



БЪЛГАРСКА НАРОДНА БАНКА

Паричен съвет и финансови
кризи – опитът на България

Румен Аврамов

ДИСКУСИОННИ МАТЕРИАЛИ

DP/6/1999

Юни, 1999 г.

ДИСКУСИОННИ МАТЕРИАЛИ

Редакционен съвет:

Председател: Гарабед Минасян

Членове: Румен Аврамов

Георги Петров

Секретар: Людмила Димова

© Българска народна банка, юни 1999 г.

ISBN 954 – 9791 – 25 – 4

JEL Classification: E50

Отпечатано в Полиграфичната 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

Тел.: (+ 359 2) 9145 1351, 9145 1271, 981 1391

Факс: (+ 359 2) 980 2425, 980 6493

E-mail: Dimova.L@bnbank.org

www.bnb.bg

Съдържание

I. Особенности на паричния съвет. Българският модел.....	5
II. Топография на уязвимостта на паричния съвет	10
Вътрешна уязвимост	11
Външна уязвимост	15
III. Какво остава за централната банка в условията на паричен съвет	19
IV. Дебатът по стратегията за излизане от режим на паричен съвет	22

I. Особености на паричния съвет. Българският модел

Паричният съвет е парична система, при която емисията на национална валута – монетарните пасиви на централната банка, е изцяло покрита с чуждестранна конвертируема (резервна) валута. Между националната и резервната валута съществува свободна и неограничена обратимост по твърдо фиксиран курс. Чуждестранната валута покрива единствено най-тесния паричен агрегат – резервните пари.

Паричният съвет има определени сходства – макар и в свършено променен контекст – с принципите на златния стандарт. Може да се счита, че паричният съвет е заместител на автоматизма и правилата на златния стандарт. В определена степен това е връщане към йерархията на целите на златния стандарт и към характерните му регулиращи механизми. И двете системи имат за цел да подчинят паричното предлагане на прости, ефективни и прозрачни правила. Те дисциплинират макроикономическата политика, като ѝ налагат най-строгата дисциплина – тази на движението на капиталите и на пазарите.

При паричен съвет паричното предлагане е строго ограничено. Резултатите се постигат по две линии.

От една страна, това става чрез фиксиране на валутния курс. Паричните съвети често се представят като екстремална разновидност на системите с фиксиран курс, при която необратимостта на ангажимента се постига чрез законодателно закотвяне на избрания паритет между националната и резервната валута. Така паричният съвет постига по-висока степен на доверие, намалява риска от атака срещу местната парична единица и налага дисциплиниращите правила на режимите с фиксиран валутен курс. Девалвацията е елиминирана като възможен източник за нарастване на номиналната парична маса.

Още по-съществен ограничител на паричното предлагане е премахването на един от неговите източници. При класическата

Румен Аврамов е член на Управителния съвет на БНБ.

Материалът е представен на английски език на организирания от Центъра за изследвания на централните банки при Bank of England академичен семинар „Последните финансови кризи и поуките от тях за централните банки“, състоял се в Лондон от 19 до 23 април 1999 г. Авторът благодари на Борис Петров и Калин Христов от отдел „Монетарни и финансови изследвания“ в БНБ за помощта при изготвянето на поместените графики.

Публикацията е превод от английски език.

двустепенна банкова система централната банка емитира пари както срещу чуждестранни, така и срещу вътрешни активи. Във втория случай тя извършва емисия, като увеличава паричните си задължения срещу кредитиране на правителството (финансиране на бюджета) или на търговските банки (чрез рефинансиране или в ролята си на кредитор от последна инстанция). Именно манипулацията с вътрешните източници на резервните пари е съществената на паричната политика и в известен смисъл е основанието за съществуването на централни банки. Но провеждана отвъд определени граници и под натиска на държавата, тази манипулация започва да генерира инфлация.

При паричен съвет единственото покритие на паричната емисия остават чуждестранните активи, чиято динамика е напълно независима от действията на местните парични власти. Тази динамика се определя от състоянието на платежния баланс и в частност от капиталовите потоци. Тъй като става невъзможна емисията срещу вътрешни активи, се премахват главните източници на инфлация – прякото или косвеното монетизиране на бюджетните дефицити, както и поддържането на неплатежоспособни банки от страна на централната банка. Основният канал на инфлацията (между централната банка и бюджета) е прекъснат и новосъздадената парична власт се превръща в напълно пасивна по отношение на паричното предлагане институция. То се определя извън централната банка, която автоматично реагира на автономното търсене на пари на икономическите агенти.

При паричен съвет отпадат основни функции на паричната политика, присъщи на класическата централна банка. Прости правила изместват до голяма степен субективните решения (и изкушения), съпътстващи всяка парична политика. Фундаменталният проблем за независимостта на централната банка се решава радикално чрез **ампутиране** на онези нейни функции, които материализират връзката ѝ с държавата и чрез изнасянето на паричния суверенитет извън страната.

Въвеждането на паричен съвет води до съществени промени в икономическото поведение.

- *Той разширява значително обсега на твърдите бюджетни ограничения.* Най-непосредствено това се отразява на държавата и банките, които би следвало да прехвърлят тези ограничения върху държавните предприятия и (чрез банки-

те) върху частния сектор. Тази трансмисия обаче не е напълно гарантирана и трансферите, покриващи загуби и разходи на даден сектор (стопанска единица) за сметка на други, така и не изчезват изцяло. Нов тип ограничения възникват за самата централна банка, доколкото тя вече е лишена от инфлационния данък, който е съществен източник на доход при класическия ѝ статут.

- *Паричният съвет фиксира една основна цена – валутния курс – и предполага свободно движение на всички останали икономически променливи.* Стопанството вече не може да реагира на външни шокове чрез промяна във валутния курс. Влиянието им върху икономическите агенти е пряко. Тежестта на приспособяването към шоковете се поема от реалния сектор и от финансовите променливи, като лихви, доход, обем на производството, растеж на производителността, заетост. Като цяло паричният съвет действа проциклично. Затова, за да се постигне по-ефективна адаптация, е ключово наличието на особено гъвкави институционални рамки и пазари.
- *Паричният съвет предполага силна отвореност на икономиката.* Това я прави особено чувствителна към вливането и оттока на капитали и към салдото на платежния баланс, които в крайна сметка предизвикват свиване или разширяване на паричната маса. При паричен съвет влиянието на капиталовите потоци върху паричното предлагане не може да бъде „стерилизирано“, т. е. неутрализирано.

