



БЪЛГАРСКА НАРОДНА БАНКА

**Първата година
на Паричния съвет в България**

**Виктор Йоцов
Николай Неновски
Калин Христов
Ива Петрова
Борис Петров**

DP/1/1998

ДИСКУСИОННИ МАТЕРИАЛИ

Август, 1998 г.

ДИСКУСИОННИ МАТЕРИАЛИ

Редакционен съвет:

Председател: Гарабед Минасян

Членове: Румен Аврамов

Георги Петров

© Българска народна банка, август 1998 г.

ISBN 954 – 9791 – 0205

Отпечатано в Полиграфична база на БНБ

Материалите отразяват гледищата на своите автори и не ангажират позицията на БНБ.

Мненията си изпращайте до:

отдел „Печатни издания“

Българска народна банка

пл. „Княз Александър Батенберг“ № 1

1000 София

E-mail адрес: Press_office.bnb.bg@ibm.net

Publications

Уважаеми читатели,

Пред вас е първата книжка от новата поредица на Българската народна банка „Дискусионни материали“.

Тази поредица продължава отдавнашната традиция на Българската народна банка да дава трибуна на различни мнения по научни и практически въпроси на стопанския живот на страната. Тя развива в нова форма началото, поставено с „Известия на БНБ“, „Финансови проучвания на БНБ“, „Пари и кредит“ и „Банков преглед“ – издания на БНБ, превърнали се през годините в център на интелектуалния обществен дебат по основните икономически проблеми на България.

Целта на поредицата „Дискусионни материали“ е да публикува качествени разработки от професионален интерес в областта на финансите. Естественият център на проблематиката ще бъде практиката на БНБ и на други централни банки, но в поредицата ще се поместват и материали, отнасящи се до проблемите на търговските банки, макроикономиката, сравнителни анализи на банковата практика и финансите в различни страни.

Нашата цел е не толкова обединяване на общественото мнение около една или друга гледна точка, колкото да дадем възможност да се търсят нови пътища в решаването на наболелите проблеми на стопанското развитие на страната.

Основни критерии при подбора на материалите ще бъдат значимостта на поставяните проблеми, а също оригиналността и дори провокативността на изказваните позиции.

Поредицата е отворена както за автори от БНБ, така и за изследователи от всички други среди на стопанската практика и академичната общност.

Предварително благодарим за всички отправени препоръки.

РЕЗЮМЕ. Предлаганият материал разглежда състоянието на икономиката една година след въвеждането на паричния съвет. Направени са сравнения за същия период с други страни, въвели правилото на паричен съвет. Анализирани са реакциите на отделните икономически сектори и стопанските субекти в новите условия. Специално внимание е отделено на промените в банковия сектор. Построени са индикатори за стабилността на паричния съвет и критериите за системен риск. Дискутирани са непосредствените и потенциалните рискове пред паричния съвет и са направени съответни изводи.

От 1 юли 1997 г. в България бе въведена нова парична система, основаваща се на принципите на паричен съвет. БНБ претърпя може би най-голямата институционална промяна от създаването си през 1879 г. Причините, довели до въвеждането на паричен съвет, се коренят в безпрецедентната в най-новата история на България финансова криза. Страната изпита последствията на хиперинфлация и рязко обезценяване на националната валута. Валутният резерв спадна под критичния минимум и не позволяваше нормално обслужване на външния дълг. Вътрешният дълг нарасна неколкосткратно, а обслужването му се превърна в преобладаваща част от бюджетните разходи. Населението бе обхванато от паника, а почти една четвърт от банковата система бе подложена на ликвидация. В тези условия БНБ загуби контрол върху паричното предлагане и не можеше да изпълнява основната си функция – поддържане стабилността на националната валута. Инструментите на паричната политика престанаха да действат и се обезсмислиха, което доведе и до отказ от провеждането на самостоятелна парична политика.

Виктор Йоцов, началник-отдел „Изследвания и прогнози“ на БНБ, e-mail: Yotzov.V@bnbank.org, Николай Неновски, главен експерт в отдел „Изследвания и прогнози“ на БНБ; УНСС, катедра Финанси, доктор по икономика, e-mail: von_hayek@Yahoo.com, Калин Христов, експерт в отдел „Изследвания и прогнози“ на БНБ; УНСС, катедра Икономикс, e-mail: Kalin_hristov@Yahoo.com, Ива Петрова, експерт в отдел „Изследвания и прогнози“ на БНБ, e-mail: iva_petrova@Yahoo.com, Борис Петров, специалист в отдел „Изследвания и прогнози“ на БНБ, e-mail: boris_petrov@Yahoo.com.

Една година след въвеждането на новата парична система финансовата стабилизация е неоспорим факт. Валутните резерви нараснаха значително, което създаде предпоставки за стабилност в паричното предлагане. Търсенето на пари започна да се възстановява, съпроводено с процес на ремонетизация на икономиката. Темпът на инфлацията рязко намаля. Валутната субституция, марка и все още висока, бележи тенденция към намаляване. Подобри се събираемостта на данъците и се увеличиха приходите в бюджета, което доведе до бързо нарастване на фискалния резерв. Лихвените проценти рязко спаднаха, вследствие на което намаля и делът на лихвените плащания в общите бюджетни разходи. В крайна сметка след въвеждането на паричния съвет България успя за относително кратък срок да стабилизира финансовата си система.

Сравнението с други страни, въвели паричен съвет, показва общо взето сходни резултати.

Таблица 1

**ПРОМЕНИ ЕДНА ГОДИНА СЛЕД ВЪВЕЖДАНЕТО
НА ПАРИЧЕН СЪВЕТ**

	(%)			
	Естония	Аржентина	Литва	България
Инфлация	117.1	27.5	43.1	18.9
Нарастване на резервните пари	312.4	76.1	42.0	86.8
Нарастване на М1	238.0	124.8	33.6	152.1
Нарастване на квазипарите	-83.6	74.1	71.9	18.8
Нарастване на М2	16.7	89.7	48.7	49.8
Мултипликатор на М2	-71.7	7.7	4.7	-19.4
Нарастване на парите извън банките	531.5	107.0		156.0
Нарастване на нетните външни активи	112.7	34.2	3.5	132.8
Нарастване на вътрешния кредит	-6.7	24.9	66.9	-15.9
Нарастване на вземанията от правителството	-50.0	4.3	-32.5	-65.1
Нарастване на вземанията от неправителствения сектор	7.7	52.7	85.2	22.1
Намаление на лихвите на междубанковия пазар (в пунктове)	169		62.3	25.6

Източник: БНБ, IMF – International Financial Statistics.

I. Реален сектор

Основният компонент на стабилизационните програми, основани на фиксиран валутен курс (включително програмите, основани на фиксиран валутен курс, но неработещи на принципа на паричния съвет), е спирането на номиналното обезценяване на националната валута с цел овладяване на инфлационните очаквания. Възприетите стабилизационни програми, основани на фиксиран валутен курс, се характеризират със сходни първоначални ефекти по отношение на инфлационните равнища. Те конвергират бавно към процента на номинално обезценяване, а в случая със страни с паричен съвет – към инфлационните равнища на страната, чиято валута е избрана за резервна.

Резултатите след въвеждането на паричен съвет в страната по отношение на инфлацията потвърждават тезата за бавната и постепенна конвергенция на инфлационните равнища в България към инфлацията на страната, чиято валута използваме за резервна. В първите три месеца след въвеждането на паричен съвет инфлацията се задържа на относително високи равнища. Тези първоначални високи равнища на инфлацията не могат да бъдат обяснени с факторите, детерминиращи инфлацията в периода преди въвеждането на паричен съвет. Изследвайки инфлацията чрез VAR-модел в периода април 1991 г. – юни 1997 г. на база месечни данни се установява, че основните променливи, обясняващи динамиката на инфлацията в периода до въвеждането на паричен съвет, са валутният курс (средномесечният валутен курс щатски долар/лев), равнището на инфлация в предходния период и динамиката на резервните пари. Изследването показва, че декомпозирайки вариацията на инфлацията в периода преди въвеждането на паричния съвет 55.1% от нея се обясняват от вариацията на валутния курс, 26.6% от вариацията на самата инфлацията и 18.3% от вариацията на резервните пари. Същевременно заплатите (средна месечна работна заплата в общественния сектор) не обясняват динамиката на инфлацията през разглеждания период.

В периода след въвеждането на паричен съвет **валутният курс, динамиката на резервните пари и заплатите не обясняват динамиката на инфлацията.** За разлика от периода преди въвеждането на паричен съвет в периода на неговото действие миналите стойности на инфлацията не оказват влияние върху текущите нива на инфлацията.

Може да се обобщи, че относително високите темпове на инфлация в първите месеци след въвеждането на паричен в страната се обясняват с **негъвкавостта на цените**, особено на стоките и услугите, които се произвеждат и предлагат от монополни структури и чиито цени се определят административно. От друга страна, е добре известно, че цените стават по-гъвкави, особено към намаление с нарастване на доверието в паричния съвет (примерът на Аржентина е особено показателен в това отношение), изразяващо се в увеличаване убедеността на икономическите агенти, че нивото на фиксиране на националната валута няма да бъде променено. Така че с нарастване на доверието в паричния съвет цените стават по-гъвкави, като промените в цените отразяват вече промените в реалния сектор (в реалните променливи в икономиката), а не монетарните смущения, предизвикани от политиката на централната банка. Динамиката на инфлацията в последното тримесечие на 1997 г. и първото полугодие на 1998 г. потвърждават изложената по-горе зависимост. С изключение на първите два месеца на 1998 г., когато инфлацията се задържа относително висока, което се определяше в голяма степен от сезонни фактори и направените в края на 1997 г. от правителството по-големи разходи, инфлацията се движи в граници, консистентни с режима на паричен съвет в страната, достигайки за първите шест месеца на 1998 г. 2.3%. Очакванията за инфлацията през втората половина на годината са за запазване на ценовата стабилност и достигане в края на годината на едноцифрена инфлация, което е значително под прогнозираните в края на миналата година 16%.

Безработицата, измерена чрез регистрираните в бюрата по труда безработни, в периода след въвеждането на паричния съвет показва тенденция към намаление, като в края на юни 1998 г. достигна 11.4% от работната сила при 14.2% непосредствено преди въвеждането на паричния съвет. Тази тенденция към намаляване на безработицата не е характерна за страните с парични съвети, тъй като първоначалното нарастване на продукта се съпътства в голяма степен от нарастването на производителността на труда, а не с нарастване на заетостта. Намаляването на безработицата може да се обясни в голяма степен с използваната методика за нейното определяне. Измерването на безработицата чрез регистрираните в бюрата по труда безработни не отразява динамиката на безработицата, тъй като голяма част от безработните просто не се регистрират в бюрата по труда, поради това, че са за-

губили възможността да получават обезщетения за безработица.

От друга страна, забавянето на процеса на приватизация и реструктуриране на реалния сектор задържа повишаването на безработицата и консервира заетостта в обществения сектор. Процесът на приватизация в периода след въвеждането на паричен съвет се развива с много бавни темпове, като по данни на НСИ Агенцията за приватизация и отрасловите министерства са осъществили 82 сделки на стойност 23.8¹ млрд. лв. Само за първите три месеца на 1998 г. реализираните сделки са 14 на стойност 1.8 млрд. лв.

Финансовото състояние на предприятията в обществения сектор в периода след въвеждането на паричен съвет според изследванията на НСИ показва намаляване дела на печелившите предприятия от 72% в края на септември 1997 г. на 50% в края на март 1998 г. Определяща роля за финансовия резултат през първите три месеца на 1998 г. играят амортизациите. За периода януари – март амортизационните отчисления на 100 лева приходи от продажби след направената в края на 1997 г. ревалоризация на дълготрайните материални активи са 5.43%. За същия период на 1997 г. те са 0.65%. Под влияние само на този фактор разходите на предприятията за периода са се увеличили със 160 млрд. лв.

