяването на тези операции от момента на въвеждане на този инструмент в началото на 1993 г. до създаването на Комитета по паричната политика през септември 1994 г. се взема съвместно от управлението „Левови операции“ и „Държавни кредити“ в БНБ. Те определят дневния

обем на желаните от централната банка покупки и продажби. Изпълнението и осчетоводяването на операциите се извършва в управление „Левови операции“. Дилърите от управлението до точно определен час на деня събират оферти на банките. След като информацията за всички оферти за деня е събрана, началникът на управлението преценява оферти и избира най-добрите в рамките на определения от Комитета по паричната политика обем.

БНБ извършва операции на открития пазар само с ДЦК. Голяма част от операциите на открития пазар (обикновено над 90% от месечните обеми) са под формата на т. нар. репоспоразумения, а останалата част – под формата на крайни покупки и продажби. От средата на 1995 г. репосделките от типа „покупка с уговорка за обратна продажба“ се съществяват основно чрез провеждане на ежеседмични търгове със срочност 14 дни, на които се формира и цената на сделките. Цените на репосделките от вида „продажба с уговорка за обратна покупка“ се определят ежедневно от Комитета по паричната политика, като се спазва диференциация на цените в зависимост от срока на сделките. Това доведе и до съществено увеличаване на срока, за който се сключват тези сделки, а оттам и на средния срок на една сделка на БНБ на открития пазар. От 18 дни през 1993 г. средният срок на репосделките през 1994 г. беше намален до около 5 дни, докато през 1995 г. се увеличава отново – до около 14 дни.

Операциите на открития пазар имат значителни предимства за по-финото регулиране на свободните резерви на търговските банки, които се проявяват и в нашите условия, тъй като централната банка не е ограничена от количеството на еmitирани ДЦК. Докато през 1993 г. портфейльтър на БНБ е по-малко от 3% от общата емисия в обращение на ДЦК, то през 1995 г. нейният портфейл надхвърля 5% и УС на БНБ приема решение, с което определя максималния размер на портфейла на БНБ от ДЦК на 7% от общия размер на емисията в обращение. Централната банка има и инициативата за провеждането на операции на открития пазар, като може сама да определя ежедневните им обеми. Операциите на открития пазар позволяват на БНБ да получава също допълнителна информация за въздействието на пазарните фактори.

**Ломбардни кредити.** Съгласно Закона за БНБ централната банка отпуска на търговските банки ломбардни кредити срещу залог на злато, конвертируема валута или ДЦК от октомври 1991 г. Лихвеният процент по ломбардните заеми обикновено е равен на основния лихвен процент. От 1995 г. БНБ обвързва лихвения процент по ломбардните заеми с този на търговете за репосделки с уговорка за обратна продажба. Тъй като централната банка прилага различни изисквания (наред с лихвените проценти) за обема на залога през периода 1991 г. – юни 1996 г., е много трудно определянето на ефективната доходност на БНБ от този инструмент. Ломбардните заеми са с тримесечен срок, като е възможно даден кредит от този тип да бъде предоварян. Решение за отпускане на ломбарден заем се взема от УС на БНБ, затова този инструмент трудно може да бъде използван гъвкаво за регулиране на общата ежедневна ликвид-

ност на търговските банки. Ломбардните заеми като инструмент на паричната политика обаче съдействат за подобряване структурата на индивидуалните банкови портфейли чрез увеличаване на тяхната ликвидност и намаляване на риска.

Първоначално предоставяните от БНБ ломбардни заеми са предимно срещу залог на конвертируема валута. След емитирането на ЗУНК облигациите в средата на 1994 г. търсенето на ломбардни заеми срещу залог на ДЦК значително се увеличава и в средата на следващата година делът на ломбардните заеми, отпуснати от БНБ срещу такъв залог, заема около 60% от общото рефинансиране на търговските банки в национална валута. След замяната на част от ЗУНК облигациите с деноминирани в левове седемгодишни ДЦК с доходност, равна на основния лихвен процент, през май 1995 г. делът на ломбардните заеми в общото рефинансиране в национална валута рязко се понижава. В края на май 1996 г. той е едва около 7%. В края на предходната година БНБ преустановява и предоставянето на ломбардни заеми срещу залог на конвертируема валута с цел постигане по-пълен контрол върху паричната база, като се ограничава влиянието на колебанията на валутния курс върху нея.

**Сконтови кредити.** Съгласно Закона за БНБ централната банка отпуска на търговските банки сконтови кредити в национална валута, като ресконтира ценни книжа от октомври 1991 г. За банки – първокласни заемополучатели, лихвеният процент по сконтовите заеми е с един пункт по-нисък от основния лихвен процент, а за останалите банки заемополучатели – с един или два пункта по-висок от основния лихвен процент. От 1995 г. БНБ обвързва лихвения процент по сконтовите заеми с този на търговете за реподелки с уговорка за обратна продажба. Определянето на ефективната доходност на БНБ при този инструмент е също много трудно, както и при ломбардните заеми, защото за периода 1991 г. – юни 1996 г. освен лихвени проценти БНБ е прилагала и различни сконтови кофициенти при сконтирането на търговските ценни книжа. Решение за отпускане на сконтов кредит се взема от УС на БНБ, затова този инструмент също трудно може да бъде използван гъвкаво за регулиране на ежедневната ликвидност на търговските банки. Използването на сконтовите заеми като инструмент на паричната политика обаче е добър индикатор за трансакционното търсене на пари, те са и средство за монетизация на търговския кредит.

Сконтовите кредити в национална валута като инструмент на паричната политика имат ограничено приложение на първоначалния етап от реформата поради отсъствието на банкови продукти, които да съдействат за разширяване емисията на търговските ценни книжа. В края на май 1996 г. делът на сконтовите кредити в национална валута е едва около 1.5% от общия обем на рефинансирането на търговските банки в национална валута. Ограничено използване на сконтовите кредити на настоящия етап е свързано и с решението на БНБ от 1995 г. временно да преустанови ресконтрирането на търговски ценни книжа, издадени от банки и сконтирани от други банки.

БНБ използва от октомври 1991 г. и сконтовите кредити в чуждестранна валута (щатски долари или германски марки) като инструмент на паричната политика. Тези кредити също се отпускат само с решение на УС на БНБ и не съдействат за гъвкавото регулиране на ежедневната банкова ликвидност. Сконтови кредити в конвертируема валута се предоставят на банки, обслужващи фирми, чиято дейност има сезонен характер, но постъпленията им са предимно в конвертируема валута. Те се използват от централната банка най-вече за да се избегне влиянието на нерегулярното търсене на големи обеми чуждестранна валута върху колебанията на валутния курс. Отпускат се за срок от три месеца при лихвен процент от 9 на сто независимо от валутата, в която са деноминирани. От 1994 г. БНБ възприе политика на постепенно ограничаване на сконтовите кредити, деноминирани в чуждестранна валута, за да се осигурят необходимите валутни резерви за посрещане на плащанията по външния дълг на страната. В края на април 1996 г. БНБ е предоставила сконтови заеми, деноминирани в чуждестранна валута, за около 58 млн. щ. д., което е с 31.7% по-малко с сравнение с края на 1994 г.

**Краткосрочни необезпечени кредити.** Тези кредити в национална валута се предоставят на банките с трайни проблеми с ликвидността. За тях е необходима обосновка от банката и план за възстановяване на нейната ликвидност. БНБ въвежда този инструмент през октомври 1992 г. в изпълнение функцията си на кредитор от последна инстанция. Първоначално заемите са с падеж до един месец и наказателен лихвен процент – 7 процентни пункта над основния. След като значителен брой банки започват да изпитват трайни затруднения с ликвидността, от началото на 1995 г. БНБ модифицира действието на този инструмент на паричната политика. Във функцията си на кредитор от последна инстанция БНБ предоставя тримесечни краткосрочни необезпечени кредити при лихва 0.5 пункта над основния лихвен процент.

От 1992 г. БНБ предоставя (във функцията си на кредитор от последна инстанция) и краткосрочни необезпечени кредити, деноминирани в чуждестранна валута. Лихвеният процент по тези кредити в конвертируема валута е между 6.5% и 8% за деноминираните в щатски долари кредити и 7% за деноминираните в германски марки. Обемът на краткосрочните необезпечени валутни кредити е променлив, като стремежът на БНБ е той да не превишава размера на депозираните от банките задължителни минимални резерви в конвертируема валута. Така се допуска този инструмент на паричната политика да повлияе съществено върху размера на валутните резерви, но с използването му се ограничават възможностите на БНБ за постигане на желаната оперативна цел по отношение на паричната база.

**Овърдрафт.** Това е автоматичен заем в национална валута за покриване недостига на пари по разплащателните сметки на търговските банки в БНБ или за недостиг на пари при регулацията на задължителните минимални резерви. БНБ въвежда този инструмент заедно със сътърмента през октомври 1992 г. Лихвеният процент по него обикновено е значи-

телно по-висок от основния лихвен процент, като БНБ променя размера на надбавката над основния лихвен процент в случаите, когато желае допълнително да обезсърчи банките да го ползват.

През април 1996 г. БНБ модифицира действието на този инструмент и значително намали размера му, след като разреши на търговските банки да имат достъп до 50% от задължителните си минимални резерви и да ги прехвърлят в разплащателната си сметка. От около 2 – 5 млрд. лв. в края на 1995 г. остатъците му след приключване на ежедневните разплащания между търговските банки в края на май са сведени до 0.3 млрд. лв. Банките продължават обаче да изпитват недостиг на ликвидност дори и след разрешаване на достъпа им до разплащателните сметки.

**Търгове на депозити.** БНБ започва да прилага този инструмент на паричната политика през септември 1991 г. Търговете се организират съгласно специално приета от БНБ Наредба № 4 от 1991 г. и се провеждат два пъти месечно до средата на 1994 г. На търговете се допуска да предлагат паричен ресурс и търговските банки, което създава добра основа както за създаването на междубанков паричен пазар у нас, така и за оценка на търсенето на краткосрочен ресурс на първоначалния етап от реформите. Сроковете на разменяните ресурси са фиксирани – 1 месец, а лихвеният процент на търговете се явява важен индикатор за цените на търсения от банките ресурс. Достигнатите равнища на лихвените проценти на търговете имат влияние и върху цените на ресурсите на междубанковия пазар.

**Основен лихвен процент.** Още преди началото на процеса на финансова либерализация през януари 1991 г. правителството (ПМС № 5 от 1991 г.) делегира правото на БНБ да определя основен лихвен процент. През ноември същата година БНБ приема (първоначално временна) Тарифа за лихвите, таксите и комисионите, които БНБ прилага по левовите си операции в страната. Чрез нея промените в основния лихвен процент се обвързват с динамиката на лихвените проценти по прилаганите от БНБ инструменти на паричната политика. БНБ активно използва през целия период от началото на реформите основния лихвен процент за регулиране на лихвените диференциали по различните финансови инструменти така, че да осигури по-висока ефективна доходност по инструментите, деноминирани в национална валута, в сравнение с тези, деноминирани в чуждестранна валута. Това намерение на централната банка е консистентно с постигането на заложената в Закона за БНБ основна задача. Все още обаче на този етап остава неясен подходът на БНБ при определянето на един или друго конкретно равнище на основния лихвен процент.

## **Механизъм на паричната политика**

Въпреки че БНБ не е декларирала ясно механизма на своята парична политика за целия разглеждан период, от прилаганите инструменти и от оперативните ѝ цели може да се обособят ясно два принципни механизма в нейната практика. Първият механизъм е характерен за периода 1991 г. –

юни 1994 г., когато като оперативна цел на централната банка се прилагат кредитните тавани, а същевременно те са и основен инструмент на паричната политика. Вторият механизъм е характерен за периода юни 1994 г. – юни 1996 г., когато като оперативна цел на паричната политика започва да се използва паричната база, а постепенно след премахването на кредитните тавани като основен паричен инструмент се налагат операциите на открития пазар.

Първият механизъм за провеждане на паричната политика се използва от централни банки, които нямат опит в провеждането на парична политика, каквато е и БНБ в началото на 1991 г., а финансовите пазари и платежната система не са развити и на тях липсват характерните за развитите пазарни икономики финансови и платежни инструменти. В основата на този механизъм на паричната политика е тъждеството, заложено в консолидирания паричен отчет.

$$NFA + NCG + CNFS + OIN = M \quad (1),$$

където:

*NFA* – нетни чуждестранни активи на банковата система;

*NCG* – нетен кредит за правителството от банките;

*CNFS* – кредит за нефинансовия сектор в национална валута;

*OIN* – други позиции (нето);

*M* – парично предлагане (широки пари).

При зададената от горното тъждество най-обща принципна схема размерът на нетните чуждестранни активи се прогнозира на базата на очакваното състояние на платежния баланс за съответният период, а нетният кредит на правителството се прогнозира на базата на проектираното финансиране на бюджетния дефицит от банковата система (чрез преки кредити или чрез покупка на държавни ценни книжа от банките). Величината на *OIN* също се определя лесно, тъй като след приспадането на курсовите разлики, които показват разликата между пазарната и счетоводната стойност на валутните активи, този показател има прогнозирам дял към ЕВП. В зависимост от желаното равнище на паричната маса се определя и желаният таван за растеж на левовия кредит за нефинансовия сектор. По-нататък желаният общ кредитен таван за банките се разпределя по банки от БНБ в различен времеви разрез.

Вторият механизъм за провеждане на паричната политика, характерен за периода след появата и утвърждаването на някои нови за нашите пазари финансови и платежни инструменти, е свързан с желанието и необходимостта за по-финото регулиране на банковата ликвидност, за да бъде постигната конкретната цел на паричната политика по отношение на паричното предлагане. Това налага БНБ да използва по-активно т. нар. индиректни парични инструменти (всички разгледани в предходния раздел с изключение на кредитните тавани).

Изходна основа при този механизъм е уравнението за връзката между паричното предлагане и паричния мултипликатор.

$$M = m \cdot MB \quad (2),$$

където:

*m* е паричен мултипликатор;

*MB* – парична база.