Паричният съвет не е универсално приложима парична система. Тя се въвежда там, където доверието към класическата централна банка и към възможностите ѝ да използва независимо и разумно поверените ѝ инструменти е изгубено. Най-целесъобразно е паричен съвет да се въведе в случаите, когато националната парична единица е практически унищожена, което най-често става след хиперинфлация. В такъв контекст той е мощно средство за ремонетизиране на стопанския живот и възвръщане на доверието във финансовата система. Накрая важно условие за успеха на паричния съвет е наличието на широко обществено съгласие при приемането му, доколкото той представлява особен вид обществен договор и принципно нова парична конституция на страната.

Днес действат ограничен брой парични съвети, като най-известните прецеденти са тези в Хонконг, Аржентина и Естония. В нито една от посочените страни тази парична система не оперира в „чист“ вид и постепенно са се натрупали многобройни национални особености.

Паричният съвет в България бе въведен с новия Закон за БНБ от 10 юни 1997 г. Рамките на неговото действие бяха допълнени и прецизирани от приетия малко по-късно Закон за банките, който въвежда строги надзорни правила и високи изисквания за сигурност на търговските банки.

Преминаването към паричен съвет бе наложено от няколкото неуспешни опита за стабилизиране на икономиката през 1991 – 1996 г. и разразилата се дълбока финансова криза, която през декември 1996 – февруари 1997 г. прерасна за кратко в хиперинфлация. При тези стабилизационни опити без успех бяха използвани всички възможни номинални котви, с изключение на една; самата стабилизационна политика беше компрометирана, а доверието в съществуващите институции – изчерпано. Най-радикалното решение бе да се прибегне до единствената останала неизползвана номинална котва (фиксирания валутен курс), да се създаде нова институция (паричен съвет) и да се получи нов кредит на доверие чрез изнасянето на паричния суверенитет извън страната. МВФ, чийто престиж също беше подронен, можеше да възвърне доверието към себе си само ако подкрепи една принципно различна парадигма.

Така още от самото начало паричният съвет бе поставен в един по-широк контекст. Той бе замислен и наложен от широк обществен консенсус по-скоро като *културен шок* и инструмент за въвеждане на финансова дисциплина, отколкото като поредната стабилизационна схема. Паричният съвет бе възприет като опит за скъсване с миналото, система за преодоляване на дълбоко вкорененото нежелание да се модернизира българската икономика (изразило се в неколкогодишни нерешителни, непоследователни и частични реформи), като амбициозен план за превъзможване на институционалните слабости от първите години на прехода.

Общите принципи на българския паричен съвет съответстват на устройствените принципи на всички подобни парични системи. Същевременно следва да се имат предвид някои важни специфични черти, заложили в българския вариант.

- В България не бе създадена нова парична институция (както например в Хонконг), а бе използвана институционалната обвивка на съществуващата БНБ. В нея, по подобие на традиционния модел на Bank of England, бяха структурирани емисионно и банково управление. Връзката между двете е остатъчният депозит на управление „Банково“ в управление „Емисионно“. Той представлява положителната нетна стойност на паричния съвет, т. е. излишъкът на валутните резерви над резервните пари и другите пасиви на управление „Емисионно“.
- Покритието на резервните пари задължително надхвърля 100%, но няма точно фиксирана норма. Превишението е предназначено за евентуална интервенция на БНБ като кредитор от последна инстанция в случай на системна ликвидна криза в банковата система. Използването на тази възможност става при крайно ограничителни условия и единствено за платежоспособни банки.
- На разположение на БНБ остава един-единствен инструмент за дискреционно регулиране на общата ликвидност на банковата система – изменението в процента на задължителни минимални резерви на търговските банки.
- В пасивите на паричния съвет е включен депозитът на правителството. От една страна, доколкото този депозит акумулира постъпващите по линия на МВФ (и други международни финансови институции) средства, покритието му с високоликвидните активи на управление „Емисионно“ е форма на гаранция, че задълженията към тези институции ще бъдат погасени. От друга страна, присъствието на депозита на правителството в пасивите на паричния съвет оказва косвено въздействие върху резервните пари. Това става при всяко изменение в обема на депозита, като (при определени условия) с неговото увеличение резервните пари намаляват, и обратно. Състоянието на бюджета (неговият дефицит или излишък) се превръща във важен фактор за общата стабилност и за ликвидността на паричната система.
- В депозита на правителството са включени и средства във валута, различна от резервната (главно щатски долари). Това налага и част от активите на управление „Емисионно“ да не са в германски марки. За да се намали до минимум валут-

ният риск за управление „Емисионно“, законът предвижда несъответствието между неговите активи и пасиви, деноминирани в различни от германската марка валути, да не превишава 2% в едната или другата посока.

- Законът позволява прякото кредитиране от БНБ на държавата за сметка на покупки на СПТ от МВФ. Матуритетът на дълга на държавата към БНБ, деноминиран в СПТ, се покрива напълно с този на банката към МВФ. Това право произтича от функцията ѝ на агент на държавата и е формално основание за финансиране на правителството с кредити от МВФ.
- Макар да не е преобладаваща при външнотърговските разплащания и в структурата на външния дълг на страната, за резервна валута на българския паричен съвет бе избрана германската марка. При несиметричното деноминиране на значителна част от вътрешния дълг (в левове/германски марки) и на външния дълг (в щатски долари) влиянието на колебанията в курса на долара към марката отчасти се неутрализира.

II. Топография на уязвимостта на паричния съвет

При икономика, функционираща в условията на паричен съвет, пазарите следва да бъдат по-гъвкави, за да се компенсира липсата на инструменти на паричната политика и на плаващ валутен курс. Повечето от мерките в областта на изграждане на пазарите обаче са извън функциите и правомощията на централната банка.

Тестове относно чувствителността на паричния съвет към колебанията на производството и платежния баланс все още не са направени. Както всяка друга парична система, паричният съвет функционира гладко при равновесие на платежния баланс и устойчив икономически растеж. Той обаче е напълно съвместим и със спадове на БВП или дефицит по платежния баланс. Макар и процикличен, паричният съвет притежава голяма степен на еластичност към екзогенни шокове. Опитът на Аржентина и Хонконг показва, че реакцията на икономиката при шокове се изразява в по-силни колебания на лихвите, реалните променливи и по-твърда фискална политика. В косвена заплаха за системата може да се превърне политическият натиск за фактически отказ

от паричен съвет чрез промяна на фиксирания валутен курс. Застоят в реалния сектор и рестриктивните финансови условия подкопават устойчивостта на обществения консенсус, необходим за успешното му функциониране, и увеличават вероятността от подобна заплаха.