Таблица 2

**ФИНАНСОВ РЕЗУЛТАТ НА НЕФИНАНСОВИТЕ ПРЕДПРИЯТИЯ
ОТ ОБЩЕСТВЕНИЯ СЕКТОР**

	(млрд. лв.)		
	30.IX.1997	31.XII.1997	31.III.1998
Печалба от дейността	1680	2256	302
Загуби от лихви, курсови разлики и други финансови операции		784	85
Печалба от извънредни операции		-265	2
Счетоводна печалба		1207	219
Разходи за данъци	587	721	119
Печалба	821	486	100

Източник: НСИ.

В значителна степен намалението на положителния финансов

¹ Тези суми отразяват постъпленията от продажби в извънбюджетна сметка по чл. 6 от ЗППДОБП.

резултат на изследваните от НСИ предприятия се дължи на намалението на продажбите им за износ. През първото тримесечие на 1997 г. левовата равностойност на придобитата валута, отнесена към тримесечните продажби, съставлява 40% поради високите валутни курсове, докато през първите три месеца на 1998 г. този дял е намалял с 14 пункта, т. е. след въвеждането на паричен съвет предприятията все по-малко могат да разчитат на печалби от курсови разлики и финансови операции и все повече трябва да увеличават приходите от основната си дейност. Трябва също да се отчита, че причина за намаляване дела на предприятията от обществения сектор с положителни финансови резултати е и фактът, че приватизираните предприятия от обществения сектор бяха предимно с положителен финансов резултат.

Като негативна тенденция може да се посочи, че все по-голяма част от печалбите в обществения сектор се реализират от отрасли, в които отделни фирми притежават монопол върху производството на съответните стоки и услуги. Като пример може да се посочи НЕК, която е реализирала 47.2% от общата печалба в обществения сектор за първите три месеца на 1998 г.

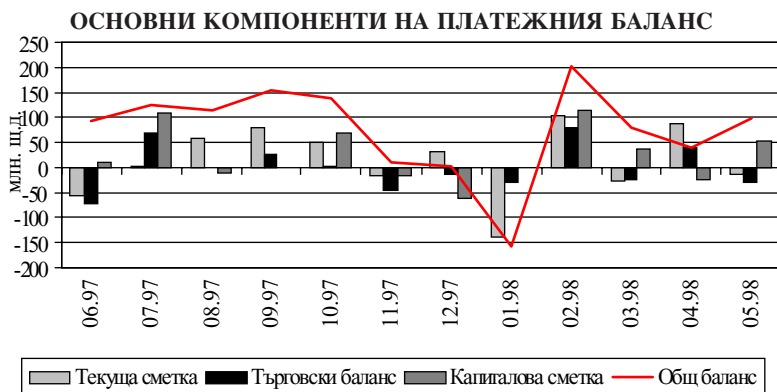
II. Външен сектор

С въвеждането на паричния съвет възникна въпросът, дали нивото на фиксиране на лева няма да нанесе сериозни щети на производителите и износителите и съответно да доведе до влошаване на търговското салдо и текущата сметка. Класическата теория постулира, че реалното надценяване на националната валута води до намаляване на конкурентоспособността и износа, докато вносните стоки стават относително по-евтини и предпочитани пред произведените в страната. Търговският баланс се влошава, като се предполага, че това става със слабо закъснение. Изграждането на един такъв сценарий за развитието на външната търговия почива на предпоставките за наличие на конкурентни пазари и зададени цени от световните пазари.

Това, което теорията не отчита, са характерните за малки отворени икономики особености в структурата на производството – голям дял на вносният компонент в продукцията за износ. Тази особеност и на българската икономика подсказва, че реалното поскъпване на лева ще прави вносните суровини и материали относително по-евтини и дава възможност на производителите да

намаляват цените съобразно с намаляването на разходите си. Това също прави неоснователни твърденията, че е необходимо номинално обезценяване на лева, тъй като поевтиняването му води до нарастване на разходите за вносни суровини и материали и особено на тези, които имат ниска еластичност на търсенето.

Графика 1



Източник: БНБ.

Иконометричните проверки доказват тази теза за България и това е особено валидно при използването на тримесечни данни. Традиционната зависимост между износа и реалния ефективен валутен курс може да се открие, ако се използват месечни данни. В средносрочен период обаче обезценяването на лева води до силно ограничаване на вноса или до поскъпване на нееластичния внос, поради което се свива производството и се увеличава себестойността на продукцията. В средносрочен период износът е силно зависим от разходите за труд на единица продукция, като тяхното намаление води до нарастване на конкурентоспособността.

Обезценяването на лева има положително отражение върху търговския баланс не поради стимулирането на износа, а поради бързото приспособяване на вноса. По тази причина теоретичната *J-curve*, показваща влиянието на обезценяването на националната валута върху платежния баланс, е обърната. Теорията постулира, че обезценяването на националната валута води до първоначално влошаване на търговското салдо поради наличието на вече сключени договори. На практика обаче *J-curve* се формира при

поскъпване на националната валута. Първоначалната реакция при това е към влошаване на търговското салдо, тъй като търсеното количество вносни стоки бързо нараства при намалението на неговата относителна цена. На по-късен етап шокът от поскъпването на валутата се отразява в подобряване на търговското салдо поради намалението на разходите за производство.

В малки отворени икономики износът е зависим от външното търсене и от световните цени. Влиянието е още по-голямо, когато стоквата структура на износа не е силно диверсифицирана. Поради това дори реалният ефективен валутен курс да не е надценен, намалението на цените на отделни стоки на международните пазари може силно да ограничи износа. В този смисъл международната конюнктура в последните **месеци не благоприятстваше българския износ** и неговото движение не беше зависимо от реалния ефективен валутен курс. Въпреки че колебанията на реалния ефективен валутен курс се намалиха до около 3% от средната му стойност, износът е много по-динамичен, което показва, че той е повлиян от промяна в относителните цени на отделни стокови групи.

Значимостта на търговското салдо обикновено се изтъква поради необходимостта да се покриват големи лихвени плащания по външния дълг на страната. Те обаче се определят не само от плащанията към официалните кредитори, които са предвидими, но принципно от динамиката на капиталовата сметка. В тази връзка беше изследвана зависимостта между нетните капиталови потоци и нетните лихвени доходи. От нетните лихвени доходи бяха изключени плащанията по брейди облигациите, а от нетните капиталови потоци – приходите от приватизация. Целта на това изследване беше да се установи дали динамиката на нетните капиталови потоци и нетните лихви е разходяща, т. е. дали те се движат в „омагьосан кръг“. Това е ефект, при който притокът на заемни средства води до нарастване на бъдещите лихвени плащания, а поради невъзможността за тяхното плащане се увеличават външните кредити. Процесът може да добие неудържими размери, а излизането от омагьосания кръг в условията на България може да стане само чрез увеличение на преките инвестиции или чрез стимулиране на износа (т. е. отново с увеличение на преките инвестиции).

Резултатът от това изследване показва, че измененията както в нетните лихвени приходи, така и в нетните капиталови потоци имат временен ефект, т. е. не може да се навлезе в омагьосан

кръг. Този резултат се получава, когато влиянието на паричния съвет се отчете като фактор, изменящ променливите, а не само като отделна променлива. Причината е, че въвеждането на паричния съвет намали риска от инвестиране в страната, което пряко и косвено се отрази както на лихвените плащания, така и на притока на капитали.

От гледна точка на платежния баланс и необходимостта от неговото финансиране това е добра новина, тъй като става ясно, че капиталовите потоци и нетните лихвени плащания са относително стабилни величини и нещо повече – в дългосрочен период всяка от тях се балансира.

Сериозният проблем, който възниква, е, че стабилността в дългосрочен период се гарантира от стесняването на лихвения диференциал при движението на пазарните лихвени проценти във и извън страната. Съществува възможност за трайно изкривяване на мотивацията на инвеститорите. Тя се поражда не само от равнището на лихвените проценти, но и от недоверието, че тяхното формиране достоверно отразява риска в икономиката. Въпреки че средната стойност на нетните капиталови потоци е по-висока след въвеждането на паричния съвет, т. е. има увеличен приток на капитал, колебанието на тези потоци е голямо. Това е отражение на противоположното въздействие на въвеждането на паричния съвет и рязкото намаление на лихвените проценти в страната. В средата на 1997 г. чуждите инвеститори бяха стимулирани от овладяването на политическата криза и елиминирането на валутния риск, но само месец след това се почувства намаленият лихвен диференциал и започна изтеглянето на краткосрочните капитали.

Въвеждането на паричния съвет не промени основните тенденции в развитието на външната търговия от гледна точка стоковата и географската ориентация. Неговото ефективно функциониране обаче постави необходимостта от либерализация на текущата сметка и търговските взаимоотношения, поради което търговията стана още по-зависима от външни за страната фактори – цени на вносните суровини, външно търсене и т. н.

Както и при повечето страни в преход, поради предимствата на ниските трудови разходи по-бързо се развиват трудоемките отрасли. В същото време енергоемките производства губят конкурентоспособността си след прекратяването на държавното субсидиране. Така например през 1996 г. износът на текстил, облекла и обувки е съставлявал по-малко от 15% в стоковата структу-

ра на общия износ, заемайки пето място в нея. През 1997 г. дялът на този износ достига 16.2% при прираст на стойността му от около 11%. За първите пет месеца на 1998 г. почти 19% от износа са съставени от стоковата група „Текстил, кожени материали, дрехи обувки и др.“, а увеличението на стойността му продължава да се запазва относително високо – 11.8%.

Високата енергоемкост обяснява загубата на конкурентоспособност при химическите продукти. Допълнителни фактори бяха незавършеният процес на приватизация и липсата на гъвкавост при неблагоприятни международни цени, особено на природния газ. За 1997 г. година износът на химически продукти се намали с 6.6%, а от началото на текущата годината – с 24.7%. Докато през 1996 г. дялът им в стоковата структура е бил 20%, за първите пет месеца на 1998 г. той е 17.6%.

Стоковата структура на износа в голяма степен определя и неговата географска насоченост. Ниските разходи за труд на единица продукция дадоха възможност на българските производители да открият ниша на западноевропейските пазари дори и в продажбата на някои традиционни за Европейския съюз стоки. Износът за Европейския съюз представляваше 39% от общия износ на страната през 1996 г., през 1997 г. достигна 43.3%, а през първите пет месеца на 1998 г. е вече 50%.

Въвеждането на паричния съвет обаче пряко се отрази върху структурата на вноса. Практическото прекратяване на кредитите за реалния сектор и субсидирането доведе до свиване вноса на инвестиционни стоки и горива. Въпреки че от началото на 1998 г. се забелязва оживление във вноса на инвестиционни стоки, за някои стокови групи (например машини и оборудване) този процес продължава. При горивата намалението на вноса за 1997 г. спрямо предходната година е с 11.6%, а за първите пет месеца на 1998 г. – с 21.6%. Част от намалението на стойностните обеми се дължи и на по-ниските цени на суровия петрол на международните пазари.

Нарастването на потреблението е процес, който се наблюдава във всички страни с фиксиран валутен курс. В България освен реалното поскъпване на лева важен фактор се оказаха и кредитите за домакинствата. Потребителските кредити, които нарастват средномесечно с 35 – 40 млрд. лв., доведоха до увеличение на вноса на потребителски стоки с 4.6% през 1997 г., а за първите пет месеца на 1998 г. – с 62.4%.

Вносът на суровини почти изцяло е обвързан със захранване-

то на експортните отрасли. Поради това с най-голям дял в общия внос на суровини са текстилът (23.4%), химикалите (14.8%) и рудите (10.4%).