Взаимодействието на двета елемента от дясната страна на горното уравнение осигурява желания размер на паричното предлагане. Прогно-зирането на паричния мултипликатор в случая е свързано с изучаването на еластичностите на търсенето на финансови активи ( налични пари или депозити) при изменението на паричните инструменти, както и с изучава-нето на предпочтенията на икономическите агенти. Измененията в па-ричната база в случая зависят изцяло от БНБ (или най-малко от нея зави-си така да настрои паричните инструменти, че да направи контролируема паричната база). Като се има предвид кои са основните елементи на па-ричната база и ограниченията, наложени от съществуването на банковите баланси, следва уравнението, обуславящо както равновесието на паза-ра на банкови резерви, така и необходимостта от фино регулиране на банковата ликвидност:

$$TR = RR + ER = CDMB + OMO \quad (3),$$

където:

*TR* – общи резерви на търговските банки;

*RR* – задължителни минимални резерви на търговските банки;

*ER* – свръхрезерви на търговските банки;

*CDMB* – рефинансиране на търговските банки от БНБ (вземания на БНБ от търговските банки);

*OMO* – нетни операции на открития пазар на БНБ за предоставяне на резерви на търговските банки.

Прилагането на този механизъм на паричната политика у нас обаче е ограничено най-малко от два фактора. *Първо*, консервирането на наследе-ната от централнопланираната икономика структура на индивидуалните портфели на държавните банки, която поддържа на постоянно високо равнище търсенето на рефинансиране. БНБ не може да откаже задоволя-ването на това „екзогенно зададено“ търсене, без да наруши нормалното функциониране на платежната система. *Второ*, процедурата за внасяне на минималните задължителни резерви, която не отчита текущите изме-нения в депозитната база на банките. Тя налага БНБ да се намесва, за да осигури ликвидност в случаите, когато депозитната база в текущия пери-од е по-малка от тази, върху която са внесени задължителните резерви, и обратно. Горните две ограничения залагат възможности централната банка невинаги да е в състояние да постигне желаната от нея конкретна цел. Това предполага както корекции в прилагането на инструментите на паричната политика (зависещи изцяло от БНБ), така и структурни про-мени в икономиката с цел преодоляването на наследената структура на индивидуалните банкови портфели (които са въобще извън контрола на

БНБ), защото БНБ не може да нарушава балансовите изисквания, зададени с уравнение (3).

## **Междубанков паричен пазар**

### **Създаване**

Междубанковият паричен пазар бе създаден през 1991 г. по инициатива и с активното съдействие на БНБ, след като тя започва да изпълнява ролята на централна банка. БНБ изоставя административното разпределение на финансовите ресурси между банките, което е осъществявала при централнопланираната икономика, и постепенно създава чрез междубанковия пазар един от механизмите за по-ефективно използване на временено свободните пари. Необходимостта от такъв пазар е продиктувана както от желанието за прекратяване на автоматичното („при поискване“) безвъзмездно предоставяне на паричен ресурс в национална валута на търговските банки от БНБ или ДСК, характерно за плановата икономика, така и от ниската степен на развитие на финансовите пазари, характеризираща се с липсата на ценни книжа.

Като първа стъпка към създаване на междубанков паричен пазар БНБ започва организирането на редовни търгове за предоставяне на необезпечени депозити между банките (на всеки 15 дни от 15 септември 1991 г.). На тях търговските банки можеха конкурентно да получат пари или да предоставят свободния си паричен ресурс. Тези търгове са полезно средство за:

- регулиране на общата банкова ликвидност;
- намаляване на алтернативните разходи на банките, разполагащи със значителни свръхрезерви, в условията на използване на кредитните тавани като инструмент на паричната политика;
- осигуряване на ликвидност на големите държавни банки, наследени от централноплановата икономика и неразполагащи с депозитна база, на конкурентна основа.

През септември 1991 г. другият източник на ресурси при плановата икономика – ДСК, съгласувано с БНБ въвежда пазарни принципи при рефинансиране на новосъздадените на основата на бившите клонове на БНБ малки държавни търговски банки. Дотогава клоновете на ДСК се обслужват от тези на БНБ и последните на практика ползват бесплатно паричния ѝ ресурс. Около една година по-късно (през ноември 1992 г.) ДСК въвежда и задължителна минимална цена при рефинансирането на всички търговски банки. Така се създават предпоставки за обмен на временно свободни парични ресурси между търговските банки на пазарен принцип при водеща роля на ДСК, която осигуряваше голяма част от ресурсите.

С въвеждането на държавните ценни книжа като нов за нашите пазари финансов инструмент от началото на 1993 г. и бързото увеличаване на общата им емисия в обращение БНБ се ориентира към, макар и бавно,

преструктуриране на инструментите на своята парична политика и постепенно се оттегля от участието си на междубанковия паричен пазар. Първоначално през 1993 г. тя намалява ресурсите, с които участва на търговете за депозити, а от средата на 1994 г. прекратява използването им. Същевременно появата на парични дилъри улеснява срещата на търговските банки на междубанковия пазар. Той получава допълнителни стимули за развитие след намаляване на ограниченията за предоставяне на кредит за реалния сектор чрез увеличаване тежестта на привлечените средства при определянето на кредитните тавани от началото на второто тримесечие на 1992 г. и с окончателното премахване на кредитните тавани като инструмент на паричната политика от юни 1994 г.

### ***Дезинтеграция на междубанковия паричен пазар***

От началото на 1993 г. БНБ въвежда операциите на открития пазар като инструмент на паричната си политика. Поради конкурентната доходност и по-ниския риск на този инструмент намалява предлагането на свободни ресурси на междубанковия паричен пазар. Все по-често се появява свръхтърсение на междубанковия пазар и постепенно всички участници започват да прилагат изисквания за обезпечение. При липсата на традиции в предоставянето на паричен ресурс между банките горните две тенденции бързо водят до дезинтеграция на междубанковия паричен пазар. Доказателство за нея са големите отклонения на месечните обеми на търговията от средномесечния обем на пазара за периода 1994 – 1995 г. Намаляват и сроковете, за които се сключват сделките на междубанковия пазар. Започна стриктно прилагане на кредитното разпределение. То въди до пълното изчезване на необезпечените депозити и на междубанковите кредити на междубанковия пазар или междубанковите депозити започват да се търгуват само „на виждане“. Прилагането на инструменти за обезпечено финансиране намалява мобилността на свободните парични ресурси и гъвкавостта на междубанковия паричен пазар.

Тенденциите към дезинтеграция на междубанковия паричен пазар след оттеглянето на БНБ са продиктувани от неспособността дори на централната банка при съществуващата законова рамка да осигури равнопоставеност на новосъздаваните частни и малки държавни банки (бивши окръжни клонове на БНБ) със съществуващите при централноплатформата икономика големи държавни банки на основните финансови пазари у нас – кредитния и депозитния. Това предопределя и формирането на олигополистичен тип конкуренция в българската банкова система. Основен конкурент на новосъздадените банки на депозитния пазар е ДСК, която освен с добре развита и равномерно разпределена клонова мрежа в страната и традиции в обслужване на населението единствена от финансовите институции у нас разполага със законово регламентирана 100% държавна гаранция на депозитите. Използвайки тази гаранция, тя предлага по-ниски от средните пазарни лихвени проценти по депозитите. Още през 1991 г. ДСК изтегля средствата си от обособените малки държавни банки (бивши клонове на БНБ), които са ги ползвали безвъзмездно при

централнопланираната икономика. След 1993 г. ДСК постепенно ориентира политиката си само към предоставяне на обезпечени депозити на големи банки. Освен това с малко изключения в периода между 1993 г. и септември 1995 г. частните търговски банки не са допуснати да обслужват депозитните сметки на правителството, които са вторият по значение източник на ресурси за банките у нас, при това на цена, по-ниска от тази на междубанковия паричен пазар. Така още на старта новообразуваните търговски банки са принудени да разчитат главно на по-високи цени, за да привличат депозити от нефинансовия сектор, което води и до увеличаване на риска от тяхната дейност.

На кредитния пазар новообразуваните частни банки следва да се конкурират със специализираните в кредитирането на държавните предприятия при плановата икономика големи държавни банки. Последните имат на своя страна традиционните връзки с държавните предприятия и разполагат с информацията за състоянието им и за техните проблеми, както и за проблемите на целия индустриски сегмент в кредитирането, в който бяха специализирани. Така новосъздадените частни банки са принудени да се насочат предимно към кредитиране на инвестиционни проекти на изграждащия се частен сектор. Те нямат традиционни връзки с този сектор, не познават спецификата на бизнеса му и перспективите за него. При прилагането на тавани върху левовия кредит за нефинансовия сектор те могат да приемат и отхвърлените от държавните банки проекти за кредитиране на държавни предприятия, тъй като не бяха обременени с наследени от плановата икономика лоши кредити. Тъй като рисът и при тази категория банки е предимно за сметка на депозиторите, поради ниската капиталова адекватност тези банки имат стимули да го преебрегват, като не прилагат стриктно кредитното разпределение. Така на първоначалния етап от прехода към пазарна икономика се създават предпоставките за морален хазарт и в частния сектор както на дължниците към банките, така и на банките към техните кредитори.

Малките държавни търговски банки са в най-неизгодна позиция при старта на реформите. В резултат на либералният подход при лицензирането им те имат затрудненията на новосъздаваните частни банки, като в същото време невключването им от БКК – АД, в консолидационни проекти ги лишава и от приток на нови ресурси и те бързо изпадат в неплатежоспособност. Неслучайно първите банки, в които БНБ назначи квестори още през 1992 г., бяха някои малки държавни банки – бивши клонове на БНБ.

***Приложение II***

## **Съдържание**

Валутен курс и валутен режим .....	95
Предистория на валутно-финансовите реформи .....	95
Режим на валутен монопол и фиксиран валутен курс .....	95
Основни макроикономически ефекти на фиксирания валутен курс ....	96
Реформата от 1990 г. ....	96
Либерализацията на валутния режим .....	97
Реформата от 1991 г. ....	97
Избор на режим на плаващ валутен курс .....	98
Основни макроикономически ефекти на плаващия валутен курс ....	98
Валутният режим в периода на прехода .....	100
Нормативна основа .....	100
Механизъм на определяне на централен валутен курс .....	100
Конвертируемост на лева.....	101
Характерни особености на валутния режим .....	102
Валутната политика в периода на прехода .....	105
Валутна политика .....	105
Валутен пазар .....	106
Валутен курс .....	106
Валутни резерви .....	107
Ограничения пред валутнокурсовата политика в средносрочен план ...	108
Обслужването на външния дълг .....	108
Шоковете на прехода .....	109
Европейският икономически и валутен съюз .....	110

---

# **Валутен курс и Валутен режим**

## **Предистория на валутно-финансовите реформи**

### ***Режим на валутен монопол и фиксиран валутен курс***

В периода от почти пет десетилетия, предшествал началото на пазарноориентираните реформи в България, държавата по силата на социалистическите принципи и нормативни документи упражняваше валутен монопол и прилагаше режим на фиксиран официален курс на националната парична единица. Подобно регламентиране на правомощията във валутната сфера съответстваше напълно на концепцията за свръхнамеса на „хуманната“ социалистическа държава във всички области на икономиката под предлог „справедливо“ разпределение и преразпределение на благата между населението. В този смисъл и валутният монопол бе резултат от преувеличената *роля на държавата в икономиката*. Той функционираше успоредно с монопола върху външната търговия в рамките на социалистическото планиране и ценообразуване, международното разделение на труда, специализацията и кооперирането между страните – членки на бившия Съвет за икономическа взаимопомощ (СИВ).

По същество *валутният монопол* означаваше, че само определени стопански субекти, при това държавни – т. нар. *външнотърговски организации*, изградени на отраслов принцип, и тогавашната Българска външнотърговска банка (БВБ), която (отново по силата на монополното си положение) обслужваше банково международните сделки на страната, – можеха да оперират с валута в брой или по сметки за целите преди всичко на износа и вноса. Така валутният и външнотърговският монопол взаимно се допълваха и съществуваха, взаимоподдържайки се.

Държавата в лицето на БВБ обявяваше *официален курс* на лева спрямо по-главните международни валути. Незначителни корекции на този официален курс се правеха в началото на всеки месец. През социалистическия период освен официалния курс за преизчисляване на финансовите потоци по международните сделки действаха и множество т. нар. *валутни коефициенти*. Те се прилагаха по отношение на определени стоки и/или стокови групи и определени държави и/или групи държави. Те целяха насърчаване или затрудняване на определен износ или внос. Чрез прилагане на няколко еднообразни валутни коефициенти на най-ниска степен на дезагрегация можеха да се получат и някои масово прилагани за преизчисления курсове, известни през различните периоди под различни названия – като например *търговски курс*, *курс с премия* и др. Подобна система е известна в теорията като *множествен валутен курс* и се свързва с висока степен на администриране на международните сделки и разплащания и отствие на валутен пазар. Тя бе типична за социалистическите държави.

В такива условия у нас – както и в останалите страни от СИВ – логично се бе развил и „черен“ (или както още се нарича „паралелен“) пазар на валута, който функционираше извън закона при близо тройно обезценяване на лева<sup>1</sup> и с висока степен на вероятност за обмен на фалшифицирани банкноти. В този смисъл, граждани можеха да продават и купуват валута на вътрешния пазар единствено нелегално.

### ***Основни макроикономически ефекти на фиксирания валутен курс***

Фиксираният валутен курс се предпочита от социалистическата държава поради *стабилността* си, която е благоприятна при планирането на международните икономически отношения и вътрешните цени особено в подсистема на „взаимоскачени икономики“ като тази в рамките на СИВ. При тоталното заграбване на икономическите лостове за управление от държавата в условията на социализма стабилността на курса е гаранция за неговата предвидимост и податливост на необвързано с фундаменталните фактори на световния пазар регулиране.