Вътрешна уязвимост

Въвеждането на паричен съвет в България наложи важни промени във финансовите потоци и съответно в съотношението на икономическите сили.

Като реструктурира финансовите потоци и тежестта на дълговото бреме, въвеждането на паричен съвет оказва силно влияние върху ролята на **правителствения сектор** в икономиката.

По отношение на вътрешните приходи и разходи правителството е поставено при по-твърди бюджетни ограничения. Силните рестрикции през 1998 г. доведоха до натрупването на значителен финансов резерв. Обслужването на външния дълг обаче все още изисква външно финансиране.

Същевременно паричният съвет де факто укрепва (чрез стесняване на фокуса) позициите на правителството. Системата на паричен съвет представлява разбираемо и приемливо извинение за съдържане бюджетните разходи на държавата. През 1991 – 1996 г. правителствата разполагаха само с формална, но не и с реална независимост при вземането на решения, тъй като бремето на вътрешния дълг ги лишаваше от каквато и да е възможност за избор на политика.

Хиперинфлацията от края на 1996 – началото на 1997 г. стопи задълженията, деноминирани в национална валута, и по-специално вътрешния държавен дълг. Обслужването на държавния дълг бе намалено от изключително високите равнища през 1996 г. (плащанията по лихвите възлизаха на 18% от БВП) до приемливите 2.5% през 1998 г. Рязкото спадане на лихвените равнища (от 300% през септември 1996 г. до 5% през 1998 г.) позволи нелихвените плащания да нараснат от 7% от бюджетните разходи през януари 1997 г. до 50% през месеците февруари на 1998 г. и 1999 г. Матуритетът на дълга постепенно се удължи. Наблюдавано бе явно изтласкване на вътрешния дълг от външния (**графики 5, 6, 7 и 8**).

При паричен съвет Министерството на финансите играе цент-

рална роля в управлението на общата ликвидност в икономиката, провеждайки „квазипарична“ политика чрез депозита на правителството в централната банка и емитирането на съкровищни бонове. Отговорността (и рисковете) за общата парична стабилност (и в частност за лихвените проценти) се прехвърля до голяма степен от централната банка върху фискалните власти.

Разразилата се хиперинфлация, предшестваща въвеждането на паричния съвет, изчисти и **балансите на търговските банки**. Банковата система бе рекапитализирана от положителните курсови разлики в резултат на преоценката на деноминиранияте в чуждестранна валута активи на банките и от закриването на проблемните банки. Същевременно реалната стойност на деноминиранияте в левове пасиви бе сериозно подкопана.

Здравата банкова система играе съществена роля за стабилността на паричния съвет. С въвеждането му търговските банки, както се и очаква след дълбока финансова криза, промениха поведението си. Политиката им може да се характеризира като предпазлива и категорично отхвърляща риска. Това доведе до общо ограничаване на кредитирането и до рязко подобряване на ликвидността на търговските банки. За окончателното преодоляване на шока от финансовата криза обаче е необходим по-дълъг период на финансова стабилност.

Понастоящем банковата система не е източник на рискове за икономиката (**графики 9, 10 и 11**). Поддържането на това състояние не е лесно. Пред банките възниква проблемът с рентабилността, свързан с отсъствието на сигурни възможности за кредитиране на реалния сектор, който все още е в процес на дълбоки структурни промени. Те преустрои портфейлите си, главно като правеха депозити и инвестиции в ценни книжа в чужбина. Осъществено бе известно намаление на оперативните разходи, но сливанията и рационализирането на силно фрагментираната банкова система все още предстоят.

Прекият ефект на системата на паричен съвет върху **реалния сектор** е нееднозначен. Тя осигури на икономическите агенти основа за финансова стабилност, далечна перспектива и по-голяма възможност за избор. Преимуществовата на новите икономически условия обаче могат да бъдат капитализирани само с цената на значителни инвестиционни усилия.

След години на свиващо се производство (с изключение на незначителния прираст през 1994 – 1995 г.) икономическият растеж стартира от изключително ниско равнище и фазата на действително оживление все още не е достигната. През 1998 г. бе отбелязано умерено нарастване на БВП от 3.5%. За да е налице осезаем ефект обаче, подобен (и по-висок) темп следва да се запази през следващите няколко години. Вместо това първоначалните прогнози за икономически растеж бяха занижени поради неблагоприятните перспективи както в световен, така и в регионален аспект (**графики 1 и 2**).

През 1991 – 1996 г. реалният сектор се приспособяваше към различните шокове чрез натрупване на просрочия, лоши кредити и обезценяване на лева. В условията на паричен съвет много от тези възможности не съществуват. Бизнесанкетите косвено потвърждават промяната, като подчертават, че главните предизвикателства пред производителите се изместват от финансовите проблеми и платежоспособността на техните клиенти към общите и специфичните пазарни условия.

Опитът от последните години обаче показва, че „сурогатите на ликвидност“ все още не са напълно изчезнали. Въпреки значителното намаление на просрочията към банките съществува определено натрупване на междуфирмена задлъжнялост и на просрочия към бюджета, концентрирани предимно в големите държавни фирми. Все още съществуват възможности за „скрито“ субсидиране и меки бюджетни ограничения. Повечето от тях ще бъдат отстранени в рамките на тригодишното споразумение с МВФ, но икономиката на страната продължава да носи бремето на неефективността и диспропорциите във възлови пазари, които следва да бъдат премахнати с радикални средносрочни реформи.

Паричният съвет не е панацея за по-дълбоката трансформация на страните в преход. Резултатите от този преход (а в по-дългосрочен план и жизнеспособността на самия паричен съвет) зависят от успешното прилагане на цялостния пакет структурни реформи. Най-сложният аспект на прехода – дори и при съществуващите строги ограничения на паричния съвет – е промяната в „манталитета“ и поведението на реалния сектор. Успехът и уязвимостта на паричния съвет, дали той ще се превърне действително в *културен шок*, зависят до най-голяма степен от проникването на една нова култура на финансова отговорност.

Преструктурирането на финансовите потоци в икономиката и премахването на „ефекта на изтласкване“ след въвеждането на паричен съвет създадоха възможности за достъп на **домакинствата** до кредитните ресурси. Наблюдава се значително увеличаване на кредитите за населението (предимно потребителски кредити от Държавната спестовна каса). Същевременно след бързото възстановяване на загубите от хиперинфлацията доходите на населението отбелязаха умерен растеж.

Ремонетизирането на икономиката е основна цел на паричния съвет и може би най-синтетичният тест за неговия успех. Нека припомним, че главното макроикономическо предусловие за въвеждането на паричен съвет е „изчезването на парите“ – целесъобразността на прилагането му е съмнителна при липсата на предварителна демонетизация на икономиката.