Тъй като голяма част от отраслите, които бележат прираст през изтеклата една година, сключват договори за производство на ишлема, географската структура на износа и вноса все повече се сближават. Европейският съюз има дял от 44% в общия внос на България. Към това трябва да се добави и преференциалният внос на инвестиционни стоки (селскостопанска техника, медицинско оборудване и т. н.), чиито източници са европейските и други страни от ОИСР (напр. САЩ). Поради голямата енергоемкост на промишленото производство обаче Русия и Украйна остават основни източници на енергийни ресурси и техният дял във вноса е около 26%.

Най-общо България се включва във вътрешноотраслова търговия с Европейския съюз, изнасяйки стоки с по-ниска добавена стойност и внасяйки такива с по-висока добавена стойност, докато източната ориентация на търговията има обратния характер.

III. Паричен сектор

1. Парижни агрегати

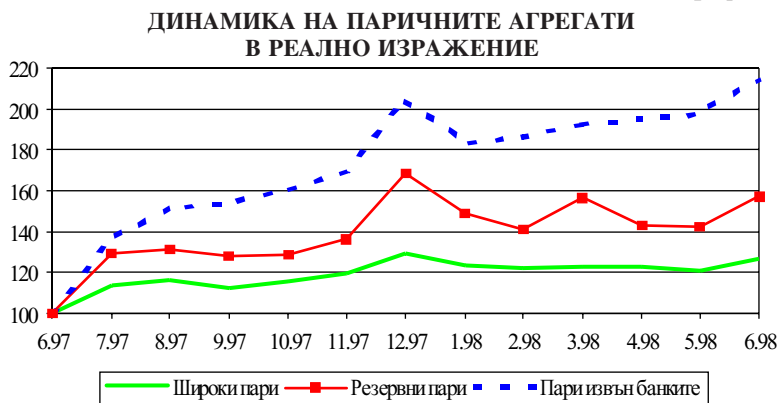
В условията на паричен съвет БНБ няма възможност да контролира паричното предлагане. Финансирането на бюджетния дефицит и рефинансирането на търговските банки престава да бъде източник на нарастване на резервните пари, а оттам (чрез паричния мултипликатор) – и на широките пари. От тази гледна точка нарастването на паричните агрегати се свързва единствено с повишаване на реалното търсене на пари и увеличаването на валутните резерви.

Периодът след въвеждането на паричния съвет се характеризира с бързо нарастване на парите извън банките, което сложи край на процеса „бягство от лева“. Вследствие намалението на паричния мултипликатор резервните пари, макар и нарастващи с

² Паричният съвет в България не е в чист вид, т. е. валутните резерви не влияят пряко върху паричната база, тъй като покриват и депозитите на правителството. По този начин чрез увеличаването на депозитите на правителството се стерилизира ефектът от нарастването на валутните резерви. За едногодишния период след въвеждането на паричния съвет валутните резерви са нараснали с 85.9%, резервните пари с 86.8%, а депозитите на правителството с 94.2%.

по-бавни темпове от валутните резерви², изпреварват растежа на широките пари. Скоростта на паричното обращение спада. След финансовата криза от началото на 1997 г. търсенето на пари се възстановява бавно. Развитието на реалния сектор, който определя до голяма степен трансакционния мотив в търсенето на пари, засега не дава основание да се очаква значително нарастване на търсенето на пари. Вероятно след изживените шокове икономическите агенти са променили отношението си към парите, вследствие на което се формират нови нива на отношение между БВП и паричните агрегати. От тази гледна точка сравненията с предишни години не могат да служат като отправна точка за анализ и още по-малко като нива, към които трябва отново да се връщаме.

Графика 2

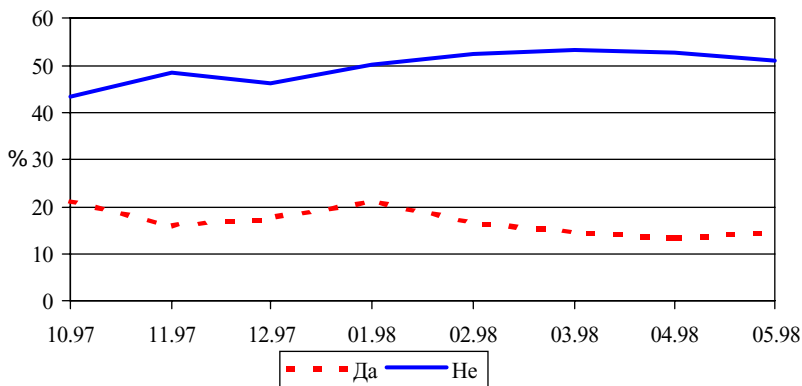


Източник: БНБ.

Мултипликаторът на широките пари е намалял от 3.61 преди въвеждането на паричния съвет на 2.91 в края на юни 1998 г. Това се дължи преди всичко на промененото отношение на икономическите агенти към наличните пари. Показателят „пари извън банките/депозити“ е нараснал от 16% на 30.6%. Това е косвен показател, че населението все още не е възвърнало доверието си в банковата система. Затова свидетелстват и регулярните социологически проучвания.

Графика 3

ДОВЕРИЕ В БАНКОВАТА СИСТЕМА



Източник: BBSS Gallup.

Определено влияние върху паричния мултипликатор оказват и лихвените проценти по депозитите. При равни други условия, по-ниските лихвени равнища водят до намаляване на мултипликатора и не стимулират спестовността. Направените иконометрични изследвания показват, че съотношението „пари извън банките/депозити“ се влияе от реалните лихвени проценти по депозитите с лаг от три месеца. Увеличение на реалните лихви с единица води до намаление на съотношението „пари извън банките/депозити“ с 0.022. При положение, че банковите резерви към депозитите са стабилни, всеки процентен пункт нарастване на реалните лихви по депозитите ще увеличава паричния мултипликатор с 0.103 след три месеца.

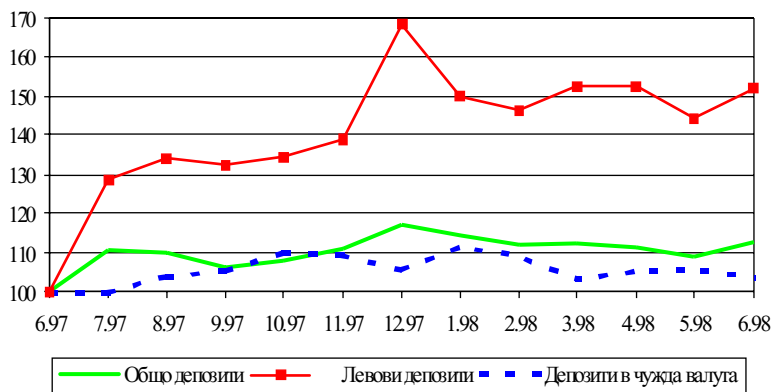
2. Депозити

Високата инфлация и тежката финансова криза се отразиха изключително неблагоприятно върху депозитите. На практика левовите депозити бяха стопени. В сравнение с края на 1995 г. непосредствено преди въвеждането на паричния съвет те намаляха в реално изражение с 88%! Като отношение към БВП намаляването е от 41% на 13%. За същия период депозитите в чужда валута намаляха с 40%, като от банковата система беше изтеглена равностойността на повече от 830 млн. щ. д. След въвеждането на паричния съвет, особено през първите два месеца, се забележи

лязва възстановяване на депозитната маса. В реално изражение една година след въвеждането на паричния съвет левовите депозити са нараснали с 52%. Като отношение към БВП обаче спадът продължава, което се обяснява с по-бързото възстановяване на потреблението, отколкото на депозитите. Изтеглените преди и по време на кризата валутни депозити продължават да не се връщат в банковата система. Увеличението при тях е едва 3.5% (44.6 млн. щ. д.), представляващо под 5% от изтеглените влогове.

Графика 4

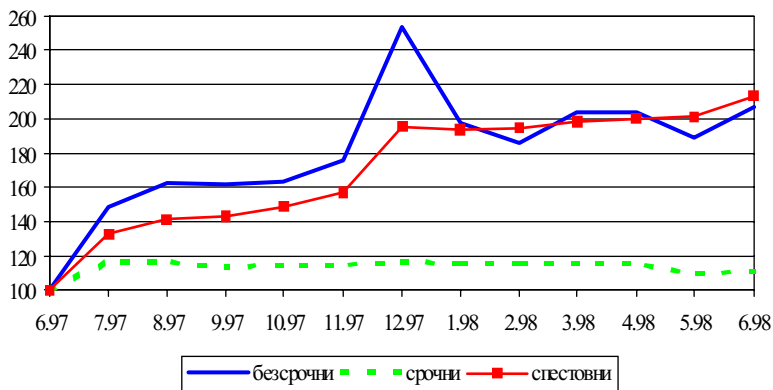
ДИНАМИКА НА ДЕПОЗИТИТЕ В РЕАЛНО ИЗРАЖЕНИЕ



Източник: БНБ.

Предпочитанието към по-висока ликвидност личи и при депозитите – най-бързо нарастват безсрочните и спестовните депозити, което се обяснява с малките разлики в лихвените равнища.

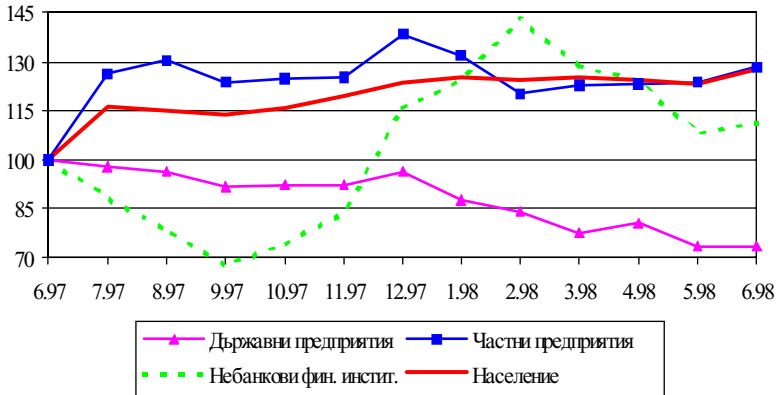
Графика 5

ДИНАМИКА НА ЛЕВОВИТЕ ДЕПОЗИТИ В РЕАЛНО
ИЗРАЖЕНИЕ ПО МАТУРИТЕТ

Източник: БНБ.

Интерес представлява динамиката на депозитите по държатели. Държавните предприятия имат устойчива тенденция към намаление на депозитите както поради нестабилното си финансово състояние, така и поради протичащите процеси на приватизация. Населението (което е най-големият спестител с над 55% от депозитната маса) плавно увеличава спестяванията си, но от началото на годината се забелязва спадане на темповете и дори задържане. Очевидно влияние тук оказват не само лихвите, но и рестриktivната политика на доходите. Депозитите на небанковите финансови институции са с най-голяма вариация и без ясно изразена тенденция.

ДИНАМИКА НА ДЕПОЗИТИТЕ В РЕАЛНО ИЗРАЖЕНИЕ



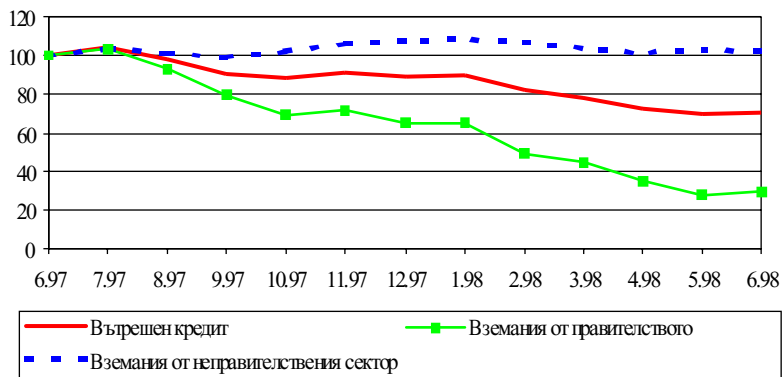
Източник: БНБ.