Дори и да е изиграл определена положителна роля в началото на „социалистическата индустриализация“, осигурявайки планируемост на икономическата среда – поне в границите на стопанската подсистема на СИВ, в дългосрочен аспект официалният курс на лева, както и самата „социалистическа интеграция“, имаше разрушителни за българската икономика последици. Необоснованото му продължително надценяване е упражнявало постоянен задържащ натиск върху нетния износ на страната.<sup>2</sup> Но което е по-важно и по-лошо, четиридесетилетното развитие на икономиката „под похлупак“ я лиши от възможностите за своеевременна реакция и адаптация към променящите се (особено през 70-те години) икономически реалности в света. Непрекъснато отлаганото приспособяване доведе до взрива от тотална неопределеност в българската икономика веднага след либерализацията и преминаването ѝ на пазарни релси. Негативните ефекти от дългия социалистически „застой“ все още не са изчерпани и ще са нужни още години и много усилия, за да бъдат преодолени. Безспорно значителен принос за подобно неблагоприятно развитие има и фиксираният курс на лева поради добре известното му свойство да не допуска, отлага и забавя периодичната адаптация на икономиката към изменящите се (все по-бързо в края на столетието) външни условия.

### ***Реформата от 1990 г.***

Първите плахи опити за борба с вредните последствия от фиксирания курс в България датират от пролетта на 1990 г. Веднага след едностраничното преустановяване обслужването на външния дълг от българското правителство и като демонстрация на намеренията за ориентиране в посока към пазарни реформи БВБ започна периодично, макар първоначал-

<sup>1</sup> През втората половина на 80-те години.

<sup>2</sup> Този ефект може би все пак не е бил чак толкова решаващ в условията на планиране на потоците от стоки за износ и от внос.

но инцидентно, да провежда *валутни търгове*. Този нов механизъм за формиране на валутния курс бе въведен с приемането на Постановление № 32 на Министерския съвет от април 1990 г. за „регулиране на постъпленията и разходите в конвертируема валута през 1990 г.“ С него валутните коефициенти, разчетната единица „валутен лев“, курсът с премия и официалният курс бяха премахнати. Във валутнокурсовата практика на страната започнаха да се използват само два курса, наречени *основен и пазарен*. Основният курс на лева (приравнен към преобладаващото по то-ва време на черния пазар съотношение от три лева за един щатски долар) се прилагаше по стокови и нестокови плащания между юридически лица. Пазарният курс се формираше на валутните търгове и се прилагаше главно за заплащане на туристически услуги от граждани.

Достигнатият на последния валутен търг курс започна да се приема за пазарноформиран и в такъв смисъл да се предпочита при извършването на обменни операции в брой, т. е. за *периодична (пазарнообусловена) корекция на пазарния курс*. Тази практика продължи не повече от половин година. През февруари 1991 г. тя бе преустановена и заменена от сега действащия валутен режим.

## **Либерализацията на валутния режим**

### ***Реформата от 1991 г.***

Една от хронологически първите и най-съществени валутно-финансови реформи на българския преход бе *либерализацията на валутния режим*. След като повече от четири десетилетия курсът на лева беше официално фиксиран (макар ежемесечно минимално коригиран) и надценен, през февруари 1991 г. по силата на Постановление № 15 на МС за изменение на валутния режим той изведнъж бе оставен свободно да плава и рязко се обезцени, превръщайки се първоначално в силно подценен. След „либерализационната“ криза на лева настъпи постепенна и трайна стабилизация на номиналния курс, който негласно се превърна в котва за реформиращото се българско стопанство.

Либерализацията на валутния режим в България последва непосредствено либерализацията на цените (от началото на февруари същата година) и на външната търговия, започнала след разпада на СИВ през януари 1991 г. Тя възприе и подхода, по който бе замислено и първоначално осъществено освобождаването на цените – „шоков“ (почти всички цени бяха либерализирани едновременно), а не постепенен. Преди и след освобождаването на валутния курс (и цените) се спореше дали т. нар. *подход на „големия взрив“* ( популярен още и като „шокова терапия“) е по-добър или по-лош от т. нар. *подход на постепенност („градуализъм“) на реформите* в контекста на постсоциалистическия преход изобщо. Днес определено може да се твърди, че всъщност избор не е имало. Всеки постепенен преход на практика би означавал отказ от решителна реформа на икономиката и затлачване на и без друго бавно противата у нас преобразувания в стопанската и финансовата система. Затова в началото на преход-

да към пазар либерализацията на валутния курс (като цена на националната валута) с основания бе осъществена незабавно като част от пакета пазарноориентирани икономически реформи, съгласувани и отчасти финансираны от МВФ.

### ***Избор на режим на плаващ валутен курс***

Либерализацията на валутния режим *нямаше алтернатива и по отношение избора на режим на валутния курс*. България практически бе останала *без валутни резерви* и не можеше и да помисли за фиксиране на лева. Дори напротив – огромният външен дълг, натрупан към момента непосредствено преди „стартрирането“ на пазарната реформа през февруари 1991 г., и обявеното около година преди това прекратяване на обслужването му предопределиха не само избора на режим на *плаващ курс*, но и следването на определена валутна политика в средносрочен план. Поради изолацията си от международните кредитни пазари вследствие преустановяването на изплащането на външния си дълг страната бе принудена да постави приоритет върху евентуална дългова сделка за разсрочване и намаляване на дълга и обслужването му и оттук върху положителен общ платежен баланс и натрупване на валутни резерви, а не върху стабилността на курса или някаква друга цел на финансовата политика. При такава ситуация валутната политика (поне теоретично) остана предрешена – до евентуалната промяна на този приоритет – в посока към натрупването на резерв при каквото и да било равнище на валутния курс на лева.

Парадоксалното в практиката на България бе, че поради първоначалното си съществено подценяване през февруари 1991 г. левът почти две години остана *твърде стабилен* (не без подкрепата и на Българската народна банка, която в определен период реши да използва валутнокурсовия инструмент в борбата срещу инфлацията). След това обаче на два пъти (през март 1994 г. и май 1996 г.) той рязко се обезцени. Между двете валутни кризи номиналният курс отново бе относително стабилен. Същевременно общият платежен баланс в годините на прехода не се запазваше винаги положителен и натрупването на валутни резерви – когато такова бе наблюдавано – в значителна степен се дължеше на *официално полученото външно финансиране*, а не на генерираните от ефективното функциониране на икономиката приходи от износ на стоки и услуги или постъпили в страната преки чуждестранни инвестиции.

### ***Основни макроикономически ефекти на плаващия валутен курс***

Във връзка с ролята на валутния курс в прехода към пазарна икономика и най-вече относно подходящия в подобен случай режим на валутния курс често в хода на реформите възникваха дискусии и спорове. Привържениците на фиксиран лев виждаха в плаването му преди всичко отрицателните страни. Привържениците на плаващия лев на свой ред отказваха да признаят редица предимства на фиксирания курс. Теорията не е решила този спор еднозначно и окончателно. Всеки от двета режима в една

или друга конкретна ситуация има своите *силни и слаби страни*. Затова е трудно намирането на конкретен практически отговор на спора във всяка отделна държава.

Преди да се направи избор, е необходим анализ на съответната икономика – най-вече на характера на *шоковете*, които тя е склонна (или се предполага, че е склонна) да изпитва, а също и на *големината ѝ, на степента ѝ на отвореност, на нетната ѝ международна позиция, на производствената ѝ структура и експортния ѝ потенциал и на множество други важни нейни параметри*. Почти всички тези критерии говорят в полза на избора на плаващ валутен курс за периода на прехода в България. Известно е например, че икономика, за която са характерни *реални шокове* – на съвкупното търсене или на съвкупното предлагане (цените) – трудно би запазила доверието на икономическите агенти в евентуален режим на фиксиран курс поради честата необходимост от приспособяване. За такава икономика се препоръчва плаващ курс поне докато затихнат реалните шокове или бъде премахнат източникът им. От друга страна, ако централната банка се поддава на външни въздействия, предизвикващи периодични „*шокове*“ в паричното предлагане (т. нар. *монетарни шокове*), фиксирането на курса (т. е. „*връзването на ръцете*“ на централната банка) би могло значително да стабилизира икономиката.

*Голямото предимство* на плаващия валутен курс се състои в механизма за автоматично приспособяване на икономиката към динамична външна среда. Осигурявайки адаптивността на икономиката точно в период, когато тя се преструктурира в посока към по-ефективно функциониране, плаващият курс изглежда неизбежен и необходим инструмент на финансовата политика в условията на преход – особено в началото на процесите на радикални преобразувания, предизвикващи непознати по машабите си икономически сътресения.

*Главният недостатък* на плаващия валутен курс е високата амплитуда на колебание във величината му за уравновесяване на платежния баланс. Тя предизвиква несигурност, влияе върху очакванията за бъдещата инфляция и се отразява негативно върху потенциала на икономиката за дългосрочен растеж. Много от тези недостатъци проличаха в отделни епизоди от кратката история на българския преход. Но те са необходимото и малко зло, дисциплиниращ фактор, ощетяващ неефективно функциониращата икономика, горчиво лекарство, което чрез понижаване реалните доходи на хората предизвиква корекции в мотивацията за труд и цените на продукцията и „*индусира*“ преструктуриране по производства и отрасли в съответствие с пазарните изисквания за международна конкурентоспособност. Една „*здрава*“ икономика трябва да „*заработва*“ доходите си в условията на конкурентно съперничество с останалите икономики на световния пазар на стоки, услуги и капитали.

## **Валутният режим в периода на прехода**

### ***Нормативна основа***

Основният нормативен документ, засягащ регламентирането на валутните отношения в България, е *Постановление №15 на МС от февруари 1991 г. за изменение на валутния режим*. По силата на това постановление бе преустановена практиката на административно определяне на фиксиран курс на лева спрямо чуждестранните валути, характерна за периода на централизирано планиране, и се положи началото на пазарно определяне стойността на националната парична единица.

Наред с този най-важен документ няколко други допълват нормативната основа на валутния режим в страната. Някои от тях – като например *Закона за сделките с валутни ценности и за валутния контрол* (приет през 1966 г. и впоследствие многократно допълван и изменян), са отдавна остарели и неадекватни на новите реалности. Други – например *Постановление № 4 на МС от януари 1994 г. за приемане на Наредба за износ и внос на валутни ценности*, както и няколко допълнения и изменения на *Постановление № 15*, са приети в годините на прехода и конкретизират и обогатяват нормативната база в тази област.

### ***Механизъм на определяне на централен валутен курс***

Централният валутен курс на лева (с изключение на един кратък период от началото на 1997 г.) се определя ежедневно от БНБ. Този курс има значение за счетоводното регистриране на валутните сделки, а също и като ориентир на банките и останалите финансови институции относно пазарнообусловеното равнище на курса на лева към по-важните чуждестранни валути.

Към края на всеки работен ден БНБ получава от банките, участващи на валутния пазар в страната, информация относно вида на валутите, обемите и курсовете по осъществените през деня сделки за обмен на валута. Чрез компютърна програма постъпилата информация се обработва автоматично. В резултат се получава т. нар. *фиксинг* на БНБ – като среднопретеглен от сделките през съответния ден, който се обявява като централен курс на лева спрямо щатския долар за следващия (непразничен) ден.

Като се използват курсовете на по-важните международни валути на световните валутни пазари<sup>3</sup> и пазарно-формираният курс лев/долар на вътрешния (междубанков) валутен пазар, се изчисляват *кръстосани курсове на лева спрямо останалите по-главни валути* – 22 понастоящем,<sup>4</sup> плюс златото, среброто и платината, за които БНБ също обявява ежедневно централен курс. Така на практика само спрямо щатския долар ле-

<sup>3</sup> Прилага се информацията по Ройтер, получена в 15 часа същия ден.

<sup>4</sup> Австрийски шилинг, белгийски франк, английска лира, германска марка, гръцка драхма, италианска лира, френски франк, нидерландски гулден, швейцарски франк, японска ѹена, австралийски долар, датска крона, ирландска лира, испанска песета, канадски долар, кувейтски динар, норвежка крона, турска лира, португалско ескудо, финландска марка, шведска крона и ЕКЮ.

вът има курс, формиран пряко по законите на търсенето и предлагането на валута на вътрешния пазар. Централният курс на всички други ежедневно котирани от БНБ валути спрямо лева се формира по косвен път, а не чрез агрегиране на сделките с тези валути на вътрешния пазар. Това в известна степен е оправдано, доколкото около 80% от валутните сделки, сключвани у нас, са в щатски долари, около 10 – 15% в германски марки и едва 5 – 10% в други чуждестранни валути.

На вътрешния пазар обаче се прилагат курсове, които не съвпадат напълно с ежедневно обявявания от БНБ централен курс. Търговските банки котират и използват при операциите си курсове „купува“ и „продава“, като маржът помежду им обикновено се разширява при повишена номинална нестабилност на курса. Валутните бюра също обявяват котировки „купува“ и „продава“ или търгуват валута по взаимодоговорен курс с техните клиенти.

*За всички останали валути, които не са свободно конвертируеми,* БНБ определя и публикува месечни централни курсове, валидни без изменения в течение на съответния месец.

### **Конвертируемост на лева**

Режимът на валутен курс на лева може да се определи като режим на свободно плаване. В качеството си на член на МВФ (от септември 1990 г.) България е възприела статут на страна, спазваща чл. XIV от Устава на МВФ. Това означава, че в рамките на определен преходен период страната може да продължи да използва някои ограничения по валутни сделки, свързани с плащания по текущата сметка на платежния баланс, когато това се счете за необходимо и след консултации с МВФ. Запазващите се валутни ограничения към момента са не само временни, но едва няколко на брой и от несъществено значение. Поради това с основания може да се приеме, че България де факто е възприела и прилага *текуща конвертируемост* на своята валута. Предстои преминаването на страната към статут по чл. VIII от Устава на МВФ, което е в съзвучие с практиката на тази институция и се препоръчва от нея. Този акт публично и де юре ще оповести, че левът е конвертируем за операции по текущата сметка на платежния баланс. Статутът по чл. VIII означава страната напълно да се откаже от прилагането на ограничения върху разплащанията по текущата сметка.