Такава бе ситуацията в България в началото на 1997 г. с почти пълна доларизация, реална перспектива за мораториум по външния дълг и де факто необслужване на вътрешния дълг чрез непрекъснато монетизиране на фискалните и квазифискалните дефицити, което тласкаше към хиперинфлация. Паричният съвет бе единствената парична система, способна да възстанови доверието в националната валута и финансовата система като цяло.

От юли 1997 г. процесът на ремонетизация е в ход. След значителния растеж през втората половина на 1997 г. през 1998 г. паричните агрегати нарастват по-бавно. Забавянето се дължи само частично на влошения баланс на външния сектор (дефицит по текущата сметка и намаление на положителното салдо по капиталовата сметка). В условията на паричен съвет паричното предлагане зависи пряко от динамиката на платежния баланс, но причинната връзка е единствено с най-тесните монетарни агрегати. За търговските банки все още съществува възможността за разширяване и ограничаване на кредита независимо от наложените строги ограничения върху емитирането на резервни пари, а върху динамиката на паричните агрегати М2/М3 влияние оказват и други фактори като промени в паричния мултипликатор или доверието във финансовата система.

Най-голямо увеличение се наблюдава при парите извън банките (компонент на паричния агрегат М1), което се дължи на значително по-ограничените загуби от държане на налични пари

при ниска инфлация и на широкото разпространение на трансакциите в брой. По-широките парични агрегати нарастват по-бавно в резултат на сравнително умерения растеж на банковите депозити (**графики 12, 13, 14 и 15**).

Равнището на вътрешния кредит остава ниско. Основните фактори за това са намаляващите кредитни потребности на правителството след въвеждането на паричен съвет и принудителната изолация на редица държавни предприятия от кредитния пазар. Растежът на кредита за частния нефинансов сектор през 1997 – 1998 г. бе относително слаб независимо от признаците за възстановяване на левовия кредит, наблюдавани през втората половина на 1998 г. и първите месеци на 1999 г. Най-бързо нарастват кредитите за населението (**графики 19, 20, 21 и 22**).

Както се очакваше, въвеждането на паричния съвет бе съпроводено с възстановяване на доверието в националната валута. Но независимо че делът на депозитите в чуждестранна валута намаля, в исторически план той все пак остава значителен според съществуващите стандарти (**графики 16, 17 и 18**). Много по-силно бе изразена тенденцията към рязко намаляване на кредитите, отпускани от банките в чуждестранна валута. След разразилата се през 1996 – 1997 г. дълбока финансова криза като цяло доверието в банковата система се възвръща бавно и степента на банково посредничество остава слабо.

Външна уязвимост

Неотдавнашните сътресения на международните финансови пазари показаха уязвимостта на световната финансова архитектура и нуждата от преформулиране на някои от основните ѝ принципи. Икономиките, функциониращи при паричен съвет, бяха едни от най-сериозно застрашените от кризата. В по-общ план основният принцип на тяхната парична система – фиксираният валутен курс, бе поставен под съмнение.

Въвеждането на паричен съвет в България бе подкрепено от навременно и адекватно външно финансиране. През април 1997 г. бе договорено едногодишно стенд-бай споразумение с МВФ. От петте споразумения през периода 1991 – 1997 г. то е първото, реализирано докрай. По-късно, през септември 1998 г., бе договорено тригодишно EFF (Extended Fund Facility) споразумение. През 1997 г. бе регистриран и значим нетен приток на

чуждестранни ресурси в резултат на положителното салдо по текущата и капиталовата сметка. Активите на управление „Емисионно“ нараснаха с 27.5% през второто шестмесечие на 1997 г. и с 15.8% през 1998 г. (**графики 23 и 24**).

По дефиниция паричният съвет е по-силно изложен на външни шокове и разполага с по-ограничен набор от инструменти за неутрализирането им. Следователно той създава по-уязвима (и оттук по-зависима) външна среда за националната икономика. Двегодишният опит в контекста на засилващата се световна финансова нестабилност е своеобразен тест в това отношение.

Прекият **търговски канал** на външните шокове нямаше първостепенно значение за предаване на импулсите от най-засегнатите райони на световната икономика. Търговията с Русия представляваше 5.5% от износа и 20% от вноса през 1998 г. Трябва да прибавим още 7.2% от износа и 5% от вноса към останалите страни от ОНД. Въпреки че износът за общността отбеляза през 1998 г. значителен спад (с 38%), отрасловите кризи, засегнали световните пазари на основни български експортни стоки (като химикали и изделия от стомана), имат по-силно въздействие. Общият тренд на търсенето в зоната на ЕС също се превърна в значим фактор, тъй като теглото му в българската външна търговия достига вече 50% (**графики 25, 26 и 26А**).

Данните за „ефективния валутен курс“ показват, че след въвеждането на паричния съвет не се наблюдава осезаемо реално поскъпване на лева. В действителност движението на единствено важния за българската икономика валутен курс (USD/DEM) бе благоприятно за българските износители, тъй като обезценяването на германската марка на световните валутни пазари създаде известен буфер на сигурност. Той частично компенсира неблагоприятните за страната тенденции в условията на търговия (**графика 28**).

Основен сюжет в публичния и професионалния дебат бе проблемът за последиците от евентуалното поскъпване на лева. Чувствителността към този въпрос се дължеше не толкова на реалните тенденции, колкото на факта, че при паричен съвет „конкурентната девалвация“ е изключена като възможност за разлика от предходните инфлационни периоди. Единствените достъпни механизми за приспособяване са свързани с подобряване на производителността и съкращаване на разходите, които обаче все

още са чужди на много от износителите.

Капиталовите потоци са от решаващо значение за гладкото функциониране на паричния съвет (**графики 27 и 29**).

В периода, предшестваш въвеждането на паричния съвет, бе регистриран значителен приток на *краткосрочни портфейлни инвестиции*. Той се дължеше на широкия лихвен диференциал и на непосредствената перспектива за успешна стабилизация с твърдата подкрепа на МВФ. С постепенния спад на лихвените проценти след юни 1997 г. притокът замря и започна движение в обратна посока. Този обрат трудно би могъл да се припише на влиянието на азиатската криза. Той отразява променящите се условия в българската икономика и по-ниската доходност на българските държавни ценни книжа. Недоразвитият национален капиталов пазар допълнително изолира икономиката от влиянието на краткосрочните капиталови потоци (**графика 30**).