3. Кредитни агрегати

Първоначалните очаквания след въвеждането на паричния съвет бяха свързани с относително бързо нарастване на кредитите. Като основание за това се сочеше бързото спадане на лихвените проценти. Реалността обаче се оказа друга. Кредитите за неправителствения сектор стагнират. Положителните промени се изчерпват с преодоляване на „ефекта на изтласкването“. Делът на кредитите за правителството от вътрешния кредит е намалял от 43.7% на 18.2%. В реално изражение обаче кредитите са нараснали само с 2.7%. За сравнение в Литва за същия период след въвеждането на паричния съвет нарастването е 29%, а в Аржентина 20%.

Графика 7

ДИНАМИКА НА ВЪТРЕШНИЯ КРЕДИТ В РЕАЛНО ИЗРАЖЕНИЕ



Източник: БНБ.

Общото нарастване на кредитите за неправителствения сектор е 618.5 млрд. лв., като номинално се увеличават кредитите за частните предприятия и населението съответно с 278.9 млрд. лв. и 356.6 млрд. лв., докато кредитите за държавните фирми и небанковите финансови институции намаляват съответно с 11 млрд. лв. и 6 млрд. лв. Трябва да се отбележи, че от началото на икономическите реформи за първи път след въвеждането на паричния съвет населението става значим фактор във вътрешния кредит – т. е. превръща се от заемодател в кредитополучател. Както относителният дял, така и номиналните размери на вземанията от населението бележат изключително бързо нарастване, което е показател за възстановяването на вътрешното потребление. В същото време обаче делът на кредитите за частния сектор, от който се очаква да е двигател на икономическия растеж, е намалял от 61.6% на 58.6%. Намалява и делът на кредитите за реалния сектор като процент от БВП – от 25% на 16%. Едва 10% от отпуснатите кредити са дългосрочни, т.е. инвестиционни. Останалата част са за оборотни средства (87%) и за строеж и покупка на жилища (3%). Очертаните тенденции са неблагоприятни. Фиксираният курс изключва възможността за експортен тип растеж. Едва ли може да се разчита много и на бързо нарастване на вътрешното търсене. Като единствен източник на растеж в средносрочна перспектива остава инвестиционното търсене, което (поне засега) е потиснато.

IV. Индикатори за стабилността на паричния съвет и критерии за системен риск

Паричният съвет ограничава възможностите за бърза реакция при възникването на системна криза във финансовата система. Това предполага изграждането на стройна система от индикатори за състоянието на паричния съвет и динамиката на паричните показатели.

При анализа на състоянието на финансовата система трябва да се изхожда от вече доказаната фундаменталната постановка, която е следната: основните проблеми идват от колебанията на променливите и индикаторите и техните резки промени, а не от нивата им. Анализът на абсолютните равнища дава само ограничено знание за процесите в икономиката³.

Балансовите показатели се базират на избрани отношения на покритие на отделните позиции на управление „Емисионно“ и управление „Банково“ и показатели от седмичната парична статистика на БНБ. Някои от тях са използвани в страни с парични съвети или при държави с фиксирани валутни курсове.

Внимателният анализ на почти годишната динамика на седмичните индикатори показва някои неблагоприятни тенденции.

Таблица 3

ИНДИКАТОРИ ЗА СТАБИЛНОСТТА НА ПАРИЧНИЯ СЪВЕТ

Седм.	MQ/R	M3/R	M1/R	M2/R	BD/R	BD/MQ	BD/M3	M0/(R-Au)	M3lev/R	MQlev/R	BD/MQlev	BD/M3lev
1	1.015	1.422	0.327	1.343	0.178	0.176	0.125	0.550	0.580	0.230	0.780	0.310
2	1.023	1.458	0.364	1.387	0.171	0.168	0.118	0.604	0.650	0.230	0.740	0.270
3	1.003	1.443	0.368	1.371	0.162	0.161	0.112	0.572	0.650	0.260	0.620	0.250
4	1.051	1.531	0.409	1.460	0.173	0.164	0.113	0.710	0.690	0.270	0.640	0.250
5	0.943	1.394	0.385	1.329	0.229	0.243	0.164	0.542	0.650	0.250	0.930	0.350
6	0.957	1.432	0.410	1.367	0.226	0.236	0.158	0.552	0.680	0.250	0.920	0.330
7	0.943	1.415	0.410	1.352	0.228	0.242	0.161	0.542	0.680	0.250	0.910	0.340
8	0.975	1.479	0.437	1.412	0.227	0.233	0.154	0.562	0.710	0.260	0.880	0.320
9	0.920	1.398	0.415	1.335	0.220	0.239	0.157	0.533	0.680	0.250	0.880	0.320
10	0.899	1.375	0.412	1.311	0.249	0.276	0.181	0.523	0.670	0.240	1.020	0.370
11	0.905	1.390	0.423	1.327	0.250	0.276	0.180	0.529	0.690	0.240	1.020	0.360
12	0.892	1.366	0.416	1.307	0.247	0.277	0.181	0.502	0.670	0.250	1.000	0.370
13	0.856	1.316	0.403	1.259	0.235	0.275	0.179	0.494	0.650	0.240	0.990	0.360
14	0.854	1.326	0.415	1.269	0.237	0.277	0.179	0.506	0.660	0.240	1.000	0.360

³ Още с началото на функционирането на паричния съвет бяха създадени три групи индикатори, говорещи за стабилността на паричния съвет: *балансови, колебания на основни макроикономически и парични променливи и индикатори от сборния баланс на търговските банки* (Неновски, Н., К. Христов, БНБ, 1997).

Седм.	MQ/R	M3/R	M1/R	M2/R	BD/R	BD/MQ	BD/M3	M0/(R-Au)	M3lev/R	MQlev/R	BD/MQlev	BD/M3lev
15	0.852	1.338	0.429	1.281	0.233	0.273	0.174	0.514	0.680	0.240	0.980	0.340
16	0.864	1.347	0.424	1.288	0.237	0.274	0.176	0.489	0.680	0.240	0.980	0.350
17	0.859	1.343	0.426	1.285	0.233	0.271	0.174	0.496	0.680	0.240	0.980	0.340
18	0.827	1.280	0.397	1.225	0.225	0.272	0.176	0.471	0.640	0.230	0.970	0.350
19	0.833	1.316	0.426	1.259	0.170	0.204	0.129	0.488	0.670	0.230	0.730	0.250
20	0.835	1.310	0.417	1.252	0.169	0.202	0.129	0.493	0.660	0.230	0.720	0.250
21	0.822	1.296	0.416	1.239	0.167	0.203	0.129	0.481	0.660	0.230	0.730	0.250
22	0.820	1.298	0.413	1.233	0.164	0.200	0.127	0.486	0.660	0.230	0.720	0.250
23	0.818	1.321	0.437	1.255	0.163	0.199	0.123	0.510	0.680	0.230	0.720	0.240
24	0.824	1.342	0.455	1.279	0.129	0.157	0.096	0.537	0.700	0.230	0.560	0.180
25	0.825	1.405	0.516	1.342	0.133	0.161	0.094	0.583	0.770	0.240	0.560	0.170
26	0.804	1.398	0.532	1.336	0.130	0.162	0.093	0.594	0.790	0.240	0.550	0.160
27	0.874	1.410	0.474	1.348	0.131	0.150	0.093	0.555	0.740	0.250	0.530	0.180
28	0.873	1.416	0.482	1.355	0.134	0.153	0.094	0.567	0.750	0.250	0.530	0.180
29	0.827	1.341	0.456	1.283	0.127	0.153	0.095	0.531	0.710	0.240	0.530	0.180
30	0.835	1.350	0.457	1.291	0.127	0.152	0.094	0.505	0.710	0.240	0.530	0.180
31	0.800	1.296	0.436	1.236	0.126	0.158	0.098	0.484	0.690	0.230	0.540	0.180
32	0.764	1.254	0.428	1.193	0.122	0.159	0.097	0.477	0.670	0.220	0.540	0.180
33	0.753	1.253	0.436	1.189	0.122	0.162	0.098	0.488	0.680	0.220	0.540	0.180
34	0.806	1.344	0.466	1.272	0.128	0.159	0.095	0.512	0.720	0.240	0.540	0.180
35	0.798	1.339	0.465	1.262	0.128	0.160	0.095	0.503	0.720	0.240	0.540	0.180
36	0.757	1.283	0.454	1.211	0.125	0.166	0.098	0.502	0.710	0.230	0.550	0.180
37	0.743	1.278	0.463	1.206	0.124	0.167	0.097	0.511	0.710	0.230	0.540	0.170
38	0.745	1.267	0.453	1.198	0.126	0.169	0.099	0.488	0.700	0.230	0.550	0.180
39	0.750	1.264	0.445	1.194	0.127	0.169	0.100	0.487	0.690	0.230	0.560	0.180
40	0.743	1.260	0.448	1.191	0.126	0.169	0.100	0.470	0.690	0.230	0.550	0.180
41	0.742	1.260	0.449	1.191	0.126	0.170	0.100	0.492	0.700	0.230	0.550	0.180
42	0.756	1.280	0.453	1.210	0.126	0.166	0.098	0.504	0.700	0.230	0.540	0.180
43	0.702	1.192	0.425	1.127	0.177	0.252	0.148	0.432	0.660	0.210	0.840	0.270

Източник: БНБ, авторски изчисления.

Таблица 4

**КОЛЕБЛИВОСТ НА БАЛАНСОВИТЕ ИНДИКАТОРИ
ЗА ПОКРИТИЕ И НА ОСНОВНИ ПАРИЧНИ ПРОМЕНЛИВИ
ОТ ВЪВЕЖДАНЕТО НА ПАРИЧНИЯ СЪВЕТ**

	MQ/R	M3/R	M1/R	M2/R	BD/R	BD/MQ	BD/M3	M0/(R-Au)	M3lev/R	Mqlev/R
Средно квадратично отклонение в % от средната за периода	10.05	5.29	8.48	5.5	27.47	23.52	26.2	9.03	5.23	4.84
	M0	M3	BIR	rate spread	m	BD	DG	R	BD/M3lev	BD/MQlev
Средно квадратично отклонение в % от средната за периода	11.87	9.04	17.06	15.53	4.36	23.34	48.64	11.53	29.97	25.96

Източник: БНБ, авторски изчисления.

Показатели:

- MQ*** – квазипари;
M1 – тесен паричен агрегат;
M0 – резервни пари;
M3 – широки пари;
MQ lev – левов компонент на квазипарите;
M3 lev – левов компонент на широките пари;
R – валутен резерв на управление „Емисионно“;
BD – депозит на управление „Банково“ в управление „Емисионно“;
AU – монетарно злато в актива на управление „Емисионно“;
m – паричен мултипликатор;
BIR – основен лихвен процент;
rate spread – лихвен марж между лихвите по депозитите и по кредитите;
DG – депозит на правителството в управление „Емисионно“.

Индексът ***MQ/R*** (или индекс на G. Calvo) показва доколко частта от паричната маса, която най-бързо може да се превърне в налични пари (оттам – в резервната валута), е покрита с валутен резерв. Този индикатор трябва да е близо до единица. Когато той е значително над 1, опасността от трудности по обслужване на трансформацията расте, когато е под 1, това е сигнал за ниско доверие в националната банкова система и националната парична единица. Значителното спадане на индикатора от началото на годината говори за **демонетизацията на стопанството**, което може да се дължи както на все още слабото доверие в банковата система, така и на ниската доходност на депозитите. Подобна е динамиката на ***M3/R*** и ***M2/R***. Фактът, че ***M2*** и дори широките пари се покриват от резервите на управление „Емисионно“, е по-скоро признак за демонетизация и проблеми в банковата система, отколкото признак за сигурност.