*Левът не е конвертируем за операции по капиталовата сметка* на платежния баланс. Счита се, че на този етап при бързаното въвеждане на капиталова конвертируемост би имало неблагоприятни макроикономически последици за страната, тъй като не са създадени необходимите предпоставки за преминаването към пълна конвертируемост на българската валута. Стремежът към пълна конвертируемост обаче по принцип не се отрича и се предвижда подготовката на условията за преминаване към нея да се извърши постепенно и целенасочено. Възможен е плавен подход за въвеждането на капиталовата конвертируемост, който да следва най-общия принцип за приоритет на външната пред вътрешната капи-

талова конвертируемост и на дългосрочните пред краткосрочните капиталови операции. Вероятната последователност при практическото осъществяване на подобен принцип може да бъде следната: външна капиталова конвертируемост за преките инвестиции; капиталова конвертируемост на търговския кредит; капиталова конвертируемост на дългосрочните портфейлни инвестиции; и капиталова конвертируемост на краткосрочните портфейлни инвестиции.

### ***Характерни особености на валутния режим***

След либерализацията на валутния режим и външната търговия през февруари 1991 г. отговорностите на валутния контрол в страната значително намаляха. Повечето запазващи се ограничения, чието съблудаване следва да се контролира, са регламентирани в Постановление №15 и последвалите няколко негови допълнения и изменения. Валутният контрол в България е функция на Министерството на финансите и БНБ, като преките отговорности на централната банка се свеждат преди всичко до формулирането и провеждането на валутната политика на страната.

За съжаление с либералния валутен режим, въведен от самото начало на пазарните реформи в България, масово се злоупотребява. *Слабо ефективният валутен контрол* също в голяма степен допринася за частото нарушаване на запазилите се няколко ограничения във валутния режим. Това в определени периоди значително усложняващо и препятстващо провеждането на валутната политика в страната. На практика ниската степен на спазване на валутния режим допусна възможността за движение на капиталови потоци към и извън страната в различни периоди на прехода независимо от официалното отсъствие на капиталова конвертируемост на лева.

*Резидентите* в България – както физически, така и юридически лица – имат право да поддържат сметки в чуждестранна валута в българските банки. Преводи от тези сметки в чужбина могат да се извършват в случаите, разрешени от МФ и БНБ.

*Нерезидентите* имат право да поддържат както валутни, така и левови сметки в българските банки, при условие че тези сметки се използват за обслужване на сделки на територията на страната. Преводи в чужбина от валутните си сметки нерезидентите могат да извършват без ограничения.

При *служебни пътувания* на резиденти в чужбина не се прилага лимит върху валутата, която те могат да закупуват и изнасят.

При *лични пътувания* на резиденти в чужбина се предвижда годишен лимит в размер на равностойността на 2000 ш. д. на човек за граждани, които не поддържат валутни депозити в страната. За граждани, които имат валутни депозити обаче, годишният лимит не съществува и единственото ограничение в такива случаи е размерът на валутния депозит, който може да се изчерпи докрай.

Придобиването, притежаването, производството и продаването на злато, сребро и платина се контролира от *МФ*.

*БНБ* е основната институция, която има право да купува, продава, съх-

ранява, внася или изнася злато – както за монетарни, така и за немонетарни цели. Почти всички вътрешни сделки с индустритална цел следва да се осъществяват по текущи цени и с посредничеството на централната банка. През последните години няколко търговски банки също получиха разрешение да посредничат или спекулират – за собствена сметка или за сметка на техни клиенти – по сделки с ценни метали.

*Резидентите* имат право да съхраняват златни предмети, но не и да търгуват или да посредничат при търговията с тях. Правото им да внасят златни и скъпоценни предмети е до ограничени размери.

*Нерезидентите* имат право да внасят и изнасят златни и скъпоценни предмети, но не и да търгуват с тях. За закупуване на злато, сребро и платина в страната те трябва да са получили предварително разрешение от МФ, БНБ и Министерството на промишлеността.

Разплащанията със страни, с които България е подписала *двустрани платежни спогодби*<sup>5</sup>, се извършват съгласно процедурите, регламентирани в тези спогодби. Подобни споразумения са наследство от социалистическото регулиране на платежните отношения на страната. Значението им все повече намалява. Доколкото на тях се гледа като на ограничения в разплащанията, които не са в духа на изискванията на МВФ, се очаква постепенното им отмирание.

По принцип двустранните платежни спогодби са форма на клирингови разплащания. *Клиринговите салда* обикновено следва да се погасят чрез износ на стоки в рамките на шест месеца след изтичане срока на спогодбата. В случай че това не стане, уреждането на салдата става в конвертируема валута.

В България не се прилага изискване за автоматично предаване на постъпленията от износ на стоки и плащания по услуги в банките. Тези постъпления могат да бъдат задържани в чуждестранна валута от фирмите, които са ги заработили, или продадени на междубанковия валутен пазар. Търговските банки продават свободно валута на граждани и юридически лица при наличие на документи, удостоверяващи, че валутата им е необходима за: внос на стоки и услуги по установения ред; транспортни и други разходи, свързани с превоза на стоки и пътници, извършен от нерезиденти; плащания по лихви и главници на заеми, одобрени от БНБ; служебни пътувания по установения ред; застрахователни такси; банкови комисиони; такси за образование и квалификация; такси за медицинско лечение; плащания, утвърдени от съдебни органи; издръжка на дипломатически, консулски и други правителствени органи в чужбина; търговски представителства на български търговци в чужбина; комисионни, реклами такси и други разходи, свързани със стопанска дейност (в това число панаири и изложби); членски внос в международни организации; участие в международни състезания и фестивали.

---

<sup>5</sup> Към края на 1994 г. тези страни са 18: Афганистан, Бангладеш, Камбоджа, Китай, Етиопия, Гана, Гвинея, Гаяна, Индия, Иран, Корейската народнодемократична република, Мозамбик, Никарагуа, Пакистан, Румъния, Русия, Сирия и Танзания.

При представяне на документи, удостоверяващи отсъствието на неизплатени задължения, нерезидентите имат право да закупуват чуждестранна валута от българските търговски банки и да я прехвърлят в чужбина в случаи на: доходи от инвестиции, получени в левове; компенсации, получени след национализация на инвестиционни предприятия по съдебен ред; постъпления от ликвидация на инвестиции; постъпления от инвестиционни предприятия, получени в левове, и получени в левове суми при съдебно уреждане на гарантирани вземания.

Преводите на доходи на чуждестранни работници в страната и за издръжка на семейства в чужбина се тълкуват като трансфери, които не са свързани с вноса на стоки, и поради това изискват предварително разрешение от БНБ. Подобно разрешение се изиска и в случаите на: непреки инвестиции; официални кредити, отпусканни и получавани от чужбина; инвестиции в чужбина; частни трансфери на валута в чужбина, които не са свързани с вноса на стоки и плащанията по услуги.

Местни и чуждестранни лица могат да изнасят и внасят български банкноти в обращение в размер до 10 000 лева; *български банкноти и монети* над този размер могат да се изнасят и внасят само с разрешение на БНБ.

Местни физически лица могат да изнасят свободно *чуждестранна конвертируема валута в наличност* в размер до 1000 щ. д. Срещу представяне на бордеро те могат да изнасят до 10 000 щ. д. За суми, превишаващи 10 000 щ. д., е необходимо разрешение от БНБ. *Чуждестранни физически лица* могат да изнасят конвертируема валута в размери, които не надвишават този на внесената и декларирана валута, намалена със стойността на закупените в страната предмети.

Местни и чуждестранни физически лица могат да внасят *неограничено количество чуждестранна валута*, която обаче следва да се декларира по предвидения ред.

Търговските банки, които са получили пълен лиценз и имат право да извършват операции на международните валутни пазари, могат да получават *външни заеми*, без да е необходимо да искат разрешение от БНБ, ако не ползват гаранции от българското правителство и ако не нарушаат законовите нормативни актове, утвърдени от БНБ.

Тези банки имат право също да предоставят заеми в левове и валута на местни и чуждестранни лица.

Преките чуждестранни инвестиции и последващите изменения в техните размери трябва да се регистрират в МФ в 30-дневен срок след извършването им. *Регистрацията* става чрез деклариране на инвестицията в МФ. Разрешение се изиска само в случаите на инвестиции в сектори, считани за „чувствителни“.

Преките чуждестранни инвестиции се ползват с *гаранции* срещу експроприация освен в случаите на национализация по законов път. На чуждестранните фирми се дава статут, еквивалентен на местните. В определени случаи е предвидено и преференциално третиране на чуждестранните фирми, в което се включва намалено облагане с данъци и достъп до съдебен иск извън системата на държавния арбитраж. По принцип чуж-

дестранните компании със 100% чуждестранно участие се облагат с данък върху печалбата от 40%, докато смесените предприятия – само с 30%. Всички останали фирми с чуждестранно участие са подложени на същата данъчна ставка върху печалбата, както и местните фирми – 40%.

Няма ограничения върху *репатрирането* на ликвидиран капитал и печалби след изплащане на данъците. Трансферите на печалби в местна валута не изискват специално разрешение. Те могат да бъдат извършени само срещу представяне на сертификат за платени данъци.

## **Валутната политика в периода на прехода**

### ***Валутна политика***

Съгласно Закона за БНБ (приет през юни 1991 г.) *главната цел* на валутната политика – като неделима част на паричната политика на централната банка – е поддържането на външна стабилност на националната парична единица на България. Валутната политика в страната се провежда при режим на плаващ валутен курс на лева, възприет в началото на реформите през февруари 1991 г.

*Основните задачи* на валутната политика в годините на постсоциалистическия преход се свеждат до:

- осигуряване на относителна стабилност на номиналния валутен курс; при режима на плаващ курс и в обстановката на висока инфляция централната банка се опитва да подкрепя лева на нива, които да не упражняват инфационен натиск, от една страна, и да запазват и поощряват ценовата конкурентоспособност на българските производители и износители на международния пазар;

- „изглеждане“ на колебанията на номиналния валутен курс, предизвикващи повищена неопределеност в икономиката като цяло и във външнотърговската дейност в частност и подкопаващи доверието в националната валута;

- увеличаване на официалните валутни резерви на страната с цел гарантиране стабилност на външнотърговските разплащания, повищена ефективност на интервенционните операции на БНБ на вътрешния валутен пазар и навременно обслужване на задълженията по външния дълг на страната.

Очевиден е *компромисът*, който централната банка трябва да прави при избора на приоритет на своята конкретна политика във всеки отделен период. Стабилният номинален курс и следователно стабилните вътрешни цени могат да бъдат постигнати за сметка спадането на официалните валутни резерви и влошаването на платежния баланс. Обратно – изборът на приоритет по отношение на натрупването на резерви в известна степен противоречи на целта за стабилност на валутния курс, а посредством него (при силно отворена икономика като българската) – и на цените. БНБ, негласно или явно, е избирала като приоритет и двете посочени цели през различните етапи на процеса на реформи у нас.

## **Валутен пазар**

Вследствие освобождаването на валутния курс от административен контрол по силата на Постановление № 15 на МС от февруари 1991 г. в България възникна (първоначално като междубанков) и постепенно се разви *вътрешен пазар на валута*. Ежедневните обеми на купената и продадената валута определят на пазарен принцип равнището на номиналния курс за всеки следващ ден. БНБ е един от големите участници на вътрешния валутен пазар. Посредством интервенциите си централната банка се стреми да „изглажда“ колебанията на плаващия лев, без да противостоят на фундаменталните курсообразуващи фактори.

Независимо че е продукт на постепенна еволюция за сравнително кратък период от време, вътрешният пазар на валута се превърна в един от най-„дълбоките“ и ефективни пазари в страната. На него търгуват *няколко типа участници* с различни правомощия и функции, които най-общо могат да бъдат класифицирани в три или четири групи (или „пластове“ на пазара). Понастоящем около 20 търговски банки, два клона на чуждестранни банки и една финансова институция могат да извършват валутни операции в международен мащаб. Тези финансови посредници формират своеобразен „първи пласт“ на валутния пазар и разполагат с т. нар. „пълен“ (международн) банков лиценз. Останалите двадесетина банки имат право да откриват сметки при банките с пълен лиценз за уреждане на разплащания с чужбина. Тези банки притежават т. нар. „ограничен“ (вътрешен) банков лиценз и формират „втория пласт“ на вътрешния валутен пазар. На стотици обменни (валутни) бюра, пръснати по територията на цялата страна, но най-разпространени в големите градове и курортите, е дадено правото да извършват обменни операции в брой. Освен тях с регламентирани по вид валутни сделки в страната имат право да се занимават и множество финансово-брокерски къщи и лицензирани брокери. Бюрата и финансовите къщи са „третият пласт“ финансови посредници на вътрешния валутен пазар. „Четвъртият пласт“ на този пазар се формира от нефинансовите участници – фирмите (образуващи заедно с банките, на които продават или от които купуват валута, т. нар. „корпоративен“ пазар) и граждани (извършващи валутни сделки с банките и бюрата на т. нар. „кешов“ пазар).

На вътрешния валутен пазар не се прилагат *данъци и субсидии* върху покупките и продажбите на валута. Не е възприето и официално регламентиране на споразуменията за срочно покритие на валутния риск, маркер в рамките на финансия сектор подобни срочни валутни договори да стават напоследък все по-масова практика.

## **Валутен курс**

През първите две години и половина след либерализацията на валутния пазар валутният курс изпълняваше ролята на (неявна) *номинална „котва“*. Този период се отличаваше с относителна стабилност на валутния курс (вж. Графика 6) – това беше цел, която БНБ често публично изтъкваше. Тази продължителна стабилност на номиналния курс бе възможна поради първоначалното рязко подценяване на лева след либерали-

зацията на валутния режим през февруари 1991 г. и десетилетното му изкуствено надценяване при социалистическата икономика.