България е все още силно зависима от *официалното външно финансиране*. От началото на прехода заемите от МВФ, СБ и ЕС по традиция осигуряват необходимата подкрепа за платежния баланс. Голяма част от увеличението на валутния резерв се постига с цената на по-голяма задлъжнялост към международните финансови институции. Докато през 1997 г. нарастването на външния дълг представляваше едва 9% от прираста на валутните резерви, през 1998 г. това съотношение бе 68% (**графики 32 и 33**).

Първоначалното намерение на правителството да емитира еврооблигации бе отложено поради влошаващите се условия на нововъзникващите пазари. Фактическото изолиране на икономиките в преход като България от международните капиталови пазари е вероятно основният канал, по който световната финансова криза оказва влияние върху тях.

Привличането на *преки чуждестранни инвестиции* (ПЧИ) е постоянна и дългосрочна цел. В контекста на паричния съвет ПЧИ допринасят в голяма степен за осигуряване на външното и фискалното равновесие. През 1997 г. те отбелязаха значително увеличение, което след това се стопи – 504 млн. щ. д. през 1997 г. и 364 млн. щ. д. през 1998 г. Тази тенденция се обуславя от редица фактори – от проблеми в структурната реформа до наличието на ограничен брой привлекателни възможности за приватизация. С разразилата се криза в Косово негативният ефект на „регионалният фактор“ измести останалите обстоятелства, подкопавай-

ки доверието на инвеститорите (**графика 31**).

Променящата се оценка за риска на българската икономика се отразява в котировките на българските брейди облигации. През 1997 г. бе отбелязана ясно изразена тенденция към нарастване, тясно свързана с успешната подготовка и въвеждането на паричен съвет. Както се вижда от **графика 34**, след есента на 1997 г. периодите на *колебания* в цените на българските брейди книжа следват индексите на страните с подобен рейтинг и на нововъзникващи пазари като цяло. Що се отнася до амплитудата на колебанията, до известна степен за България тя е по-силна. Руската криза и някои недотам важни събития оказват по-силно влияние върху индекса на българските брейди облигации. По-високата чувствителност се отразява и във вътрешен план. Трендът на емитираните от държавата и деноминирани в щатски долари ЗУНК облигации, търгувани на вътрешния пазар, следва колебанията в цените на българските брейди книжа (**графика 35**). По този начин световната финансова криза влияе пряко върху финансовото състояние на някои български банки, държатели на големи количества ЗУНК облигации.

Като цяло тенденциите в развитието на капиталовите потоци оказват противоречиво въздействие върху паричния съвет. Макар че не заплашват пряко стабилността на българския паричен съвет, световната финансова криза и политическата нестабилност в района ограничиха възможностите на страната за по-широк достъп до чуждестранен капитал. Финансирането на текущата сметка остава чувствителен проблем, а равновесието на платежния баланс зависи от салдото по капиталовата сметка (силно повлияно на свой ред от световната криза).

Световните тенденции имаха и *своя положителен ефект*. Спадът на лихвените проценти през 1998 г. е без съмнение благоприятен фактор за страна длъжник. Освен това по-ниските лихви в държавата, чиято валута е възприета за резервна, са база за по-ниски лихвени равнища и на пазарите в икономиката с паричен съвет. (Този ефект се неутрализира частично от по-малката доходност на деноминираните в марки активи на управление „Емисионно“, инвестирани в чужбина.) Накрая руската криза и резкият спад в цените на руския дълг позволиха уреждането на висиящия въпрос с българския дълг към двете банки на бившия СИБ при изключително изгодни за България условия. По този начин

официалният брутен външен дълг на страната бе редуциран с над 500 млн. щ. д.

III. Какво остава за централната банка в условията на паричен съвет

На пръв поглед централната банка изглежда основният „губещ“ от въвеждането на паричен съвет. Паричният суверенитет се измества навън. Възможностите за маневриране от страна на централната банка са силно ограничени. Тя губи контрол върху паричната база – вътрешните компоненти на паричната емисия, регулирани преди това от нея, изчезват. Паричното предлагане се определя от пазарите и от автономните решения на стопанските субекти, като се закотвя с фиксирането на валутния курс. Управлението на краткосрочната ликвидност – контролът върху колебанията на лихвените проценти, интервенциите на валутните пазари и операциите на открития пазар – се прекратява. Централната банка е строго ограничена във функциите си на кредитор от последна инстанция.

Но какво реално губи централната банка при паричен съвет?

Теоретично БНБ имаше пълна „автономност“ при режима на плаващ валутен курс през периода 1991 – 1996 г. Под натиска на различните правителства и на други сили обаче тя на практика не се оказа в състояние да управлява разумно и целесъобразно предоставените ѝ инструменти. Силната ѝ зависимост се проявяваше в две посоки: отвън централната банка бе ограничена от недостатъчните си резерви; отвътре тя приемаше да монетизира явно или скрито държавния дефицит. „Терминалната“ финансова криза създаде през януари – февруари 1997 г. почти хиперинфлационна среда. В този контекст стопанските субекти – включително централната банка – нямаха никаква реална възможност за самостоятелни решения.

Паричният съвет бе съзнателно направен избор и само ограничаване функциите на БНБ. Парадоксът е, че ампутирайки редица от класическите функции на монетарните власти, той осигурява тяхната по-голяма независимост.

- Централната банка бе преустроена в институция, подчиняваща се на прости правила. Възможността ѝ да маневрира бе ограничена, но в същото време се намали и рискът от въз-

- можни неравновесия, породени от противоречиви решения.
- Централната банка бе изцяло откъсната от държавния бюджет, тъй като е изключена възможността за финансиране на фискалните дефицити.
 - Новият статут на БНБ ѝ предоставя значително по-високи отговорности за надзор и контрол. Почти всички надзорни наредби бяха изменени в посока към по-голяма прецизност и затягане.
 - Отговорностите на централната банка по управлението на валутния резерв се увеличиха. Активите на паричния съвет (управление „Емисионно“ на БНБ) се инвестират в съответствие със строги правила с цел постигане на пълна сигурност, висока ликвидност и добра възвръщаемост.

Може би единствената „загуба“ на централната банка касае нейните тесни институционални интереси. Тя е поставена в условия на строги бюджетни ограничения, защото се лишава от приходите си от инфлационния данък и се ограничава до част от тези на чуждестранните си активи. В същото време обаче БНБ печели прозрачност и ликвидност. С въвеждането на паричния съвет сметките ѝ бяха „изчистени“, като се премина към нова, много по-прозрачна форма на представяне на активите и пасивите. Активите на паричния съвет задължително трябва да са във високоликвидна форма, а валутният резерв да е стриктно и еднозначно дефиниран. Управлението на активите следва да е дори по-консервативно и предпазливо от това на класическата централна банка.