Възможностите за рефинансиране са ограничени до размера на депозита ***BD*** на управление „Банково“ в баланса на управление „Емисионно“. Въпреки че всички индикатори за възможна намеса – ***BD/M0***, ***BD/M1***, ***BD/MQ***, ***BD/M3***, ***BD/R*** и особено ***BD/MQ lev***, ***BD/M3 lev***, намаляват, то буди тревога тяхното колебание, а не нивото им. От таблицата се вижда, че тези показатели се колебаят прекалено много между 24 и 30%, което е прието да се

счита за опасно. Независимо че депозитът на банковото управление пулсира заедно с динамиката на траншовете, получени от МВФ, това е без значение – проблемът е колебливостта на тези показатели.

Забелязва се и изключителната вариация на депозита на правителството в управление „Емисионно“ (48.64%). Въпреки че неговата динамика е разбираема, това не пречи тя да е опасна⁴. По същество присъствието на този депозит не е характерно за паричните съвети и поставя в привилегировано положение публичния сектор пред частния, защото е покрит с резервите на управление „Емисионно“, които са богатство на цялата страна. Движението на този депозит може да се интерпретира като показател за паричната политика на правителството и е буфер между падащите резервни пари и растящите валутни резерви. Нарастването на този депозит ограничава резервните пари, а резките му колебания водят до резки промени и в резервните пари.

V. Състояние на банковата система

1. Промени в банковата система

С въвеждането на паричен съвет функциите на БНБ като кредитор на търговските банки и регулатор на паричното предлагане бяха ограничени. Основните инструменти на паричната политика – операции на открития пазар и определяне на основен лихвен процент, бяха премахнати. Запазен бе единствено процентът по минималните задължителни резерви.

Наред с това бе променена законодателната рамка. Приет бе изцяло нов Закон за банките, нови наредби за ликвидност, капиталова адекватност, класифициране и формиране на провизии, за минималните задължителни резерви. Въведени бяха промени и в счетоводното законодателство.

С фиксирането на курса на лева последният стана незначим фактор при вземане на инвестиционни решения. Определянето на основния лихвен процент се свърза с доходността по краткос-

⁴ Отделно изследване, базирано на иконометричен анализ (което предстои да бъде публикувано), недвусмислено показва, че паричната динамика, както и динамиката на основните поведенчески показатели са резултат от динамиката на този депозит. Подобен феномен на скрита парична политика чрез бюджета е съществувал в началото на паричния съвет на Хонконг (Walters, A., 1989).

рочните съкровищни бонове, с което се целеше постигане на пазарност поради важноста на лихвата при екзогенно парично предлагане.

Търговските банки навлязоха в новата парична система след като постигнаха в началото на 1997 г. значителен по размер положителен финансов резултат, предимно от курсови разлики, което позволи заделянето на достатъчни провизии. Предприетите преди въвеждането на паричния съвет мерки за изолиране и ликвидирание на неплатежоспособните банки дадоха дисциплиниращ ефект върху цялата система. Показателен е фактът, че банките рядко ползваха разрешения им по сметките в БНБ овърдрафт поради значителните свръхрезерви, които те поддържаха през голямата част от годината.

2. Междубанков паричен и валутен пазар

С въвеждането на паричен съвет и преустановяване участието на БНБ на паричния пазар неговият обем спадна значително. Освободените средства банките поддържаха по разплащателните си сметки в БНБ като свръхрезерви. Техният размер бе висок, въпреки тенденцията към постепенен спад. От началото на април 1998 г., след въвеждането на новата наредба за регулация на минималните задължителни резерви, се установи по-голяма гъвкавост и свръхрезервите на месечна база рязко спаднаха. За периода февруари – май 1998 г. средният дневен обем на паричния пазар, включително операциите с ДЦК, представлява 0.8% от паричната база. Очакванията са, че тази стойност постепенно ще се увеличава в процеса на оптимизация в управлението на ликвидността от страна на търговските банки. За пример в Естония през 1996 г. средният дневен оборот, измерен чрез същото съотношение, се колебае в границата между 1.5 и 2%⁵ при сходна система за регулация на минималните задължителни резерви.

С въвеждането на фиксиран курс ролята на валутния пазар се промени. Той се превърна във важен източник за регулиране на левовата ликвидност чрез нетните продажби на валута от страна на търговските банки и в по-малка степен запази функциите си като средство за реализиране на положителни курсови разлики. Обменният курс на лева спрямо щатския долар неизменно след-

⁵ Central Bank Reforms in the Baltics, Russia and Other Countries of the Former Soviet Union. Washington DC, December 1997, IMF Occasional paper No. 157, p. 29.

ва движението на курса долар – марка на международните пазари, преизчислен през междубанковия курс на лева спрямо германската марка.

3. Състояние на банковата система по балансови показатели

За целите на анализа банковата система е разделена на три групи – логика следвана и в предходни публикации⁶. *Първата група* включва седем на брой банки: Булбанк, ОББ, Експресбанк, Хебросбанк, Българска Пощенска Банка, Биохим и ДСК. Те притежават по-голямата част от пазарния дял по показател „активи“ и имат определящо значение за стабилността на банковата система като цяло. Концентрацията на ресурси в тази група бе ускорена след поемане обслужването на депозитите от фалиралите банки.

Във *втората група* са поставени 18 на брой банки предимно с частен капитал, които притежават 18.1% от всички активи в банковата система към края на април.

Трета група се състои от 9 клонове на чуждестранни банки или техни дъщерни банки. Техният пазарен дял е 6.8%.

Таблица 5
ДИНАМИКА НА ПОКАЗАТЕЛЯ ПАЗАРЕН ДЯЛ НА АКТИВИТЕ⁷
(%)

Юни	Първа група	Втора група	Трета група
1998	75.1	18.1	6.8
1997	85.2	10.2	4.6

Източник: БНБ, данните за 1998 г. са предварителни.

4. Промени в структурата на финансовите активи

Непосредствено преди и след въвеждането на паричния съвет търговските банки се ориентираха преди всичко към вложения с висока ликвидност. Ограниченото предлагане на ДЦК, съчетано със стабилизацията на валутния пазар, ограничиха избора на бан-

⁶ Описание на банките по групи вж. Годишен отчет на БНБ за 1997, с. 95.

⁷ Изчислен като отношение на отчетната стойност на актива на съответната банкова група към отчетната стойност на активите в банковата система.

ките към пласмент на депозити в други банки преди всичко в чужбина.

Паричните средства увеличиха относителното си тегло в балансите на търговските банки. Измерени чрез показателя „дял от отчетната⁸ стойност на финансовите активи“ нарастването от края на 1996 г. бе от 8.7% до 13% през юни 1997 г. и се запази високо, като в края на април 1998 г. бе 13.4%. Това се дължи преди всичко на големите свръхрезерви, които банките поддържаха по разплащателните си сметки в БНБ. Тенденцията към поддържане на висока първична ликвидност вероятно ще се запази стабилна, но на по-ниско ниво поради въведената от началото на април нова, по-гъвкава система за достъп до минималните задължителни резерви. От гледна точка на валутната структура на поддържаните резерви преобладават паричните средства, деноминирани в чуждестранна валута. Това разпределение се дължи на възможността банките да поддържат задължителни резерви, деноминирани в чуждестранна валута, срещу привлечените средства в такава.

Тъй като голямата част от пласментите в тази позиция са безлихвени, поддържането на висока първична ликвидност е свързано с големи алтернативни разходи и оскъпяване на останалите за разпределение в по-нисколиквидни активи ресурси.

Таблица 6

СТРУКТУРА НА ФИНАНСОВИТЕ АКТИВИ ПО ГРУПИ БАНКИ

(%)

	Първа група		Втора група		Трета група		Общо	
	06.'98	06.'97	06.'98	06.'97	06.'98	06.'97	06.'98	06.'97
Парични средства	14.2	13.5	20.7	29.5	20.3	19.9	15.7	14.5
в левове	42.4	45.6	70.7	20.6	11.2	18.6	36.7	31.6
във валута	57.6	54.4	29.3	79.4	88.9	81.4	63.3	68.4
Държавни ценни								
книжа	28.3	24.7	24.6	12.5	10.0	10.5	26.4	23.6
в левове	38.2	30.6	44.9	42.4	37.1	74.7	39.2	34.9
във валута	61.8	69.4	55.1	57.6	62.9	25.4	60.8	65.1
Вземания от банки								
и други финансови								
институции	30.0	27.3	20.7	16.6	29.4	38.6	28.4	26.2
в левове	2.8	4.0	10.1	9.7	1.3	1.3	3.6	5.6
във валута	97.3	96.0	89.9	90.3	98.7	98.7	96.5	94.4

⁸ Балансовата стойност плюс заделените провизии.

	Първа група		Втора група		Трета група		Общо	
	06.'98	06.'97	06.'98	06.'97	06.'98	06.'97	06.'98	06.'97
Вземания от нефинансови институции и други клиенти	25.9	34.5	30.1	39.0	40.2	31.0	27.6	35.4
в левове	63.7	48.1	51.3	31.4	22.2	4.4	57.3	43.1
във валута	36.3	51.9	48.7	68.6	77.8	95.6	42.7	56.9
Облигации и други ценни книжа с фиксиран доход в оборотен портфейл	0.5	0.0	0.5	0.8	0.1	0.0	0.4	0.1
Акции и други ценни книжа с променлив доход в оборотен портфейл	0.0	0.0	2.8	0.5	0.0	0.0	0.5	0.0
Финансови дълго- трайни активи	1.3	0.1	0.6	1.3	0.0	0.0	1.1	0.1

Източник: БНБ, данните за 1998 г. са предварителни.

Инвестициите в държавни ценни книжа запазиха високата си относителна тежест от около 29.6% в балансите на банките от първа група. Прави впечатление нарастващият дял в активите на банките от втора група от 5.2% в края на 1996 г. на 21.7% и от трета група до 7% в края на април 1998 г. Това се дължи и на придобиване на някои от тях на статут на първични дилъри.

По отношение на валутната структура на портфейла от ДЦК за банките от първа и втора група разпределението е едно към едно, докато при трета група банки преобладават деноминирани-те в левове ДЦК.

Позицията „вземания от банки и други финансови институции“ отбеляза най-голяма промяна. Нейният относителен дял сред финансовите активи нараства от 20.6% в края на 1996 г. до 30.9% в края на април 1998 г. Той е най-висок при банките от трета група и достига 44%. При това настъпи драстична промяна и в структурно отношение. Деноминирани в левове вземания намалиха дела си в общите вземания по тази позиция от 16.4% на 4.5%, което е косвено доказателство, че банките предпочитат да управляват левовата си ликвидност, използвайки повече активите си, при това тези във валута, отколкото да разчитат на лево-

вия паричен пазар като източник. Последният е значим единствено при управлението на незабавната ликвидност с хоризонт днес и утре, доколкото БНБ обменя марки срещу левове само на спот валюр.

Все пак значителната експозиция на вложенията в депозити, деноминирани в чужда валута, излага банките на пазарни рискове, породени от колебанията на валутните курсове и лихвените проценти, и на рискове, породени от партньорите. Това предполага наличие на умения в управлението на тези рискове чрез инвестиции в обучение на мениджъри и използване на подходящи инструменти, както и следене на тенденциите в развитието на глобалните пазари – неща, които все още липсват.

При предпочитанията на банките да управляват ликвидността си, използвайки активни операции, тенденцията към вложения във високо ликвидни активи с предпочитания към тези в чужбина ще се запази докато съществува положителен диференциал спрямо краткосрочните пласменти в левове.