Номиналната стабилност на лева обаче бе съпроводена с постепенно реално укрепване, достигнало сериозни размери към края на 1993 г. Подобна политика на несъобразяване номиналното обезценяване на курса на лева с разрастващия се в негова вреда инфлационен диференциал не можеше да се поддържа прекалено дълго, тъй като подкопаваше печалбите за износителите, стимулирайки същевременно вносителите. Към края на периода на номинална стабилност се утвърди и неблагоприятната тенденция към понижение на валутните резерви на страната, която ясно показваше друг аспект на цената на поддържания силен лев – разхода на резерви (вж. отново Графика 6). Първата спекулативна атака срещу лева съвпадна с промяната на приоритетите във валутната политика в обстановка на усложняваща се икономическа среда и нарастваща неопределеност и се разви във валутна криза (през март 1994 г.) с непозната за годините на реформите острота.

Периодът преди и по време на кризата бе съпроводен с дискусии и преосмисляне на валутнокурсовата политика както в централната банка, така и извън нея. Приоритетът на финансовата политика стана друг – изплащането на редуцирания и разсрочен през лятото на 1994 г. *външен дълг* на България към търговските ѝ кредитори. Това, разбира се, бе за сметка на стабилността на лева, който през втората половина на годината отновително бързо се обезцени.

Последва нов период на номинална стабилност на курса, продължил през цялата 1995 г. И нова валутна криза през май 1996 г. И тя – както и първата – бе резултат от *наслагване на фундаментални и психологически курсообразуващи фактори*. Но докато първата трудно можеше да се предвиди, втората зрееше още след средата на 1995 г. За съжаление, подведени от някои частични успехи на икономическата политика, излезли на повърхността като благоприятни стойности на определени макроикономически показатели, отговорните за финансовата политика институции в страната не пожелаха да „видят“ задаващата се валутна криза и своевременно да я смекчат, защото за предотвратяването ѝ към края на 1995 г. вече бе станало късно.

Остава да се надяваме, че *опитът* от двете почти идентични валутни кризи от 1994 г. и 1996 г. ще бъде *поучителен* при следването на валутнокурсовата политика занапред. Не е допустимо да си затваряме очите пред действието на фундаменталните фактори, влияещи върху курса (това се потвърждава и от примера за систематично неспазване на непокрития лихвен паритет, представен емпирично в същностната част на настоящото изследване). Обратно – наложително е съобразяване с тези фактори, за да се избягват валутни трусове.

### **Валутни резерви**

Валутните резерви в годините на прехода се характеризират с *циклична, вълнообразна динамика*. Започвайки практически от нула в началото на 1991 г., централната банка съумя да натрупа официални резер-

ви в чуждестранна валута (без монетарното злато), достигнали през лялото на 1992 г. над 1 млрд. щ. д. Увеличението на резервите обаче не се дължеше на генерираните от икономиката постъпления в чуждестранна валута, а бе следствие от *полученото официално външно финансиране* в подкрепа на пазарноориентираните реформи.

Поради прекъсването за около година (пролетта на 1993 г. – пролетта на 1994 г.) на това финансиране и *масираният интервенции на валутния пазар* през зимата на 1994 г. страната понесе съществени загуби на резерви. През периода равнището им отбеляза траен спад до критичния праг от около 600 млн. щ. д. през февруари 1994 г., допринесъл за разразяването на валутната криза през следващия месец.

Необичайна е динамиката на резерва през периода април – август 1994 г.: след рязко нарастване последва силен спад. Тази динамика е свързана със *сделката с кредиторите от Лондонския клуб*, подписана в края на юни същата година. За съществяването ѝ България получи финансиране от чужбина, което временно увеличи резервите, но впоследствие ги намали, след като бяха направени първите плащания по обслужването на сделката и редуцирания дълг.

От септември 1994 г. до юни 1995 г. последва ново ускорено (и в голяма степен неочеквано) нарастване на валутните резерви, чието равнище в края на периода достигна близо 1.5 млрд. щ. д. То се дължеше на благоприятната динамика на текущата сметка на платежния баланс и продължителната номинална стабилност на лева, привлякла краткосрочни капиталови потоци. В едногодишния период оттогава насам обаче резервите отново рязко спаднаха и през пролетта на 1996 г. за втори път достигнаха критичния си праг. Понижението се дължи главно на масирани интервенции на БНБ на валутния пазар през първите месеци на 1996 г., отсъствието на външно финансиране, отлива на привлечените по-рано краткосрочни капитали и *невъзможността на българската икономика да генерира трайно валутни постъпления*.

## **Ограничения пред валутнокурсовата политика в средносрочен план**

При провеждането на валутнокурсовата политика в средносрочен план ще трябва да се отчитат най-вероятните ограничения пред нея. Ефектите на по-значимите от тях са анализирани накратко по-нататък.

### ***Обслужването на външния дълг***

Както на няколко пъти вече се спомена, валутнокурсовата политика е в тясна зависимост от степента на външна задължнялост на икономиката и провежданата във връзка с това *политика на управление на валутните резерви*. Особено явен е компромисът, който следва да се направи в случай като българския, когато официалните резерви на страната са недостатъчни и често стигат критичния си минимум. Това в съчетание с големия външен дълг и значителните плащания по обслужването му на практика означава жертване на стабилността на валутния курс за целите

на недопускането на второ преустановяване на плащанията по дълга. Още повече в периода на прехода, когато поради радикалните преобразувания в икономическия живот не е реалистично да се очакват съществени постъпления по текущата сметка на платежния баланс, които да попълват своевременно резервите. Капиталовата сметка по принцип не би могла да бъде трайно положителна при нестабилния и скокообразно обезценяващ се валутен курс.

От подобна логика на анализа е ясно, че в средносрочен аспект, т. е. в близките 3 – 7 години, когато предстои съществена част от плащанията на България за погасяване на външния ѝ дълг, *провеждането на политика на стабилен номинален курс на лева* (при досегашните условия в тази сфера) е невъзможно да се очаква. В този смисъл обслужването на големия външен дълг е ограничител – при това един от съществените – пред валутнокурсовата политика в обозрима перспектива. Би било добре обаче, ако траекторията на обезценявация се номинален валутен курс все пак поне в известна степен се управлява, за да се избягват валутни кризи със сериозни негативни последици, подобни на тези от март 1994 г. и май 1996 г. Това не означава да се противостои на фундаменталните фактори, обусловени от пазарите и глобалната и регионална стопанска конюнктура. Напротив – необходимо е строго да се съблудава съобразяването с подобни фактори, какъвто например е лихвеният диференциал, разгледан в същностната част на настоящото изследване.

Стратегията на *управлявано и плавно обезценяване на лева* в условията на предвидими и съответстващи на фундаменталните курсообразуващи фактори натоварва БНБ с нелеки отговорности. Те ще изискват прилагане на съвременни методики на иконометрично моделиране, компютърни симулации и относително точно прогнозиране. Това ще налага и повишена степен на координация на макроикономическата и финансовата политика в страната. Възстановяването на загубената напоследък (дори законово) независимост на централната банка също е препоръчително, доколкото то издига реномето ѝ и удължава хоризонта на погледа ѝ отвъд късия политически цикъл у нас.

### ***Шоковете на прехода***

Шоковете на прехода в никакъв случай не са отминали. Вярно е, че най-жестоките от тях – разпадането на СИВ, първата вълна на либерализация на икономиката, ембаргото над най-големия дължник на България Ирак и съседна Юgosлавия – като че ли се отдалечават назад във времето. Но *нови шокове*, някои с доста тежки последици и относително дълги периоди за приспособяване към тях, безспорно предстоят. Особено за икономика като нашата, която пропусна благоприятния период (1992 – 1995 г.) за задълбочаване на структурните преобразувания и се завъртя в порочен кръг.

Характерът на тези шокове ще е различен. Могат да се очакват както реални, така и монетарни шокове. Затова и въпросът за режима на валутен курс не е – и по принцип не може да бъде – окончателно решен. Но доколкото и при двата „полюсни“ режима въпросът за *управлението на*

*валутния курс – номинален или реален* – ще изисква провеждането на съответна валутнокурсова или антиинфлационна (и вероятно с депресивни импулси за икономиката) политика, шоковете на прехода остават важен ограничител пред нея и сериозна причина за налагането на „премерена“ гъвкавост в нея.

### ***Европейският икономически и валутен съюз***

Трети важен ограничител пред валутнокурсовата политика е съобразяването ѝ с постепенното приближаване до критериите от Маастрихтския договор. С оглед на тази стратегическа цел и във връзка с управлението на валутния курс напоследък в теорията, пък и в практиката – особено на източноевропейските страни в преход, все по-често се лансират и прилагат две относително нови идеи. Едната е известна като *оптимално управление на режима на валутен курс* в динамичен аспект и се изразява в периодичната смяна или модификация на режима на валутен курс съобразно изменението във външноикономическата среда и целите на макроикономическата политика. Втората е идеята за *хибриден режим на валутния курс*, който да позволява както известна, но не безусловна, стабилност (характерна за фиксираните курсове), така и определена, но неограничена, гъвкавост (типична за плаващите курсове). *Стабилността* е много важна, защото означава предсказуемост, намалени инфлационни очаквания, по-малко инфляция и повече заетост и растеж. Не по-малко важна е обаче и *гъвкавостта*, осигуряваща приспособяването на икономиката към шокове от различен характер, които са неизбежни и периодично разстройват световното стопанство.

Поради желанието за съчетаване на стабилност и гъвкавост много държави през 90-те години се насочиха към *пълзящо-прикрепени* или *управлявано плаващи курсове*, както и към *коридори (ленти)* на допустими отклонения от целева траектория на националната валута. В някои случаи на подобни хибридни режими се гледа като на преходна форма, предшестваща фиксирането на курсовете в рамките на *валутни съюзи*, обосновани от гледна точка на *оптималните валутни територии*. В стандартен смисъл<sup>6</sup> последното понятие означава територия на свободно движение на фактори на производството. Теоретично може да се обоснове, че съществува такава „оптимална“ валутна територия, която (премахвайки разходите на икономическите агенти, свързани с валутния риск, хеджирането му и диверсификацията на инвеститорския портфейл и постепенно изравнявайки равнищата на дохода в границите на територията поради мобилността на производствените фактори) стимулира ефективността на производството и потреблението и дългосрочния икономически растеж. Хибридните режими на валутния курс в днешна Източна Европа също могат да бъдат разглеждани като преходни форми към бъдещо участие на източноевропейските валути във валутния съюз на евентуално разширения след години Европейски съюз.

<sup>6</sup> Първоначално този термин е въведен от Робърт Мъндел. Тълкуването му по-горе също е в съответствие с определението на Мъндел.

***Приложение III***

## **Съдържание**

Външен дълг и платежен баланс .....	113
Кратки теоретично-методически бележки .....	113
Предистория на външнодълговия проблем .....	115
Държавната политика на технологично обновление	
и прикриване на стоковите дефицити .....	115
Хроничните дефицити по текущата сметка на	
платежния баланс в конвертируема валута .....	116
Дълговата криза и преустановяване обслужването на дълга .....	116
Пазарноориентираната реформа и необходимостта	
от [ре]интегриране в световната икономика .....	118
Споразумения за разсрочване и намаляване на външния дълг .....	119
Външнодълговата ситуация преди дълговите споразумения .....	119
Споразуменията с официалните кредитори .....	119
Споразуменията с търговските кредитори .....	119
Външнодълговата ситуация след дълговите споразумения .....	121
Външни ограничения пред финансовата политика .....	121
Платежният баланс .....	121
Преструктурирането на българската външна търговия .....	122
Лихвените плащания по външния дълг .....	122
Ниският кредитен рейтинг и слабият интерес на	
чуждестранните инвеститори .....	123
Недостатъчните валутни резерви .....	123
Финансовите ефекти от обслужването на външния дълг .....	124
Конвергенцията към Европейския икономически и валутен съюз ....	124

---

# **Външен дълг и платежен баланс**

## **Кратки теоретично-методически бележки**

Платежният баланс е макроикономическа таблица за финансовите резултати от международните сделки, които са преминали през банковата система на дадена държава за определен период от време. Съгласно стандартната методика, възприета в рамките на МВФ, за международни се считат сделките между резиденти и нерезиденти, като за резиденти се приемат и чуждестранните физически и юридически лица, опериращи на територията на дадена страна повече от година.

Най-широкообхватното сaldo по платежния баланс, т. нар. общ баланс, е свързано пряко с изменението на официалните валутни резерви на държавата. То определя същевременно динамиката на нетната външна позиция, т. е. позицията на страната като нетен кредитор или нетен дължник (следователно външния дълг на страната).

В този смисъл общият платежен баланс и външният дълг са взаимозависими понятия. Платежният баланс има характер на променливат поток, а външният дълг – на променлива-запас. Натрупаният към определен момент във времето външен дълг е резултат от предходната динамика на платежния баланс и валутните резерви на страната. На свой ред много от позициите на платежния баланс зависят от степента на външна задлъжност на икономиката.

Затова платежният баланс е удобен инструмент за проследяване, анализиране и (евентуално) прогнозиране на динамиката на важни макроикономически показатели, като нетен износ, капиталови потоци, официални резерви, външен дълг и валутен курс, нетни спестявания, които дават оценка за конкурентоспособността (жизнеността) на производствено-експортната структура на съответната икономика през призмата на една или друга финансова (парична и фискална) политика на държавата.

Преди да се пристъпи към какъвто и да било анализ на платежния баланс на България в периода на прехода, е необходимо да се направи една неизбежна уговорка по отношение на наличната статистическа информация. Обработката на данните преминава през няколко етапа, като информацията, публикувана от НСИ и БНБ на различни етапи, се означава съответно като „предварителна“, „ревизирана“ или „окончателна“. При всяка следваща ревизия обаче данните се изменят – понякога толкова съществено, че „преобръщат“ повечето изводи, правени въз основа на информацията от по-ранния етап на обработка. Поради редица обективни и субективни причини степента на достоверност и прецизност на информацията не е висока и това трябва да се има предвид дори когато се анализират т. нар. окончателни данни.