Остатъчна област, в която централната банка може да влияе пряко или косвено, е ликвидността на търговските банки.

Съгласно новия закон БНБ запазва правото си да променя процента на задължителните минимални резерви. На практика това може да става след консултации с МВФ, като използването на този инструмент се ограничава само за случаите на съществени промени във финансовата ситуация. Но възприетата от април 1998 г. нова схема за регулиране на задължителните минимални резерви позволява значително по-голяма гъвкавост в ежедневното управление на резервите на търговските банки.

Що се отнася до управлението на чуждестранните активи на търговските банки, БНБ изключи резервната валута (германска-

та марка) от откритите им валутни позиции. В съответствие с основния принцип на паричния съвет обмяната на левове и германски марки се счита за напълно безрискова. Този подход позволи на търговските банки да инвестират в чужбина в активи, деноминирани в германски марки, и да управляват по-ефективно ликвидността си, при положение че възможностите за инвестиране в българската икономика са ограничени.

Още по-радикална стъпка ще бъде очакваното приемане на нов валутен закон. Проектът все още се обсъжда, но съществува съгласие за това, че новият закон трябва да либерализира докрай трансакциите по разплащателната сметка. Междувременно кризата на международните финансови пазари измести акцента в предложението за третиране на трансакциите по капиталовата сметка. Властите възприеха по-предпазлива философия, като предложиха постепенно либерализиране в тази област.

В условията на паричен съвет главната отговорност за общото състояние на ликвидността в икономиката преминава от централната банка към Министерството на финансите. Фискалното равновесие има решаващо значение за стабилността на паричния съвет. Въпреки че балансираният бюджет не е *conditio sine qua non*, силно препоръчително е да се провежда умерена и разумна фискална политика. Трайното нарушаване на фискалната стабилност неизбежно би подкопало финансовите устои на системата.

През последните две години реструктурирането на фискалния сектор в България бе до голяма степен резултат от спонтанното реструктуриране на финансовите потоци. Това положително развитие бе подкрепено и затвърдено от целенасочено предпазлива фискална политика, като значителният първичен излишък се използваше предимно за съживяване на дълго ограничаваните текущи разходи и за някои инвестиционни разходи.

В средносрочен план обаче фискалната политика е изправена пред две сериозни предизвикателства.

От една страна, равновесието трябва да се поддържа в контекста на все по-високи фискални разходи за структурните реформи. Много от очакваните мерки (социално и пенсионно осигуряване, здравеопазване, енергетика) изискват големи усилия от страна на държавата. Тригодишното EFF споразумение допуска подобни разходи в точно определени области, като приемливия за

МВФ бюджетен дефицит досига 2.8% за 1999 г. Фискални затруднения е възможно да възникнат и от неизбежните разходи за инвестиции, наложителни след почти цяло десетилетие декапитализация на икономиката. Част от средствата се очаква да бъдат осигурени от бюджета в съответствие с амбициозната инвестиционна програма на правителството в областта на инфраструктурата. Устойчивостта на програмата е крехка и всяка промяна в заложените параметри може лесно да доведе до фискално неравновесие.

Другият средносрочен фискален проблем е свързан с отражението на данъчното бреме върху икономиката. Всеобщо е мнението, че настоящото му равнище не може да бъде удържано в дългосрочен план, тъй като то насърчава икономиката в сянка и подкопава спестяванията. Намаляването на данъците обаче е невъзможно без по-висока събираемост, разширяване на данъчната основа и в крайна сметка без общото съживяване на стопанската дейност.

IV. Дебатът по стратегията за излизане от режим на паричен съвет

Системата на паричен съвет в България е установена за продължителен период от време. В обзиримо бъдеще не се предвижда нейната промяна и твърдата позиция както на БНБ, така и на правителството е, че тази система представлява стабилен неинфлационен монетарен режим. Опитът на други парични съвети, като например в Хонконг, Аржентина и Естония, доказва, че те са забележително устойчиви и способни да посрещат шокове с различна сила и характер при непроменяща се институционална рамка. Вече са налице убедителни доказателства, че българският паричен съвет потвърждава стабилността на тази парична система, което се вижда и от представените в **графики 36, 37 и 38** индикатори.

Независимо от това въпросът за възможната стратегия за излизане от паричния съвет присъства в академичния (в по-малка степен и в публичния) дебат почти от неговото въвеждане. Междувременно и литовската „програма за излизане“ създаде подобие на прецедент, макар че тя е очевидно свързана с конфликта между привързване към щатския долар и стремежа за присъединяване към ЕС.

Всъщност „проблемът за излизането“ е свързан с вътрешната логика на развитие на паричния съвет. В това отношение на теория съществуват само две възможности: първо, връщане към гъвкав валутен курс с пълноценна централна банка; второ, паричен съюз. (Аз разглеждам само „свободните“ опции. Излизане при катастрофална криза не е резултат на съзнателен избор, а пасивно решение в условията на неконтролируеми събития.)

Първата възможност не е осъществима в условията на българския институционален, исторически и икономически контекст. Опитът преди въвеждането на паричен съвет ясно доказва безсилието на бюджетните ограничения върху стопанските субекти, както и ниското доверие в основните институции от „класически“ тип. Необходим бе по-силен натиск за налагане на отговорно поведение на финансовата система и той можеше да се гарантира по задоволителен начин именно от най-опростената парична конституция, която не позволява манипулации на валутния курс и/или на паричното предлагане.

Втората възможност е напълно адекватна на вътрешната логика на паричния съвет. За България (която е асоцииран член на ЕС) естественият път за излизане от системата на паричен съвет е присъединяването към Европейския икономически валутен съюз (ЕИВС) след приемането на страната в ЕС.

Тази възможност бе предвидена в самия проект за въвеждане на паричен съвет в България. Законът за БНБ (институционалната рамка на системата) предвижда автоматично преминаване от германската марка към еврото на 1 януари 1999 г. Това спестява сложна и рискована операция, която (ако левът бе привързан към щатския долар) щеше да бъде необходима при присъединяването на България към ЕС.