Кредитният портфейл на банките, който би трябвало да представлява най-доходоносната част от активите, претърпя драстично свиване. Спрямо останалите компоненти на финансовите активи неговият дял спадна от 42.5% през юни 1997 г. до 27% в края на април 1998 г.

Освен това спад има и в реално изражение, което поставя нефинансовия сектор пред трудности в достъпа до заемни ресурси. Рестриктивната кредитна политика създава предпоставки стопанските субекти да търсят алтернативни източници на ресурс. Липсата на развит канал за пряко финансиране чрез емисия на дълг или капитал създава допълнителни затруднения. Наред с това има предпоставки за навлизане на квазифинансови институции, каквито са зложните къщи в областта на кредитирането на дребно.

Структурата на кредитния портфейл по валутна деноминация показва промяна в предпочитанията на левови кредити, които представляват 57.4% от целия портфейл в края на април 1998 г. при 32.7% в края на юни 1997 г. Относително по-висок дял (37.2%) на кредити имат банките от трета група, където преобладават предимно деноминирани във валута.

Лихвените проценти по кредитите следват движенията на основния лихвен процент, но от ноември се наблюдава поява на трайна тенденция към разширяване на надбавката. Очевидно

при спад в сумата на отпуснатите кредити търговските банки се опитват да запазят размера на приходите посредством по-висок лихвен процент.

Ниските цени на привлечените ресурси и очерталата се стабилност на лихвения процент създават подходящи предпоставки за развитие на дългосрочното кредитиране, в това число ипотечен и инвестиционен кредит. За съжаление единствено ДСК се възползва от оживлението в търсенето на кредит „на дребно“ и чувствително увеличи предлагането.

Поведението на търговските банки по отношение на кредитирането е обяснимо поради няколко причини. *Първо*, поради все още незатихналото влияние на шока от банковата криза и затрудненията по принудително събиране на вземания. *Второ*, поради ограниченията, наложени с новото законодателство по отношение на приеманите обезпечения и размера на кредитите. *Трето*, поради лошото състояние, в което се намират много от предприятията, представляващи публична собственост, и все още кратката финансова история, която имат частните.

Качеството на кредитния портфейл на банковата система не показва подобрене. Напротив, в сравнение с юли е налице повишаване на процента на кредитите, класифицирани като загуба, и намаляване на този на редовните експозиции като част от общо класифицираните кредити⁹. Частично това влошаване се дължи на спада на новоотпуснатите кредити в сравнение с вече погасените.

Данните за класифицираните позиции от кредитните портфейли за първото и второто тримесечие на тази година показват по-бавно нарастване на редовните експозиции и по-ускорено при позициите, класифицирани като загуба и като съмнителни.

Тенденцията към рестриктивна кредитна политика от страна на банките в краткосрочен план вероятно ще се запази, докато се извърши: *първо*, реструктуриране на собствеността в реалния сектор; *второ*, въвеждане на необходимите законодателни промени, насочени към облекчаване на процедурите по принудително реализиране на вземания; *трето*, създаване на публично достъпни бази от данни за кредитната история и текущото състояние на длъжниците (стъпка в тази посока ще бъде осъществяването на кредитния регистър).

⁹ За да има сравнимост между данните, приемаме, че към 30 юни съмнителните кредити група А (с просрочия до 30 дни) се включват към редовните експозиции по новата Наредба № 9, а всички безнадеждни кредити класифицираме като загуба.

5. Структура на привлечените средства

В края на април размерът на *привлечените средства от банки и други финансови институции* спрямо общия размер на привлечените средства е 16.2% при 39.3% в края на юни. Налице е прес-структуриране на привлечените средства в посока към повишаване автономността и намаляване на лихвените разходи, доколкото привлечените средства от банки са скъпи. Повишаването на автономността на банките от други финансови институции е доказателство, че те разчитат предимно на активите си като източник на ресурси, което обяснява сравнително слабата чувствителност на лихвения процент на междубанковия левов пазар към промените в ликвидността на системата. В структурно отношение към края на април се запазва по-големият дял на привлечените средства от банки и други финансови институции, деноминирани във валута, които съставляват 83.4%, въпреки слабо нарастване дела на левовата част в сравнение с юни 1997 г., когато последната бе едва 6.4%.

Привлечените средства от небанкови институции и други клиенти продължават да съставляват основния ресурс на финансовите посредници. След въвеждането на паричен съвет относителният дял на тази позиция в пасивите нарасна значително от 60.7% до 83.8%. Промяна имаше и във валутната структура, като отношението „привлечени средства в левове и във валута“ от 28:72 се промени на 43:57, което е признак за нарастващо доверие в националната парична единица като средство за разплащане и за съхранение на стойността.

Стабилността в депозитната база, измерена чрез средноквадратичното отклонение, показва добри резултати при банките от първа група, които имат определящо значение за стабилността на цялата банкова система¹⁰. При банките от втора и трета група е налице висока степен на колебливост, особено подчертана при привлечените средства от небанкови финансови институции и други клиенти в левове и валута.

¹⁰ Данните за банките от първа група са на два периода поради отписването на дълг от баланса на Булбанк през декември.

Таблица 7

КОЛЕБАНИЯ В РАЗМЕРА НА ПРИВЛЕЧЕНИТЕ СРЕДСТВА
(%)

Привлечени средства период	Първа група		Втора група	Трета група
	07.'97 – 11.'98	12.'97 – 04.'98	07.'97 – 04.'98	7.'97 – 04.'98
Привлечени средства от банки и други финансови институции в левове	18.3	6.0	21.1	22.6
Привлечени средства от банки и други финансови институции във валута	2.1	6.1	3.4	16.9
Общо привлечени средства от банки	1.8	6.0	8.3	16.5
Привлечени средства от нефинансови институции и други клиенти в левове	9.1	1.0	36.2	39.1
Привлечени средства от нефинансови институции и други клиенти във валута	1.2	2.0	22.0	21.8
Общо привлечени средства от нефинансови институции и други клиенти	4.0	1.5	25.7	27.9
Общо привлечени средства	1.9	2.1	20.9	24.6

Източник: БНБ, авторски изчисления.

6. Капиталова адекватност

Търговските банки влязоха в новата парична система с висока капиталова адекватност. Към юни 1998 г. показателите са подобрили спрямо същия месец през миналата година. При банките от първа група капиталовата база бе увеличена от вътрешни източници. Те са преоценъчен резерв, неразпределена печалба от минали години, печалба от текущата година и други резерви с общо предназначение. При банките от втора и отчасти в трета група капиталовата база бе увеличена чрез допълнителни вноски от акционерите.

От структурна гледна точка при банките от първа група по-голямо нарастване имаше в компонентите на допълнителните капиталови резерви, което е причина за по-висок прираст на показателя „обща капиталова адекватност“ в сравнение с адекватността на първичния капитал. Това очевидно бе временно съот-

ношение до провеждане на общите акционерни събрания, както показват данните за юни. При втора и трета група по-голямо нарастване има в първичния капитал в сравнение с допълнителните капиталови резерви.

Динамиката на рисковия компонент на активите показва плавно увеличение, но с по-бавни темпове, сравнено с нарастването на балансовото число и капиталовата база.

Таблица 8

ПОКАЗАТЕЛИ ЗА КАПИТАЛОВА АДЕКВАТНОСТ

	Първа група		Втора група		Трета група		Общо	
	VI.'97	VI.'98	VI.'97	VI.'98	VI.'97	VI.'98	VI.'97	VI.'98
Обща капиталова адекватност	11.9	35.3	33.5	32.2	18.4	27.4	16.0	34.1%
Адекватност на първичния капитал	10.0	25.0	26.1	26.7	13.7	22.0	13.0	25.1
Степен на риск на активите	16.9	32.5	37.1	43.2	39.4	43.2	19.3	35.0
Степен на покритие на активите	2.0	11.5	12.4	13.9	7.2	11.9	3.1	11.9

Източник: БНБ, данните за 1998 г. са предварителни.

7. Рентабилност

След значителното подобрене на показателите за рентабилност на търговските банки, постигнато в периода на рязко обезценяване на лева, последвалата макростабилизация и въведеният фиксиран валутен курс значително промениха структурата на финансовите приходи.

Нетните курсови разлики постепенно придобиха второстепенно значение, а първостепенна тежест имат нетните приходи от лихви по операции в левове и валута. С промяната в структурата на финансовите активи нетният приход от лихви по операции във валута има почти двойно по-висок размер от нетния приход от лихви по операции в левове. Това се дължи най-вече на положителния лихвен диференциал, който съществува между депозитите, деноминирани в щатски долари, и тези в левове. На трета позиция по тежест в приходите за банките от втора и трета група се намират нетните приходи от операции с ценни книжа. Нетните приходи от курсови разлики заемат едва четвърто място по относителен дял. Динамиката в позицията „други финансови приходи, нето“ се формира от движенията на провизиите. Техният размер зависи от степента на риск на активите, но е трайна тенденцията

към нарастване на високоликвидните позиции в актива срещу намаляване на кредитния портфейл, а оттам – и на общия рисков компонент, което води до освобождаване на провизии.

Таблица 9

**ПОКАЗАТЕЛИ ЗА РЕНТАБИЛНОСТ НА БАНКИТЕ
ЗА ПЕРИОДА ЯНУАРИ – АПРИЛ 1998 г.**

	(%)		
	Първа група	Втора група	Трета група
Рентабилност на активите ¹¹	1.6	0.7	1.5
Рентабилност на собствения капитал ¹²	16.0	5.2	17.0
Рентабилност на основния капитал ¹³	90.4	7.4	22.9

Източник: БНБ, авторски изчисления.

Размерът на рентабилността на основния капитал при банките от първа група е твърде висок, което се дължи на избраната методология за изчисляването му. Под основен в случая се има предвид акционерният капитал, който е действително внесен. Поради значителния размер на неразпределената печалба от миналата година, концентрирана в тази група, е подходящо преизчисляване на рентабилността на основния капитал чрез собствения капитал, защото по-голямата част от печалбата вероятно ще бъде капитализирана. Така се получава сравнима оценка за рентабилността. Някои банки от трета група са освободени от поддържане на капитал, поради което показателите за рентабилност на тази група са по-високи.

Динамиката на коефициентите на рентабилност в сравнение с 1997 г. показва спад, който се дължи на спада в размера на нетните приходи от курсови разлики след въвеждането на фиксиран валутен курс. От друга страна, се забелязва, че размерът на нетните приходи от лихви (в левове и валута) и нетните приходи от комисиони запазва устойчива тенденцията към нарастване след въ-

¹¹ Изчислен като отношение на печалбата след облагане към средната отчетна стойност на активите за периода.

¹² Изчислен като отношение на печалбата след облагане към средната стойност на собствения капитал, намален със средната стойност на вземания по записани дялови вноски.

¹³ Изчислен като отношение на печалбата след облагане към средната стойност на основния капитал, намален със средната стойност на вземания по записани дялови вноски.

веждането на паричния съвет. В новите условия и при настоящата структура на лихвените проценти, за да подобрят рентабилността си, търговските банки ще трябва да концентрират своето внимание върху показателите, които се намират под прекия им контрол, а те са:

1. Подобряване структурата на активите и по-конкретно повишаване дела на кредитите и намаляване дела на предоставените средства на банки, където лихвените проценти са твърде ниски;

2. Диверсификация на предлаганите услуги и засилване тежестта на приходите от комисионни операции;

3. Свиване на разходите по икономически елементи до степен, която позволява ефективно разпределение върху размера на привлечените средства – това в голяма степен се отнася за банките от втора и трета група, които имат относително нисък размер на привлечените средства и оттам по-малък нетен финансов доход. За големите банки преходът към по-висока ефективност на разходите ще се ускори с тяхната приватизация.