Особено непредвидимо е появилото се през 1994 г. и продължаващо и досега значително разминаване на оценките за търговския баланс на България, получени чрез агрегиране на данните от митническите декларации и от банковите записи<sup>1</sup>. Разликата във външнотърговското салдо, отчитано от банковата (БНБ) и митническата (НСИ) статистика, се дължи на немалко фактори, чието влияние не може да се измери количествено и се оценява само с голяма доза условност и субективизъм. По-важните сред тях са:

- Различният обект, който описват банковата (плащанията при износ и внос, извършени чрез българската банкова система) и митническата (митническата стойност на преминалите през българската граница стоки) статистика.
- Неизследваният до момента емпирично (поне в България) времеви лаг между тенденциите, регистрирани от двата вида външнотърговска статистика.
- Вероятното подценяване от митническата статистика на стойността на внасяните стоки с цел намаляване данъчното бреме за вносителя.
- Вероятното надценяване от банковата статистика на стойността на износа и вноса поради възможната неправилна (неволна или умишлена) класификация. Единият възможен тип грешка е получени по банков път постъпления да се отчитат като постъпления от износ. Пример за това е връщането в страната на нелегално изнесени по-рано български капитали под формата на деклариран пред банките<sup>2</sup> износ. Другият тип грешка е извършени по банков път плащания да се отчитат като плащания по внос в сметките на банките (особено на онези от тях, които имат малък опит в извършването на международни плащания). Пример за втория случай е репатрирането на печалби на чуждестранни инвеститори, неправилно отчитани от банките като плащания по внос.
- Някои различия от методологическо естество между външнотърговските статистики, водени съответно от НСИ и от БНБ.
- Евентуална контрабанда – вероятно в ограничени размери (износ на хранителни продукти, дрехи и гориво от „туристи“ от съседните на България страни).
- Вероятното деклариране пред митническите власти на стоки, които остават за разпродажба в страната, като „стоки за износ“ или като стоки „транзит“ с цел избягване на акцизи (преди всичко при цигарите и алкохола).

<sup>1</sup> Както бе уточнено в раздел **Платежен баланс** на основния материал, в платежния баланс се включва търговското салдо според митническите данни, а банковите данни се публикуват в бележка под линия извън платежнобалансовата таблица. По препоръка на МВФ несъответствието в двете статистики се включва в платежния баланс в позицията „Некласифициран капитал“.

<sup>2</sup> Има основания да се предполага (ако ще се види и по-нататък), че благоприятният лихвен диференциал и относителната финансова стабилност в България през 1992 г. и 1993 г. са привлечли в страната (поне временно) „избягали“ през 1990 г. и 1991 г. български капитали.

- Възможната злоупотреба или неяснотите (произтичащи от липсата на строга нормативна регламентация) при регистрирането на т. нар. „временен внос“ и „временен износ“, „обратен внос“ и „обратен износ“, както и на реекспорта и реимпорта.

Направените по-горе уговорки и бележки би трябвало да се имат предвид, когато се оценяват резултатите от анализа на платежния баланс на България през периода 1991 – 1995 г., представен в същностната част на настоящото изследване.

## **Предистория на външнодълговия проблем**

### ***Държавната политика на технологично обновление и прикриване на стоковите дефицити***

През първата половина на 80-те години текущата сметка на платежния баланс на България в конвертируема валута се подобрява. До голяма степен подобрението обаче се дължи на временно благоприятната конюнктурна позиция на страната като голям *реекспортър на съветски нефт*, а не на някакви фундаментални, структурни фактори. При променените цени на тази стратегическа сировина на международния пазар след втория петролен шок от края на 70-те години и запазващите се ниски (според методиката на ценообразуване в рамките на СИВ, прилагаша петгодишна пълзяща формула) цени на същия продукт на съветския пазар България генерира валутни постъпления от значителната ценова разлика.

Нарасналите валутни постъпления в страната през периода довеждат до постепенно намаляване на външния ѝ дълг до умерени размери. Възползвайки се от ситуацията, икономическите ръководители на страната (които всъщност са и политически управляващите я) започват да използват част от валутните постъпления за *технологично превъръжаване* на някои т. нар. стратегически отрасли. Проблемът е, че при тогавашния двуполусен модел на световната икономика, при който пазарите не действат на територията на СИВ, това, което изглежда като стратегически приоритет тогава, не се оказва непременно стратегически приоритет и след 1990 г. при коренно променените условия в региона. Така България в продължение на години инвестира в мащабни проекти, предназначени да задоволяват предимно огромния и непретенциозен съветски пазар. Инвестициите в много случаи обаче се оказват безсмислени. *Първо*, защото този пазар винаги е носил постъпления в неконвертируема валута. *Второ*, защото впоследствие в хода на реформите много български фирми се оттеглят от него, без все още да са успели да намерят трайно аналогични пазари на запад.

Наред с това нарастваща част от валутните постъпления и резерви на страната се изразходват все по-често и за *закупуване на дефицитни потребителски стоки* на външния пазар. По този начин се прави опит за прикриване на задълбочаващата се криза в България и за отлагане на

предопределените от икономическата нежизнеспособност на социализма радикални преобразувания в посока към пазарно стопанство.

Резултатите от нерационалната инвестиционна политика и от „кърпенето“ на стоковите дефицити в крайна сметка се оказват пагубни за българската икономика. Само за период от пет години (1985 – 1989 г.) е натрупан *огромен външен дълг*, намаляващ потенциала за икономически растеж, и са построени огромни (за мащабите на страната) производствени мощности без пазари и следователно без приходи от реализация на продукцията им (с част от които да се погасяват задълженията, натрупани при финансирането на изграждането им).

### ***Хроничните дефицити по текущата сметка на платежния баланс в конвертируема валута***

От положителна през първата половина на 80-те години през 1985 г. *текущата сметка на платежния баланс в конвертируема валута се превръща в отрицателна*. През следващите няколко години тя продължава да се влошава. *Първо*, защото България постепенно губи валутните си постъпления, дължащи се на ценовата разлика при реекспорта на нефт. *Второ*, защото увеличава валутните си разходи за внос с инвестиционно (за технологично превъръжаване и за сировини, материали и компоненти) и потребителско (за покриване на разрастващите се стокови дефицити) предназначение.

Така в резултат от недалновидната икономическа политика през периода 1985 – 1989 г. само за няколко години *външиният дълг на България в конвертируема валута нараства трикратно*. Редица други икономически показатели на страната също се влошават. Това е ясно на професионалните икономисти, някои от които започват да предупреждават за опасните последствия. Дори населението започва да долавя измеренията на предстоящия кризисен срив на икономиката. Картината на истинското състояние на нещата обаче умишлено се прикрива и остава привилегия на тесен кръг партийни ръководители и техните съветници. В тези години – както и въобще по време на целия период на социализма – външният дълг е секретна информация.

### ***Дълговата криза и преустановяване обслужването на дълга***

С влошаването на икономическите резултати на централнопланираната икономика през втората половина на 80-те години тогавашното правителство имаше най-общо *два варианта за действие*. Единият предполагаше – по подобие например на унгарските постепенни реформи – да се загърби ортодоксалната и фалшивата комунистическа фразеология в управлението на стопанството и да се подхodi реформаторски, макар и не радикално. Вторият вариант не изискваше корекция в поведението на комунистическите лидери и стопански ръководители. Той просто продължаваше традицията зад думите да се прикриват фактите и от позициите на силата и идеологията да се опровергават всички сериозни аргументи

за задълбочаващите се проблеми на икономиката. Този втори вариант обаче не водеше към решение на трупащите се проблеми, а само отлагаше мерките за преодоляването им – до взривоподобното им „избухване“ на по-късен етап.

Българските политически и икономически ръководители се оказаха незрели и неподгответни да признаят необходимостта от радикални реформи в посока към демокрация и пазар.<sup>3</sup> Те избраха втория вариант за действие, по-скоро на изчакване, като се опитваха да завоалират влошащите се икономически показатели, прибягвайки до систематичното използване на информационно затъмнение и до *финансиране на загубите чрез получаването на външни заеми*. Определен принос за разрастването на дълговия проблем безспорно имат и западните кредитори. Те продължаваха да отпускат заеми на социалистическа България въпреки понижаващата ѝ кредитоспособност. Очакванията им вероятно не са допускали, че при необходимост Съветският съюз не би гарантиран или дори изплатил дългове на всяка изпаднала в затруднения държава в системата на СИВ. България на свой ред не ограничи отпускането на кредити за някои „братски“ развиващи се страни със социалистическа ориентация, също не допускайки вероятността от влошаване на отношенията и спиране на погашенията по тези кредити.

Непризнаването, че социалистическата система се е оказала икономически нежизнеспособна, и отлагането на реформите имаха тежка цена. България попадна в *капана на външния дълг*. Бремето му започваше все по-болезнено да се чувства от икономиката, а също и в сферата на икономическата политика. След ноемврийските събития през 1989 г. и неколкомесечното постживковистко управление се оказа, че валутният резерв на България е бил почти напълно изчерпан. Предстояха поредни плащания по обслужването на дълга, а страната не разполагаше с пари, с които да плати. Така през март и юни 1990 г. респективно правителството едностранно преустанови плащанията по лихвите и главницата на външния дълг на страната. България изпадна в стопански хаос и продължителна изолация, изгубвайки задълго доверието на финансовия свят.

Оттогава насам *няколко екзогени шока* допълнително подкопаха способността на българската икономика да възстанови обслужването на дълга си. Най-важните сред тях са: преминаването от 1991 г. към разплащания в конвертируема валута и по международни цени между партньорите от бившия СИВ; скокът (след пазарните реформи в Русия) в цената на руския нефт и газ, на чийто внос страната традиционно и в голяма степен разчита; оттеглянето (както поради усложнената и объркана ситуация и повишената чуждестранна конкуренция там, така и поради някои вътрешни фактори) от огромния и непретенциозен съветски пазар, на който България реализираше значителна част от продукцията на селскостопанската и хранително-вкусовата си промишленост, а също и на тежката си

<sup>3</sup> За съжаление тази констатация, изглежда, може да се направи и сега, десетина години по-късно.

индустрия; войните и наложеното ембарго от ООН над Ирак и бивша Югославия, които прекъснаха преките търговски взаимоотношения с тези страни, като същевременно отложиха за неопределено време изплащащето на иракския дълг към България и ограничиха до крайност транзитния транспорт на българските търговци за Западна Европа през територията на Югославия.

### ***Пазарноориентираната реформа и необходимостта от [ре]интегриране в световната икономика***

Всички тези събития предопределиха случилото се в страната в началото на 90-те години. След краха на социализма алтернативата на пазара изглеждаше неизбежна. Въпреки известното забавяне през 1990 г. следващата година българската пазарноориентирана реформа „стартира“ мащабно и убедително. Тя постигна първи частични успехи през 1991 г. и 1992 г. Но обществото нямаше готовност да приеме сериозните лишения, произтичащи от преобразуванията. Това създаде настроения в посока към отлагане на структурните реформи, от които популистки се възползваха повечето български правителства. Така постигнатата макроикономическа стабилизация (през 1995 г.) се оказа нетрайна и подвеждаща. През 1996 г. кризата в българското общество се разрази с нова, разрушителна сила и сега всичко трябва да започва отначало, само че този път от много по-неблагоприятна изходна позиция.

За период от половин столетие България бе част от социалистическа икономическа система, но не и от световната икономика. Разпадът на СИВ и започналата пазарна реформа наложиха необходимостта от [ре]интегриране на страната в световното стопанство. Този процес формално започна още през есента на 1990 г., когато България бе приета за член на двете най-авторитетни международни финансови институции – Международния валутен фонд и Световната банка. През 1991 г. с либерализацията на външната търговия и валутния режим страната на практика „отвори шлюзите“ и се „скачи“ с останалите икономики в света. Реинтегрирането на България след толкова дълъг период на изкуствена и икономически нездравословна изолация обаче не бе (и няма да бъде, тъй като процесът продължава) безболезнено. Приспособяването на българската икономика към международните цени и пазари в дисциплиниращата среда на глобалното стопанство трябва постепенно да оптимизира външноикономическите ѝ отношения така, че тя да е способна сама да „заработка“ дохода си. И не само да го заработка, но и разумно да го инвестира, защото целта на икономическата дейност на една нация би следвало да има по-дългосрочен хоризонт и да се изразява в постигането на самоподдръжащ се (т. е. недългов и неинфлационен) растеж.

## **Споразумения за разсрочване и намаляване на външния дълг**

### ***Външнодълговата ситуация преди дълговите споразумения***

При монобанковата система, характерна за социалистическата икономика, *Българската външнотърговска банка (БВБ)* имаше монопол върху валутните разплащания по външната търговия на страната и изпълняваше функцията на „централна валутна банка“ на България. Затова целият официален дълг и голяма част от частния дълг, договорен и натрупан преди прекратяването на обслужването му, се водеше по книжата на тази банка.

*В края на 1992 г.* дългът, воден по сметки в БВБ<sup>4</sup>, възлиза на 11.3 млрд. щ. д., 8.5 млрд. щ. д. от тях са дълг към търговски банки (т. е. към частни кредитори от т. нар. Лондонски клуб); 1.2 млрд. щ. д. са задължения към официални кредитори (членуващи в т. нар. Парижки клуб); 1.3 млрд. щ. д. – дълг към страни – членки на СИВ; и 0.3 млрд. щ. д. – дълг по облигации, емитирани на международните пазари.

*Валутната деноминация* на този дълг е, както следва: 39% – в щатски долари; 37% – в германски марки; 9% – в швейцарски франкове; 8% – в японски юени; 6% – в австрийски шилинги; и 2% – в други валути.

Според договорените срокове повече от половината от дълга на БВБ се пада на средно- и дългосрочни заеми. Останалата част е дълг по акредитиви и търговско финансиране, както и по депозити.

Според *крайното си предназначение* 54% от дълга е натрупан в резултат на финансиране на платежния баланс, 29% като търговско финансиране и 17% като инвестиционно финансиране.

### ***Споразуменията с официалните кредитори***

Сред *най-големите официални кредитори* на България (т. е. правительства, обединени в Парижкия клуб) са Япония, Австрия, Германия, Швейцария и Франция.

През април 1991 г. е сключено първото споразумение за разсрочване на дълг към тях, покриващо около 600 млн. щ. д. През декември 1992 г. е сключено второ споразумение. Така постепенно във времето и по двустранни договори със съответните държави са разсрочени и регламентирани *плащанията по обслужването на официалния български дълг*.