Един достатъчно дълъг период в режим на паричен съвет може да се превърне в съществен актив за страна, която се стреми да се присъедини към Еврозоната. Продължителното стабилно функциониране на паричния съвет е желателно най-малкото по две причини – за стабилизиране на макроикономическите параметри, като по този начин се подготви почвата за приближаване към критериите на Маастрихт; за привикване на стопанските субекти към поведение в стопанска среда, близка до тази на ЕИВС, като се възприемат редица от основните изисквания (и от финансовите ограничения), характерни за Еврозоната. Може да се от-

бележи например, че системата на паричен съвет притежава много от принципите на Европейската система на централните банки – независимост, ограниченост в автономията на решенията и в инструментите на паричната политика, фиксирани валутни курсове, забрана за финансиране на фискалните дефицити. В този контекст стабилният паричен съвет може да се окаже най-доброто средство за приближаването на България към икономическите и монетарните стандарти на ЕС, а по-късно и към тези на ЕИВС.

Механизмът за присъединяване към Еврозоната на страните – членки на ЕС, останали извън ЕИВС („out“-countries), предоставя ясна рамка за естествената „стратегия на излизане“. Оптималният път за България е да поддържа системата на паричен съвет до присъединяването си към ЕС, да заяви веднага след това намерението си за встъпване в ЕИВС и да следва установената при подобни случаи схема. Именно на този етап съвместимостта между системата на паричен съвет и членството в ЕС се превръща в актуален проблем. (Автентично правно становище по него може да бъде дадено скоро във връзка с преговорите за присъединяване между Европейската комисия и Естония.) При хипотезата за пълна институционална съвместимост преминаването през ERM-II (*Exchange Rate Mechanism-II*) може да не се окаже необходимо, тъй като системата на паричен съвет предвижда дори по-силно обвързване с еврото, отколкото ERM-II. В същото време паричният съвет очевидно не може да се идентифицира с централна банка – член на Европейската система на централните банки. Във втория случай на разположение остава набор от значително по-сложни инструменти на паричната политика, отколкото при паричен съвет.

Във всеки случай остава ясно, че този сценарий предполага дълъг път на структурни и институционални реформи, както и продължителни усилия за сближаване на макроикономическата политика с тази на страните – членки на ЕС.

В контекста на търсене на решения за излизане от световната финансова криза напоследък се обсъжда друга схема на валутен съюз. Планът за пълна доларизация на аржентинската икономика бе предложен като нова стратегия за излизане от паричен съвет.

В своята „договорена“ форма тази идея отговаря почти напъл-

но на описания по-горе сценарий за присъединяване към ЕИВС. Ако Аржентина се доларизира с гарантиран приход от сеньораж и ангажимент на кредитор от последна инстанция от страна на Федералната резервна система (много малко вероятна хипотеза), тя би следвала именно възможния сценарий за излизане на България от системата на паричен съвет при влизането ѝ в Еврозоната. Опцията на „недоговорена“ доларизация на свой ред е идентична на едностранно въвеждане на еврото в България без институционално обвързване с ЕС. Напоследък някои икономисти у нас се обявяват в защита на тази идея. Както и в Аржентина, смисълът ѝ се търси в осигуряване на необратимо привързване, в укрепване на доверието (което според някои при режим на паричен съвет не е окончателно гарантирано) и в евентуално увеличаване привлекателността на икономиката за чуждестранни инвеститори.

Недостатъците на стратегията на пълна парична уния („доларизация“ или „евроизация“) са многобройни. Тя създава възможно най-ограничителната (рестриктивна) парична система, като премахва дори малкото останали на разположение на паричния съвет инструменти за монетарна гъвкавост – регулирането на задължителните минимални резерви и ограничена възможност за кредитиране от последна инстанция. Паричната маса изцяло се подчинява на монетарните условия в страната, чиято валута е избрана. Въведената валута (в случая с България еврото) всъщност би представлявала „сурогат“ – валута без централна банка. Паричната рестрикция ще се засили, но без всички предимства на пълноправно членство в институционалната инфраструктура на ЕИВС и ЕС. „Остатъчната“ централна банка в България не би имала нито правото на глас в Европейската централна банка, нито правата и инструментите на паричната политика, останали на разположение на националните банки на страните – членки на ЕС.

Целта на стратегията за излизане от паричен съвет не е да умножи вече съществуващите и при него силни парични рестрикции. Възможностите за увеличаване на доверието в икономиката не следва да се търсят в рамките на монетарната сфера. Ако доверието може да нарасне единствено с цената на пълно изместване на националната валута, вероятно страната е изправена пред структурни проблеми, които едва ли ще могат да се решат чрез

валутния съюз с една много по-развита икономика. Това не е случаят с България. За нея, както и за всяка друга страна с паричен съвет, истинската опасност идва от вечно недостатъчната и изоставаща подкрепа на съпътстващите структурни реформи.

Графики

Графика 1	Реален растеж на БВП, 1992 – 1998 г.	28
Графика 2	Реален растеж на БВП, IV трим. на 1996 – III трим. на 1998 г. (същият период на предходната година = 100)	28
Графика 3	Изменение на потребителските цени, януари 1997 – февруари 1998 г.	29
Графика 4	Изменение на потребителските цени, февруари 1998 – април 1999 г.	29
Графика 5	Държавен дълг/БВП, 1996 – 1998 г.	30
Графика 6	Основен лихвен процент, февруари 1996 – юни 1997 г.	30
Графика 7	Основен лихвен процент, юни 1997 – април 1999 г.	31
Графика 8	Разходи на републиканския бюджет/БВП, 1996 – 1998 г.	31
Графика 9	Кредитен портфейл на банковата система, IV трим. на 1997 – IV трим. на 1998 г.	32
Графика 10	Ликвидност на банковата система, II трим. на 1997 – IV трим. на 1998 г.	32
Графика 11	Капиталова адекватност на банковата система, IV трим. на 1996 – IV трим. на 1998 г.	33
Графика 12	Резервни пари/БВП, 1991 – 1998 г.	33
Графика 13	M1/БВП, 1991 – 1998 г.	34
Графика 14	M2/БВП, 1991 – 1998 г.	34
Графика 15	M3/БВП, 1991 – 1998 г.	35
Графика 16	Депозити в чуждестранна валута/общо депозити, 1991 – 1998 г.	35
Графика 17	Депозити в чуждестранна валута/общо депозити, IV трим. на 1996 – I трим. на 1999 г.	36
Графика 18	Валутен компонент на M3, IV трим. на 1996 – I трим. на 1999 г.	36
Графика 19	Вътрешен кредит/БВП, 1991 – 1998 г.	37
Графика 20	Вземания от правителството/БВП, 1991 – 1998 г.	37
Графика 21	Вземания от частни нефинансови предприятия/БВП, 1991 – 1998 г.	38
Графика 22	Вземания от домакинствата/БВП, 1995 – 1998 г.	38
Графика 23	Активи на управление „Емисионно“ на БНБ, юли 1997 – април 1999 г.	39
Графика 24	Пасиви на управление „Емисионно“ на БНБ, юли 1997 – април 1999 г.	39
Графика 25	Баланс на текущата сметка/БВП, IV трим. на 1996 – IV трим. на 1998 г.	40
Графика 26	Търговско салдо/БВП, IV трим. на 1996 – IV трим. на 1998 г.	40
Графика 26А	Лихвени плащания за обслужване на външния дълг/БВП, IV трим. на 1996 – IV трим. на 1998 г.	41
Графика 27	Капиталова сметка/БВП, IV трим. на 1996 – IV трим. на 1998 г.	41
Графика 28	Реален ефективен валутен курс (декември 1995 г. = 100)	42
Графика 29	Външен дълг на правителството, 1997 – 1998 г.	42
Графика 30	Портфейлни инвестиции (нето)/БВП, IV трим. на 1996 – IV трим. на 1998 г.	43
Графика 31	Преки чуждестранни инвестиции/БВП, IV трим. на 1996 – IV трим. на 1998 г.	43
Графика 32	Кредити от МВФ (нето)/БВП, IV трим. на 1996 – IV трим. на 1998 г.	44
Графика 33	Промяна на валутните резерви на БНБ/БВП, IV трим. на 1996 – IV трим. на 1998 г.	44
Графика 34	ЕМВИ+, индекс на българските и на венецуелските брейди облигации, декември 1996 – март 1999 г.	45
Графика 35	Индекс на цените на брейди и ЗУНК облигациите, януари 1998 – март 1999 г.	45
Графика 36	Индикатори за стабилността на паричния съвет – I, 1997 – 1999 г.	46
Графика 37	Индикатори за стабилността на паричния съвет – II, 1997 – 1999 г.	46
Графика 38	Индикатори за стабилността на паричния съвет – III, 1997 – 1999 г.	47