Националният пазар на банкови услуги в краткосрочна перспектива ще запази настоящата си структура. Въпреки нарастването на пазарния дял на банките от втора и трета група, очакванията са, че значението на големите банки ще се запази. При банките от втора група вероятно ще има процес на консолидация. Това се отнася особено подчертано за по-малките частни банки, негенериращи необходимия размер печалба, която да осигури капиталов ръст за посрещане на новите изисквания на Наредба № 8. Тяхната алтернатива е привличане на нови акционери, включително и от чужбина. Чуждестранните банки ще продължат да разширяват своето значение на местния банков пазар. Това отчасти ще се дължи и на евтините левови ресурси, които те ще продължат да привличат чрез паричния пазар. За съжаление в момента тези институции имат пасивната роля на посредник, който пласира набраните ресурси в централите в чужбина.

8. Ликвидност

В условията на паричен съвет търговските банки показват предпочитание да използват активите като основен източник на ликвидност. Това се дължи на няколко фактора. *Първо*, неравнопоставен достъп на малките банки до паричния пазар поради липса на доверие. *Второ*, предпочитане за пласмент под формата на валутни депозити в чужбина поради по-ниския кредитен риск

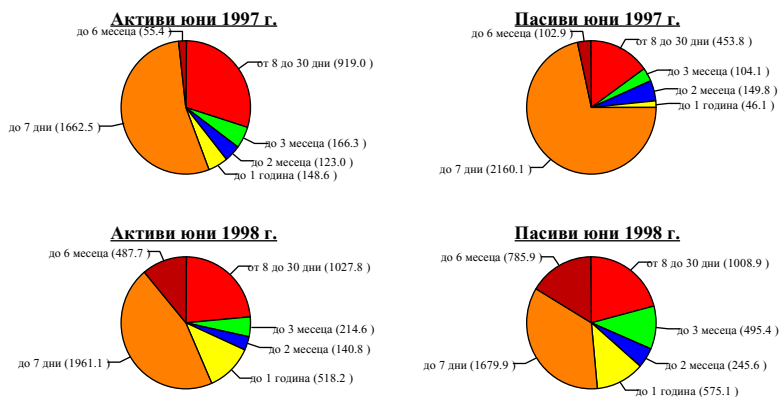
и положителния лихвен диференциал спрямо пласментите на междубанковия паричен пазар. Трето, концентрация на значителни левови ресурси в чуждестранните банки или техни клонове поради ниския кредитен риск, което позволява на последните да се ползват от положителния лихвен диференциал между депозитите в левове и в германски марки (последните са изключени от регулация по Наредба № 4 за валутните позиции).

Сравнението между матуриретната структура на активите и пасивите преди и след въвеждането на паричен съвет недвусмислено показва преориентация в поведението на търговските банки. Тя се изразява в свиване на общата матуриретна трансформация и изравняване дори нарастване при активите над пасивите със свръх към матурирет – до 1 месец.

Графика 8

МАТУРИРЕТНА СТРУКТУРА НА АКТИВИТЕ И ПАСИВИТЕ НА ТЪРГОВСКИТЕ БАНКИ

(млрд. лв.)



Източник: БНБ, данните за 1998 г. са предварителни.

От друга страна, има тенденция към увеличение на средния матурирет на елементите както на активите, така и на пасивите, което може да се предполага че е резултат от постепенното възвръщане на доверието в банките от техните клиенти с по-дългосрочен хоризонт – основно гражданите.

След прекратяването от БНБ на операциите на открития пазар равнището на обща ликвидност в банковата система се определя от няколко фактора. В свръхкраткосрочен план (с хоризонт

следващия ден) това са нетните входящи потоци от и към БНБ като агент по касовото обслужване на бюджета. Друг важен източник е валутният пазар. Левовият пазар на междубанкови депозити е само преразпределител на ресурс. Цикълът на постъпления в републиканския бюджет до голяма степен определя цикъла в ликвидността на банковата система. Временните ликвидни разриви се покриват главно чрез нетни продажби на валута. От своя страна краткосрочната динамика на лихвените проценти на междубанковия пазар е силно зависима от поведението на тези два фактора.

VI. Проблеми и рискове, свързани с функционирането на паричния съвет

Опасенията са свързани най-вече с автоматизма на действие на паричния съвет и отсъствието на механизми за защита при вътрешни и външни шокове. Това предполага, че в макроикономическото управление няма да бъдат допускани грешките, характерни за началния период от прехода към пазарно стопанство. Чувствителните места на паричния съвет могат да се групират, както следва:

Вътрешни

Непосредствените рискове са свързани главно с:

- Забавяне на **структурното преустройство** и приватизацията. Правителствените програми и в частност закона за държавния бюджет разчитат до голяма степен на приходите от приватизация не само за финансирането на дефицита, но и за изпълнение на важни социални програми.
- **Надценяване на националната валута** с по-бързи темпове от нарастването на факторната производителност на труда, водеща до загуба на конкурентоспособност на износната продукция.
- Високата **вариация на депозитите** на правителството създава предпоставки за нестабилност на паричното предлагане, което може да повлияе върху деловата активност на икономическите агенти.

Потенциалните рискове са:

- **Загуба на контрол върху инфлацията**, водеща в условията на фиксиран курс до бързо надценяване на местната валута, нарастване на потреблението на вносни стоки и влошаване

на текущата сметка. Дефицитът по текущата сметка може да се компенсира от положително салдо по капиталовата сметка – нови заеми и/или постъпления от приватизация. Проблемът е, че вземането на нови заеми за обслужване на стари е порочен кръг, от който излизането е трудно, а на приходи от приватизация не може да се разчита вечно.

- Излизане на **бюджетния дефицит** извън планираните рамки и монетизация на загуби в реалната икономика. Това ще доведе до намаление на фискалния резерв на правителството и съответно до по-бързо нарастване на резервните пари, отколкото на валутните резерви, с което би се нарушила логиката на паричния съвет.
- Изпадане в **ликвидни кризи** на търговските банки. Ограниченият размер, в който БНБ може да рефинансира търговските банки в случаи на затруднения, е сериозна заплаха за стабилността на паричния съвет. На такова изпитание бяха подложени паричните съвети в Естония, Литва и Аржентина.

Външни

- Продължаващ **спад на цените** на международните пазари на стоките с висок относителен дял в експортната листа на България. Това може да доведе до по-бързо нарастване на дефицита по текущата сметка и до намаляване на валутните резерви и съответно на паричното предлагане.
- Пренасяне на **кризата на капиталовите пазари** от Далечния Изток в Европа и по-специално в източна Европа. Въпреки ниската степен на интегрираност на българската икономика със световната, през есента на 1997 г. котировките на българските брейди облигации рязко паднаха независимо от финансовата стабилизация в страната. За радост това не прерасна в масирано изтегляне на капитали, но опасността едва ли е отминала.
- Колебанията на **германската марка** към щатския долар са потенциален носител на инфлационни очаквания, още повече, че българската икономика има все още силно изявени предпочитания към долара.

VII. Изводи

1. Постигнатата **финансова стабилизация** е безспорен успех, но засега тя не дава очакваните резултати върху реалния сектор. Практиката отдавна е доказала, че всяка финансова стабилизация, ако не е подкрепена със сериозни структурни реформи, е само временна.

2. **Реалният сектор** все още не се е приспособил към новите условия. Принципът на строгите бюджетни ограничения не е станал повсеместен. Продължава практиката да се покриват загуби с държавни средства. Данъчното бреме е високо, което принуждава малките и средните фирми от частния сектор да укриват доходи. Достъпът до кредити остава ограничен, дължащо се както на лошото качество на инвестиционните проекти, така и на изключително предпазливата кредитна политика на банките. В условията на свито кредитно предлагане фирмите (преди всичко държавните) търсят алтернативни източници за финансиране, включително и чрез нарастване на междуфирмените задължения, особено към енергийния сектор.

3. Засега **фиксираният валутен курс** не създава проблеми и е по-скоро източник на стабилност. Валутният пазар функционира нормално без осезаем натиск върху националната валута. Призивите за девалвация са несериозни. Предвид високата импортоемкост на износната продукция и относително ниските разходи за труд, надценяването на реалния ефективен валутен курс (в определени рамки) не би трябвало да повлияе силно негативно върху търговския баланс. Проблемите произтичат по-скоро от слабата конкурентоспособност на износната продукция, породена от ниското качество и липсата на маркетингова стратегия.

4. Процесът на **ремонетизация** е бавен. Забелязва се стагнация в парично-кредитните агрегати. Делът на вътрешните активи в широките пари непрекъснато спада и е вече под 10%. В условията на паричен съвет паричното предлагане зависи преди всичко от реалното търсене на пари, което е отражение на състоянието на финансовия сектор. Българският вариант на паричен съвет позволява силно влияние на фискалния сектор върху паричния. Забелязва се силна вариация на депозита на правителството в баланса на управление „Емисионно“. Присъствието на този депозит поставя в привилегировано положение публичния сектор пред частния, защото е покрит с валутните резерви, които са бо-

гатство на цялата страна. Движението на този депозит може да се интерпретира като квазипарична политика от страна на правителството и е буфер между стагниращите резервни пари и растящите валутни резерви. Нарастването на този депозит ограничава резервните пари, а по-резките му колебания водят до по-резки промени и в резервните пари. Прекомерното нарастване на депозитите на правителството носи и негативни елементи, тъй като по този начин се изтегля ликвидност. Належащо е вземане на решение как да се използват акумулираните от бюджета ресурси.

5. **Доверието в банковата система** продължава да е ниско. Лихвените проценти не стимулират спестовност и депозитите нарастват много бавно. Драматично е спадането им като процент от БВП – от 72% през 1994 г. на 50% през юни 1997 г. и около 22% в момента. Това сериозно ограничава възможностите за нарастване на вътрешните инвестиции. Все още поне 700 – 800 млн. щ. д. (изтеглени по време на кризата) стоят извън банковата система. Включването им отново в **легалния** икономическия оборот е от изключителна важност.

6. **Състоянието на банковата система** се подобрява, но все още съществуват нерешени проблеми. Намалява дялът на кредитния портфейл като процент от банковите активи, а неговото качество не показва подобрение. Налице е повишаване на процента на кредитите, класифицирани като загуба, и намаляване на този на редовните експозиции като част от общо класифицираните кредити. Проблемите произтичат от все още ниската капиталова база на повечето банки и нежеланието им да поемат рискове, свързани с инвестиционно кредитиране. Чувства се липса на кадри за ефективно управление на активите. През последните месеци се забелязва активизиране на чуждестранните банки, които купуват евтин ресурс на междубанковия пазар, обръщат го във валута и го изнасят в чужбина, реализирайки печалби от лихвенния диференциал.

VIII. Приложения

1. Сравнение с развитието на банковите системи в страни с действащ паричен съвет – Аржентина, Естония и Литва¹⁴

Общи тенденции и особености

Подобно на ситуацията в нашата банкова система в първоначалния период след въвеждането на паричен съвет ликвидността навсякъде е била висока. След първата година тя се стабилизира на по-ниски нива.

Ресурсите в банковата система се увеличават поради намаляване на вземанията от правителството, навлизане на средства от резиденти и нерезиденти под формата на депозити. Кредитният портфейл на търговските банки се разширява значително спрямо останалите позиции в актива. За Аржентина например кредитът за частния сектор отбелязва нарастване в реално изражение с 23.7% спрямо края на 1990 г. Банковите кризи стават причина за плавно свиване на този дял в краткосрочен план и възприемане на по-умерена кредитна политика в дългосрочен.