### ***Споразуменията с търговските кредитори***

Сред *най-големите частни кредитори* на България са търговски банки (членуващи в Лондонския клуб) в Германия, Япония, Австрия, Франция и Швейцария. Преди сключването на дълговата сделка с тях от юни 1994 г. повечето от тези банки продължаваха на всеки три месеца да отпускат на

<sup>4</sup> По данни на Комисията по външния дълг и БНБ.

БВБ револверни кредити, предназначени за покриване на главници и просрочени лихви по междубанковите кредитни споразумения.

През ноември 1992 г. между българското правителство и Консултативния комитет на банките – кредитори от Лондонския клуб, председателстван от немската *Дойче Банк*, бе съгласувана по принцип и към края на месеца публично оповестена *рамка за преструктуриране на българския дълг към частните кредитори от типа Брейди*<sup>5</sup>. В нея се предлагаше меню от алтернативни дългови брейдиинструменти, чрез което съществено да се редуцира и разсрочи търговският външен дълг на България. Изразявайки добра воля за сключване на споразумение по този дълг, българското правителство още през септември 1992 г. беше предприело частично изплащане на лихвите (в размер на 25% от дължимите лихвени плаща-

ния).

През юни 1994 г. между българското правителство и Консултативния комитет на банките – кредитори от Лондонския клуб, беше подписано цялостно *споразумение за намаляване на вънния дълг на България към частните ѝ кредитори и неговото обслужване*. Още през следващите месеци съгласно предвиденото в дълговата сделка бе възстановено обслужването на този дълг.

В най-общ вид *параметрите на споразумението* за намаляване на дълга към Лондонския клуб и неговото обслужване изглеждат по следния начин.<sup>6</sup> Еmitирани са брейдиоблигации в размер на 5.1 млрд. щ. д., като 37% от тях са облигации с отстъпка, 32% – с първоначално намалени лихвени плащания, и останалите 31% – облигации по просрочените лихви. 25 3/16% от главницата и коригираните просрочия са изкупени обратно чрез плащане в брой. Постигната е редукция на дълга почти 50%.

*Облигациите с отстъпка* заменят дълг в съотношение 1:0.5. Те имат срок до падежа 30 години и са гарантирани чрез залог на американски съкровищни облигации. Купонът по тях се изплаща на всяко полугодие и се равнява на 6-месечен LIBOR<sup>7</sup> + 13/16. С тези облигации може да се придобие собственост в одобрени приватизационни сделки, равна на 100% от номинала им.

*Облигациите с първоначално намалени лихвени плащания* заменят дълг в съотношение 1:1. Срокът им до падежа е 18 години с 8-годишен гратисен период. Купонът по тях се изплаща на всяко полугодие и се равнява на 2% през първите две години след сключване на дълговото споразумение и на 2.25% през третата и четвъртата година. Постепенното му покачване продължава до осмата година след дълговата сделка. Между 8-ата и 18-ата година той се равнява на 6-месечен LIBOR + 13/16. С тези облигации може да се придобие собственост в одобрени приватизационни

<sup>5</sup> По името на бившия финансов министър на САЩ Никълс Брейди, който има съществен принос в опитите за преодоляване на нарастващата външна задължност (особено на латиноамериканските страни) през втората половина на 80-те години.

<sup>6</sup> Данилите са по Osband (1994).

<sup>7</sup> London Interbank Offered Rate – лихвен процент, предлаган на лондонския междубанков пазар.

сделки, равна на 50% от номинала им.

*Облигациите по просрочените лихви заменят дълг в съотношение 1:1 (за коригирани просрочия минус плащанията в брой). Срокът им до падежа е 17 години със 7-годишен грatisен период. Купонът по тях се изплаща на всяко полугодие и се равнява на 6-месечен LIBOR + 13/16.*

### ***Външнодълговата ситуация след дълговите споразумения***

В края на 1994 г. българският външен дълг<sup>8</sup> възлиза на 10.3 млрд. щ. д., 5.5 млрд. щ. д. от тях са дълг към частни банки от Лондонския клуб и други кредитори; 1.8 млрд. щ. д. са дълг към международни финансови институции; 1.4 млрд. щ. д. – към официални кредитори от Парижкия клуб; и 1.6 млрд. щ. д. – към кредитори от бившия СИВ.

*В края на 1995 г. българският външен дълг<sup>9</sup> възлиза на 9.4 млрд. щ. д., 5.4 млрд. щ. д. от тях са дълг към частни банки от Лондонския клуб и други кредитори; 1.7 млрд. щ. д. – към международни финансови институции; 1.5 млрд. щ. д. – към официални кредитори от Парижкия клуб; и 0.8 млрд. щ. д. – към кредитори от бившия СИВ.*

Въпреки значителното понижение след сключване на дълговата сделка с търговските банки кредитори външната задължност на България се запазва висока, когато бъде измерена със стандартните международно приети показатели. Съотношението *външен дълг/БВП* е 76.4% през 1995 г. при 103.4% през 1994 г. и 115.4% през 1993 г. Съотношението *външен дълг/постъпления от износ на стоки и услуги* е 141.4% през 1995 г. при 188.2% през 1994 г. и 249.9% през 1993 г. Показателят *обслужване на вънния дълг/БВП* е 7% през 1995 г. при 5.7% през 1994 г. и 2.7% през 1993 г. Показателят *обслужване на вънния дълг/постъпления от износа на стоки и услуги* е 17.3% през 1995 г. при 14.4% през 1994 г. и 7.9% през 1993 г.

По настоящем тежестта на обслужването на външния дълг се чувства твърде осезаемо. От гледна точка на *предстоящите в средносрочна перспектива плащания*<sup>10</sup> прекалено проблематични са 1995 г. и особено 1996 г. и 1997 г. През последните две от посочените години са предвидени плащания в размер на почти 1.5 млрд. щ. д. годишно, което по груби оценки е повече от 10% от БВП на България.

### **Външни ограничения пред финансовата политика**

#### ***Платежният баланс***

Въздействието на провежданата финансова политика върху променливите на външния сектор на икономиката се изразява преди всичко в *избора на алтернативи пред валутнокурсовата политика и управлението на платежния баланс*. За ефективното провеждане на валутнокурсовата политика са необходими значителни валутни резерви. Те на свой ред са функция от състоянието и динамиката на различните салда по платежния баланс и най-вече на общия баланс. В такъв смисъл всяко едно от по-

<sup>8,9</sup> По данни на БНБ.

<sup>10</sup> По данни на БНБ, Министерството на финансите и БАН.

важните от тях – доколкото участва като компонент във формирането на общия баланс – има съществени макроикономически ефекти. Затова по-долу са разгледани накратко някои от *основните платежнобалансови салда* в ролята им на външни ограничители пред финансовата политика изобщо и паричната политика в частност.

### **Преструктурирането на българската външна търговия**

Важен ограничител пред финансовата политика е *преструктурирането на българската външна търговия*, тъй като то е сериозно препятствие пред реализирането на положителен търговски баланс. Още преди реформите *българският търговски баланс страдаше от значителна ирационалност*. Хроничните търговски дефицити с развитите страни генерираха валутен дълг, който не можеше да бъде изплатен с преобладаващите положителни търговски салда в преводни рубли с държавите от СИВ. Така, от една страна, нарастваше външната задлъжност на България и, от друга – компоненти на продукция, закупени с валута, се продаваха като готови стоки срещу преводни рубли с ограничена роля на платежно средство.

*Реформата във външната търговия* на България беше призвана да коригира посочената ирационалност и склонност към дефицита. Външнотърговският държавен монопол бе отменен и външнотърговските сделки – либерализирани. Реформата пренасочи външнотърговските потоци на страната и промени стоковата им структура. Периодът от четири-пет години обаче е недостатъчен за мащабно преструктуриране на производствения и експортен потенциал на страната. Поради незапочната структурна реформа установилата се напоследък структура на българската външна търговия по страни и особено по стоки едва ли е оптимална в един по-дългосрочен период.

Доколкото в повечето години на прехода търговският баланс се запазваше повече или по-малко отрицателен и доколкото предстоящите приватизацияционни процеси няма веднага да доведат до коренен обрат в краткосрочните тенденции, отрицателните или в по-добрния случай слабо положителните салда в българската външна търговия няма да доведат до съществен приток на *валутни постъпления от износ*, които да допринесат за формирането на излишък по текущата сметка, а оттам и на положителен общ баланс, следователно и за генерирането на валутни резерви. Самият факт на противящото преструктуриране на външнотърговските връзки (от микро- до макроравнище и при наличието на такъв сериозен по мащабите си шок, вследствие на който икономиката за няколко години рязко сви износа си и се „пренастрои“ да предлага от около 3/4 до около 1/3 от него на страните от бившия СИВ) не позволява бързото превръщане на търговския баланс в решаващ приходоносен източник за икономиката.

### **Лихвените плащания по външния дълг**

Препятствие пред реализирането на положителна текуща сметка, при това все по-сериозно през последните години – става и салдото по нетни-

те лихви в рамките на салдото по услугите на текущата сметка на платежния баланс. Тази тенденция ще се запазва дотогава, докогато България не погаси значителна част от външния си дълг.

Традиционно страната до неотдавна реализираше положително салдо по услугите. То се дължеше на съществените постъпления от транспортни операции и туризъм. Положителните салда по тези две позиции обаче напоследък се свиват, докато в същото време нараства отрицателното салдо по нетните лихви. Величината на това салдо е толкова голяма, че в някои години дори „обръща“ знака на общото салдо по услугите.

Лихвените плащания се превърнаха в значителен разход за българска-та икономика след възобновяване обслужването на външния дълг. Те ос-тават такъв в обозрима перспектива и поради това ще упражняват нега-тивен ефект върху текущата сметка и общия баланс на страната, а оттам и върху натрупването на валутни резерви.

### **Ниският кредитен рейтинг и слабият интерес на чуждестранните инвеститори**

Извън текущата сметка ограничители пред възможностите за натруп-ване на резерви и провеждане на по-ефективна финансова (преди всичко валутна и парична политика) са и някои от позициите на капиталовата сметка. След преустановяване обслужването на външния си дълг през 1990 г. България почти не е получавала частни заеми от чужбина. Много от длъжниците на страната – най-големите сред които са Ирак и Либия – поради различни причини също спряха или намалиха на свой ред пога-нието на дълг към България.

Особено сериозно препятствие пред реализирането на положителна капиталова сметка в създалата се ситуация е символичният размер на *преките чуждестранни инвестиции*, постъпващи ежегодно в страната. Чуждестранните инвеститори на практика са отблъсквани от противоречията и неяснотите в нормативната база за стопанская дейност в България, нестабилната макроикономическа обстановка, двусмислените изявления и разнопосочни действия на представителите на няколко сме-нени през периода български правителства, а вероятно и от цялостния неприветлив климат на Балканите. Така трудностите за постигане на по-ложителна текуща сметка прерастват и в трудности за постигане на по-ложителна капиталова сметка.

### **Недостатъчните валутни резерви**

Доколкото официални валутни резерви се натрупват при последова-телно (т. е. в поредица от няколко години) реализиране на положителен общ платежен баланс, което въсъщност означава положителна сума от салдата по текущата и капиталовата сметка (дори ако те имат противоположен знак), факторите, влияещи в посока към влошаване на текущата и капиталовата сметка (изброени по-горе) в крайна сметка имат за ре-зултат *проблематичното формиране на трайни, устойчиви благоприятни тенденции в платежния баланс и валутния резерв на България*. Това

обрича на ниска ефективност валутната и паричната политика и се явява основен ограничител пред обслужването на външния дълг и финансовата политика.

Възможен компенсиращ посочената слабост механизъм е търсенето на *официални вънни заеми* в подкрепа на реформите, с които периодично да се попълва валутният резерв на страната. Това беше правено у нас в годините на прехода, но може да бъде само временна мярка. Получените на заем резерви в края на краищата се връщат на заемодателите, при това със съответните лихви. Ако икономиката не заработи така, че да генерира печалби, т. е. валутни постъпления, и най-щедрият кредитор бързо ще се откаже да я подпомага със заеми, особено с оглед на утежняващото погашенията им значително дългово бреме, задушаващо допълнително българската икономика.

### ***Финансовите ефекти от обслужването на външния дълг***

Както е подчертано в Приложение II към настоящото изследване, обслужването на външния дълг на страната като приоритетна (средносрочна) цел на финансовата политика означава същевременно *жертвуване на валутнокурсовата стабилност* в средносрочен план. Това ограничение е разгледано по-подробно в *Обслужването на външния дълг* на посоченото приложение и поради това не се анализира тук.

### ***Конвергенцията към Европейския икономически и валутен съюз***

Както е подчертано в Приложение II към настоящото изследване, постепенното приближаване към *макроикономическите критерии на Маастрихтския договор* като приоритетна (дългосрочна) цел на финансовата политика означава същевременно ограничаване на възможностите за маневриране на финансовата политика по принцип и на паричната политика в частност. Този ограничител е разгледан по-подробно в *Европейският икономически и валутен съюз* на посоченото приложение и поради това не се анализира тук.

*Приложение IV*

## **Съдържание**

Държавни финанси .....	127
Финансиране на бюджетния дефицит .....	127
Държавни ценни книжа .....	127
Небанково финансиране на бюджетния дефицит .....	130
Финансови посредници .....	130

---

# **Държавни финанси**

## **Финансиране на бюджетния дефицит**

С икономическата реформа, стартирана през 1991 г., се промениха взаимоотношенията на бюджета с централната банка. Практиката на неограничено пряко финансиране на бюджетните разходи от страна на БНБ беше преустановена. В Закона за БНБ, приет през 1991 г., централната банка получи статут на независима от правителството държавна институция, която има право да финансира необезпечено бюджетния дефицит единствено чрез краткосрочни (тримесечни) заеми, които не трябва да превишават 5 на сто от годишния приход на държавния бюджет и следва да бъдат издължени в рамките на финансовата година.