Развитието на показателите за банковата система у нас през тази първа година след въвеждане на паричен съвет може да се характеризира като умерено. Консервативната кредитна политика на банките, съчетана със засилване самостоятелността при управлението на ликвидността и висок процент външни активи, намали до минимум уязвимостта от вътрешни шокове, но за сметка на това рентабилността стана зависима от лихвените равнища в чужбина. При продължително запазване на настоящата структура на активите и при евентуално нарастване на лихвените проценти по привлечените средства, рентабилността би могла да се влоши и да причини декапитализация. От друга страна разширяването на кредитния портфейл с цел подобряване на доходността трябва да бъде добре управлявано и наблюдавано. За това може да се очаква плавно нарастване на кредитните портфейли, поставено в пряка зависимост от развитието на частния сектор и разширяването на депозитната база както от вътрешни, така и от външни за страната източници.

¹⁴ Данните са от International Financial Statistics Yearbook, IMF, 1997.

Естония

През юни 1992 г. в Естония е въведен паричен съвет и фиксиран към германската марка валутен курс. На централната банка на Естония не е разрешено да финансира правителството. Рефинансирането на търговските банки е ограничено до размера на разликата между чуждестранните резерви и резервните пари при наличие на ликвидна криза със системен характер. Лихвените проценти се определят на пазарна основа и следват движението на краткосрочните лихви на резервната валута. Вариациите им са ниски поради високото доверие във фиксирания валутен курс.

Непосредствено след въвеждането на паричен съвет в края на 1992 г. и началото на 1993 г. банковият сектор на Естония преживя криза вследствие на лошо управление и натрупани необслужвани кредити. Тя стана причина за спад на доверието, последван с масиран отлив на депозити и повишаване на свръхрезервите на търговските банки. Процесът на отшумяване на банковата криза и възстановяване на депозитната база е постепенен и постоянен. Данните показват, че възстановяването е по-бързо при безсрочните депозити и по-бавно при срочните и валутните депозити. Това ограничава търговските банки в кредитните им експозиции както към частния сектор, така и към нефинансовите публични предприятия. Вземанията от правителството запазват размера си почти непроменен. Едва в края на 1995 г. започва по-бързо акумулиране на ресурси в банковата система поради нарастване на депозитите на нерезиденти, което създаде кредитна експанзия, насочена главно към частния сектор.

Аржентина

В Аржентина паричен съвет и фиксиран валутен курс е въведен през март 1991 г. Запазва се обаче при определени условия възможността за операции на открития пазар и рефинансиране на търговските банки.

Първоначално ликвидността в системата е висока, но постепенно спада и се стабилизира на ниво 12 – 15% от привлечените средства. В периода 1990 – 1994 г. е регистрирано голямо нарастване на вземанията на банките от частния сектор, финансирано с нарастване на привлечените средства предимно под формата на срочни, спестовни и валутни депозити. През март 1995 г. се разразява криза, причинена от спадането на цените на *teso bonos*¹⁵

¹⁵ Ценни книжа, деноминирани в долари, издадени от правителството на Мексико.

(типичен пример за външен шок), при което една търговска банка с малък пазарен дял, изпадайки в ликвидна криза, става причина за масиран системен отлив на депозити.

Литва

В Литва се възприема паричен съвет през април 1994 г. За разлика от Естония правилата не са така стриктни. Валутният курс е фиксиран, но се определя от централната банка. Допускат се операции на открития пазар включително с ценни книжа, издадени от правителството, ресконтриране и кредитиране на търговските банки до размера на нетните валутни резерви.

Подобно на Естония непосредствено преди въвеждането на паричен съвет ликвидността на банковата система е повишена. През следващата година тя постепенно спада. В периода 1993 – 1995 г. кредитните експозиции на търговските банки нарастват по-рязко към частния сектор и по-слабо към нефинансовите публични предприятия. Привлечените средства са основен източник на този растеж. Нарастването е по-голямо при срочните и валутните депозити и сравнително по-слабо при безсрочните депозити. След банковата криза, разразила се в периода между последното тримесечие на 1995 г. и първото на 1996 г., ликвидността намалява, а с известен лаг се наблюдава свиване на кредитните експозиции, за сметка на което рязко нарастват нетните чуждестранни резерви на търговските банки.

2. Сравнителен анализ на платежния баланс на Аржентина, Естония, Литва и България след първата година от въвеждането на паричния съвет

Състоянието на платежния баланс една година след въвеждането на паричния съвет в голяма степен се различава в отделните страни поради наследените условия. Така например благоприятен фактор за Литва и Естония е липсата на голям външен дълг и свързаните с него лихвени плащания. За тримесечията, последвали въвеждането на паричния съвет, лихвените плащания и нетният доход се запазват относително ниски (до 0.8% от БВП), докато в Аржентина и България (2.1 – 3.8% от БВП) те остават като фактор, определящ необходимостта от поддържането на положително търговско салдо. Очевидно предимство на българската и аржентинската икономики една година след въвеждането на паричния съвет е положителното търговско салдо. Тър-

говският баланс на България възлиза на 1.2% от създадения в страната БВП за първите девет месеца след въвеждането на паричния съвет, а включвайки и услугите достига 3.7%. Салдото по външната търговия едва покрива отрицателния нетен доход от 3.8% от БВП.

В Литва и Естония търговското салдо е отрицателно още в началния етап на въвеждането на паричния съвет. Това вероятно е резултат и на избора на ниво на фиксиране на националната валута, тъй като в тези страни се наблюдава силно увеличение на вноса. За Естония решаващ фактор е и загубата на пазарите в Русия. Отрицателното салдо на търговията и дохода в Литва и Естония (съответно -5.8% и -2.7% от БВП) се определя от слабото представяне на външната търговия, а причината за положителната текуща сметка са текущите трансфери. Доколкото те не могат да бъдат източник на постоянни очаквани приходи, такава структура на текущата сметка създава предпоставки за натрупване на външни задължения.

Началният етап от въвеждането на паричния съвет има повече сходни особености между България и Аржентина, тъй като и в двете страни то е предхождано от банкова криза и от криза на платежния баланс. Последващото приспособяване на икономиката е свързано както с подобряване на външната търговия, така и с нарастване на чуждите инвестиции. В Аржентина изтичането на капитали (нетните инвестиции на банките и частния сектор, без преките инвестиции) достига 4.3% от БВП в годината преди фиксирането на курса, а в България – 10.6%. Възстановяването на доверието и запазването на лихвения диференциал стимулира притока на капитали в началния етап и в двете страни. Поради това търсенето на портфейлни инвестиции определя в голяма степен структурата на капиталовите потоци през първите месеци в България и Аржентина, докато в Естония и Литва започва процес на натрупване на външни кредити от частния сектор (около 2.8% и 3.3% от БВП). Портфейлните инвестиции съставляваха голям процент от притока на капитали само през първото тримесечие от въвеждането на паричния съвет в България, но за деветте месеца притокът на капитали в страната се формира основно от преките инвестиции и нарастването на заемите от МВФ (съответно 2.9 и 2.6% от БВП).

Стабилизирането на националните валути и повишеното предпочитание към активи, деноминирани в тях, водят до увели-

чение на валутните резерви и в четирите страни. Но в Литва и Естония вносът има значително по-бърз растеж още през първата година, поради което започва постепенно намаление на покритието му с валутни резерви. Стабилизационната програма на Аржентина е съпътствана с либерализация на външната търговия и по-специално на вноса, който от 2.6% от БВП през 1990 г. нараства до 4.7% от БВП една година по-късно. Въпреки това както и в България резервите (като месеци внос) имат трайна тенденция към нарастване. Причината е, че след овладяването на кризата на платежния баланс вносът се приспособява с известен лаг, докато относително свободното движение на капитали и подкрепата на международните финансови институции дава възможност за бързо нарастване на резервите. В Аржентина валутните резерви достигат 8.1 месеца внос, а в България – 6.6 месеца. В двете балтийските републики динамиката на валутните резерви се колебае от 2 до 4 месеца внос. Въпреки големия натрупан размер валутни резерви като месеци внос в България и Аржентина, отражението му в България би могло да има много по-силен ефект, тъй като спрямо БВП тези резерви са най-големи в сравнение с останалите страни. От това се поражда и необходимостта от ефективното им управление.

Литература

1. Минасян, Г., М. Ненова, В. Йоцов. *Паричният съвет в България*. ГорексПрес, С., 1998.
2. Манчев, Цв. *Паричното предлагане в България в условията на паричен съвет*. БНБ, Информационен бюлетин № 8/1997.
3. *Currency Board Arrangements – Issues and Experiences*. IMF Occasional paper, # 151, August 1997.
4. *Currency Board: The Ultimate Fix?* IMF Working papers, WP/98/8.
5. Schwartz, A. *Currency boards: Their Past, Present and Possible Future Role*. Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy 39 (1993), pp. 147–187.
6. *Bank Soundness and Currency Board Arrangements: Issues and Experiences*. IMF, Paper on Policy Analysis and Assessment, PPAA/97/11.
7. *Making a Currency Board Operational*. Paper on Policy Analysis and Assessment, PPAA/97/10.
8. Backus, D., J. Driffill. *Inflation and Reputation*. *American Economic Review* 75, June 1985, pp. 530–538.
9. Bennett, A.G. *Currency Boards: Issues and Experiences*. In: *Frameworks for Monetary Stability*. Washington, 1994.
10. Bordo, M.D., A. J. Schwartz. *Monetary Policy Regimes and Economic Performance: The Historical Record*. National Bureau of Economic Research. Working Paper 6201, September 1997.
11. *Central Bank Reforms in the Baltics, Russia and Other Countries of the Former Soviet Union*. Washington DC, December 1997. IMF Occasional paper N 157.
12. Fischer, St. *The Role of Macroeconomic Factors in Growth*. *Journal of Monetary Economics* 32, 1993.
13. Fischer, St. *Why Are Central Banks Pursuing Long-run Price Stability in Achieving Price Stability?* Federal Reserve Bank of Kansas City, 1996.
14. *International Financial Statistics*. IMF, 1997.
15. Liviatan, N. ed. *Proceedings of a Conference on Currency Substitution and Currency Boards*. World Bank Discussion Papers, 1993.
16. Osband, K., D. Villanueva. *Independent Currency Authorities: An Analytic Primer*. IMF Working Papers, 1992, vol. 40, No. 1, pp. 202–216.
17. Perry, G. ed. *Currency Boards and External Shocks. How Much Pain, How Much Gain?* The World Bank, 1997.
18. Santiprabhob, V. *Bank Soundness and Currency Board Arrange-*

ments. *Issue and Experience. IMF Paper on Policy Analysis and Assessment*, 11/1997.

19. Rodriguez, C.A. *The Argentine Stabilization Plan of December 20th. World Development*, 1982, 10, pp. 801–811.

20. Uribe, M. *Exchange-rate-based Inflation Stabilization: The Initial Real Effects of Credible Plans. Journal of Monetary Economics*, 1997, 39, pp. 197–221.

21. Williamson, J. *What Role for Currency Boards? Institute for International Economics*, 1995.

22. Zarazaga, C. *Argentina, Mexico and Currency Boards: Another Case of Rules Versus Discretion. Federal Reserve Bank of Dallas. Economic Review, Fourth Quarter*, 1995.

23. Halpern, L., Ch. Wyplosz. *Equilibrium Exchange Rates in Transition Economies. IMF Staff Papers*, Vol. 44, No. 4, December 1997.

24. Hassan, K., D. Tufte. *Exchange Rate Volatility and Aggregate Export Growth in Bangladesh. Applied Economics*, 30, 1998.

25. Havlik, P. *Exchange Rates, Competitiveness and Labor Costs in Central and Eastern Europe. WIIW Research Reports*, No. 231, October 1996.

26. Landesmann, M. *Emerging Patterns of European Industrial Specialization: Implications for Trade Structures, FDI and Migration Flows. WIIW Research Reports*, No. 168, June 1997.