Устойчивостта на бюджетния дефицит и величината му обаче не позволиха клаузите в Закона за БНБ да се приложат на практика. По силата на Закона за републиканския бюджет, който се приема в началото на всяка година и визира бюджетните постъпления и разходи за годината, БНБ трябваше да отпуска на Министерството на финансите и дългосрочни преки необезпечени кредити, оформени като десетгодишни заеми за бюджета.

През 1992 г. финансирането на бюджетния дефицит бе 50% с прям кредит от БНБ и 50% с ценни книжа. В Закона за държавния бюджет за 1993 г. това съотношение беше променено съответно на 43% за прекия кредит и на 57% в полза на ценните книжа. В края на 1993 г. постигнатото съотношение беше 77 на сто към 30 на сто в полза на ценните книжа, поради което в Закона за държавния бюджет за 1994 г. бе предвиден дял от 19 на сто на нетното пряко финансиране от централната банка. През 1995 г. кредитирането на бюджета се извърши в съответствие със Закона за БНБ, като се преустанови практиката на необезпечено кредитиране на бюджетния дефицит от централната банка.

През 1996 г. след неколократни корекции в Закона за държавния бюджет преките дългосрочни кредити от БНБ за бюджета отново бяха разрешени. В Закона за държавния бюджет беше включено също така изискването централната банка да изкупува непласиранные държавни ценни книжа. В края на годината 115 млрд. лв. краткосрочен дълг на бюджета към БНБ беше преоформен в дългосрочен.

## **Държавни ценни книжа**

От юни 1991 г. БНБ започна продажба на безналични съкровищни бонове чрез провеждането на редовни аукциони. От 1992 г. те се извършват по реда на Наредба № 5 за емитиране на безналични ценни книжа и реда за придобиването и изплащането им, разработена съвместно от Министерството на финансите (МФ) и БНБ.

Пазарът на държавните ценни книжа беше открит с емисии на съкращени бонове (ДЦК със срок до 1 година), като МФ уведомяваше централната банка пет дни преди всеки аукцион относно датата, номера и вида на емисията, предлаганото количество, минимално приемливата цена на 100 лева номинал и годишната доходност. БНБ от своя страна уведомяваше всички първични дилъри за условията на аукциона. На този етап за първични дилъри се считаха всички търговски банки с разплащателна сметка в БНБ, ДСК и ДЗИ. Цената по ДЦК не се формираше на пазарен принцип, тъй като МФ определяше стопцена за всеки аукцион. Поради липсата на лимит за закупуване на ДЦК от един първичен дилър ДСК изкупуваше с най-високи цени почти 100% от една емисия, което спомагаше за намаление на разходите по управление на вътрешния дълг. Разликата в потребностите от финансови ресурси за бюджета и реализираните емисии на държавни ценни книжа се компенсираше с пряк кредит от БНБ.

През 1993 г. бяха направени промени в правилата за участие в аукциите. Броят на първичните дилъри беше увеличен, като на аукционите на ДЦК бяха допускані финансови къщи и брокери, представили неотменяема гаранция на търговска банка за покриване на задължения, произтичащи от осъществявани от тях сделки с ДЦК. Въведоха се и т. нар. несъстезателни поръчки, с които първичните дилъри можеха да участват в аукционите от името и за сметка на техни клиенти, неизвършващи по занятие банкови и застрахователни сделки. Целта на несъстезателните поръчки беше да се включат фирмите и гражданите в покупките на ДЦК. За несъстезателните поръчки се заделяха с предимство 30% от всяка емисия и се изпълняваха по среднопретеглената цена на одобрените състезателни поръчки. Беше въведен и лимит до 50% за придобиване на ДЦК от дадена емисия от един първичен дилър в случаите, когато направените поръчки покриват цялото количество, предложено от МФ.

Направените промени имаха за цел да подпомогнат развитието на първичния и вторичния пазар на ДЦК и да предоставят на централната банка повече инструменти за управление на паричната маса. През този период БНБ започна да отпуска ломбардни заеми срещу залог на ДЦК, като по този начин допълнително стимулираше финансовите институции да закупуват новите емисии.

С развитието на първичния пазар на ДЦК централната банка започна да използва операциите на открития паричен пазар като индиректен инструмент за регулиране ликвидността на банковата система. Съгласувано с Министерството на финансите БНБ обособи в самостоятелно звено автоматизираната система за съхранение на депозираните безналични ДЦК и за регистриране на сделките с тях. Депозитарът на ДЦК представлява компютризирана система за съхранение, управление и обслужване на дематериализираните ДЦК. Той функционира по определени правила, предварително известни на всички участници, които осигуряват ефективността на системата за разплащане и извършване на сделките с ДЦК в реално време при спазване на основния принцип (*delivery versus payment*).

По този начин се намалява рисъкът от забавяне на плащанията, свързани с ДЦК, и разходите по отпечатването на ценните книжа, а централната банка по-лесно поддържа тяхната ликвидност чрез провежданите от нея операции на открития пазар.

Липсата на емисионен календар до началото на 1993 г. и на предварителни прогнози за бюджетните разходи създаде допълнителни трудности пред централната банка при разработване и изпълнение на паричната политика. През отделни периоди МФ задържаше големи среднодневни наличности по сметките си в БНБ, което увеличаваше разходите за лихви, платими на бюджета, поради разликата между размера на лихвения процент, с който се олихвяват тези сметки, и плащаните лихви и отстъпки по ползвани кредити и емитирани ДЦК. Решаването на тези въпроси наложи текущо съгласуване между провежданата парична политика и фискалната политика на правителството особено в областта на съвместните прогнози за начина на финансиране на бюджетния дефицит и обслужването на дълга.

Началото на координация между парична и фискална политика бе поставено едва в края на 1993 г. Беше отчетена неефективността от небалансираното финансиране на бюджетния дефицит с краткосрочни ценни книжа и тяхното следствие – значителното увеличение на задълженията на бюджета и концентриране на падежи на ДЦК в отделни месеци на 1994 г. Относителният дял на дългосрочните ДЦК бе само 8% от намиращите се в обращение към 31 декември 1993 г.

С цел преструктуриране на държавния дълг централната банка по договореност с МФ започна да провежда аукциони за обратно изкупуване на ДЦК с падеж през 1994 г. На спечелилите аукциона финансови институции се предоставяха ДЦК с по-дълъг срок и по-добра доходност. Това представляваше поемане на нови функции от страна на централната банка като финансов агент на правителството, които на практика подпомагаха провежданата от нея парична политика. Неравномерното струпване на падежи на ценни книжа беше омекотено и възможните източници за свръхликийвидност в банковата система бяха ограничени.

Периодът от края на 1993 г. до кризата през март 1994 г. трябваше да положи начало на координиране на дългосрочната позиция на БНБ и правителството по отношение целите и инструментите на паричната и фискалната политика с обща цел да се балансира нарастването на държавния дълг и реалният растеж на брутния вътрешен продукт. Отношението на вътрешния държавен дълг към БВП е носител на важна информация за стабилността на финансовата система. Създаденият в края на 1994 г. междуведомствен комитет с представители на БНБ и МФ се явява само организационното начало за реализиране на тясна координация между фискална и парична политика. Междуведомственият комитет работи на експертно ниво и задачите му се свеждат до взаимна информированост относно календара на емисиите и падежите на ДЦК и за разходите на бюджета, които могат да повлияят върху паричната политика на БНБ.

## **Небанково финансиране на бюджетния дефицит**

В резултат на съвместната политика на БНБ и МФ за стимулиране небанковото финансиране на бюджетния дефицит в Закона за държавния бюджет за 1995 г. за първи път беше заложено небанково финансиране в размер на 3918 млн. лв. (нето). Започна редовно емитиране на целеви емисии, предназначени за фирми и граждани, чрез избрани от МФ финансови институции. Ежедневно се котират цени за обратно изкупуване на целевите тримесечни, шестмесечни и едногодишни съкровищни бонове. Високата ликвидност на емитираните по този начин ДЦК дава възможност на инвеститорите да реинвестират първоначално вложените от тях средства през определен период, по-къс от матуритета на емисиите, с което да си осигурят по-голям капитализиран доход. Но при тази практика бюджетът не получава свежи пари от новите емисии.

По данни от депозитара на ДЦК при БНБ размерът на притежаванието ДЦК от небанкови институции, фирми и граждани към 31 декември 1995 г. възлиза на 26 476 млн. лв. по номинал, което представлява 17.8 на сто от емисиите в обращение към тази дата. Към 31 декември 1994 г. този размер е само 8128 млн. лв. В резултат на активната рекламна кампания по телевизията, радиото и другите средства за масова информация, както и на фона на проблемите в банковата система и разочарованията от пирамидалните структури атрактивността на ДЦК като безрискова и високодоходна инвестиция привлича все повече населението.

Единствено при наличие на доверие в малките инвеститори ще стане възможно стартирането и на други форми за дългосрочно финансиране в ДЦК, при които гражданите ще са заинтересовани поради добрия доход и нулев риск да държат съкровищните облигации до падежа. Такива системи, насочени към увеличаване на националните спестявания, има в много страни и тяхното развитие е част от борбата на всяко правителство с инфлацията. Чрез развитата си клонова мрежа и завоювано доверие на спестителите ДСК е подходяща институция, която продължава да бъде основен инвеститор в ДЦК и притежава над 50 на сто от намиращите се в обращение съкровищни бонове и облигации.

## **Финансови посредници**

В повечето страни с развити финансови пазари се изгражда система на първични дилъри с цел подбиране на най-добрите контрагенти на централната банка, търгуващи с ДЦК и осъществяващи пазарните си операции съобразно провежданата от нея парична политика. В зависимост от състоянието на пазара централната банка следва да променя текущо стандартите си за селекция на първичните дилъри, като основните ѝ изисквания се свеждат до:

- капиталова адекватност и ликвидност;
- поддържане на разумни пазарни отношения с централната банка;
- пълноценно участие в аукционите за първична продажба на ДЦК;
- редовно предоставяне на надеждна информация на централната бан-

ка за състоянието на пазара с цел подпомагането ѝ при осъществяване на паричната политика.

В случай че взаимоотношенията на БНБ с търговските банки не бъдат подчинени на тези изисквания, е невъзможна добра съгласуваност между парична и фискална политика.

В началото на 1996 г. бе приета нова Наредба №5 на МФ и БНБ за условията и реда за емитиране, придобиване и изплащане на безналични ДЦК. Тя въвежда избора на първични дилъри от комисия, чито членове се определят по предложение на министъра на финансите и управителя на БНБ. Комисията извършва подбора въз основа на предварително обявени критерии, приети от Управителния съвет на БНБ и съгласувани с Министерството на финансите, заседава най-малко два пъти годишно и избира първичните дилъри за срок от шест месеца.

Първични дилъри на този етап могат да бъдат търговски банки, които са лицензираны по ЗБКД, или инвестиционни посредници, получили писмено разрешение от Комисията по ценните книжа, фондовите борси и инвестиционните дружества. ДСК и ДЗИ, които в момента изпълняват ролята на основни инвеститори на първичния пазар, също ще бъдат включени в първичните дилъри въпреки проблемите с капиталовата им адекватност. Тъй като тези две финансови институции са създадени със специални закони, на практика е невъзможно към тях да се приложат изискванията за капиталова адекватност, възприета за търговските банки и инвестиционните посредници със ЗБКД, наредбите на БНБ и ЗЦКФБИД.

Първичните дилъри трябва да отговарят на следните изисквания:

1. Да притежават по всяко време капитал, чийто размер не може да бъде по-малък от:

- за търговските банки – утвърдения от УС на БНБ капитал, необходим за извършване на банкова дейност вътре в страната;
- за инвестиционните посредници (финансови къщи и брокери) – 80 млн. лв. (внесен);
- за инвестиционните посредници (застрахователни дружества) – 200 млн. лв.

2. Да участват редовно и пълноценно в аукционите, провеждани от Министерството на финансите, като заявяват количества, съответстващи на техните възможности, и предлагат конкурентни цени, съобразени с пазарните условия.

3. Да съдействат на БНБ в усилията ѝ за увеличаване ефективността и сигурността на пазара – да бъдат активни и кредитоспособни участници в провежданите от централната банка операции на открития пазар.

4. Да представят на БНБ ежемесечно отчет за дейността си, съдържащ пълна и точна информация за развитието на пазара на ДЦК и всички други пазари, на които участват.

5. Да котират ежедневно цени „купува“ и „продава“ на търгуваните от тях ДЦК, като котировките не затрудняват ликвидността на пазара и не водят до неговото ограничаване и дискриминация.

6. Да имат разплащателна сметка в БНБ и разполагат с квалифициран обслужващ „back office“ персонал и необходимата техника (телекс, факс, hardware, software), способност за упражняване на ефикасен вътрешен контрол.

7. Да притежават развита клонова мрежа в страната, чрез която да привличат разнородни инвеститори и приемат несъстезателни поръчки за участие в провежданите от Министерството на финансите аукциони от името и за сметка на свои клиенти – небанкови предприятия.

Горните най-общи критерии за първични дилъри са в голяма степен банкови и могат да се считат определено за минимални изисквания на централната банка към всеки дилър, с когото тя има търговски взаимоотношения по покупко-продажбата на ДЦК. Банка, застрахователна институция или инвестиционен посредник, които желаят да бъдат първични дилъри, следва писмено да уведомят БНБ и МФ. Централната банка проверява и се консулира с органите, осъществяващи надзор.

Важно условие за разширяване списъка на първичните дилъри е степента на автоматизация на комуникационната система за извършване на сделки. Чрез компютърната система на участника в централната банка ежедневно ще се изпращат котировките „купува“ и „продава“ по факс или телекс. Тези промени имат за цел да улеснят постепенното преминаване към по-отворена система на взаимоотношения между БНБ, МФ и първичните дилъри, която да подпомогне максимално централната банка при управлението на паричната маса и Министерството на финансите при финансиране на държавния дълг чрез емисии на ДЦК. По този начин се формира част от системата за уравновесяване на властите между двете институции, което ще доведе до прилагане на гъвкави междинни решения за провеждане на сполучлива икономическа политика.