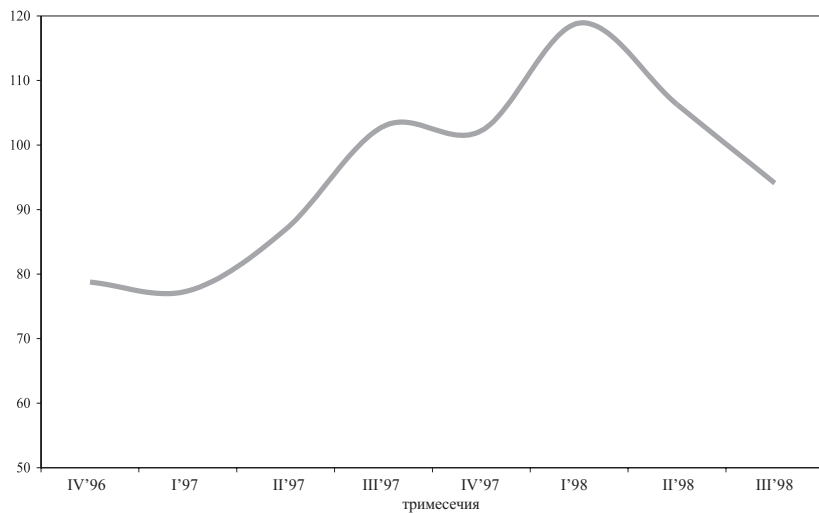
Графика 1

РЕАЛЕН РАСТЕЖ НА БВП, 1992 – 1998 г.



Източник: НСИ.

Графика 2

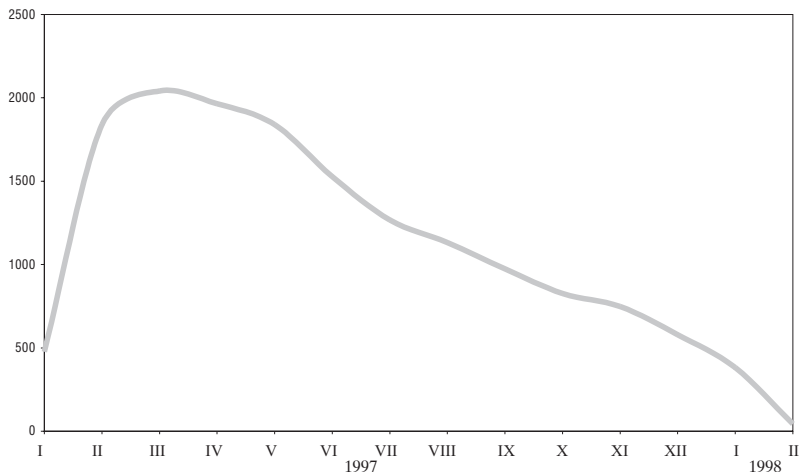
РЕАЛЕН РАСТЕЖ НА БВП, IV трим. на 1996 – III трим. на 1998 г.
(същият период на предходната година = 100)

Източник: НСИ.

Графика 3

**ИЗМЕНЕНИЕ НА ПОТРЕБИТЕЛСКИТЕ ЦЕНИ,
ЯНУАРИ 1997 – ФЕВРУАРИ 1998 г.
(спрямо съответния месец на предходната година)**

(%)

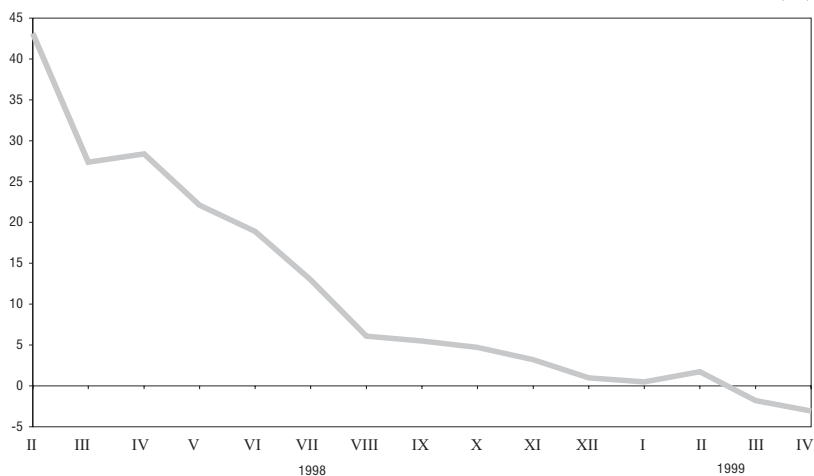


Източник: НСИ.

Графика 4

**ИЗМЕНЕНИЕ НА ПОТРЕБИТЕЛСКИТЕ ЦЕНИ,
ФЕВРУАРИ 1998 – АПРИЛ 1999 г.
(спрямо съответния месец на предходната година)**

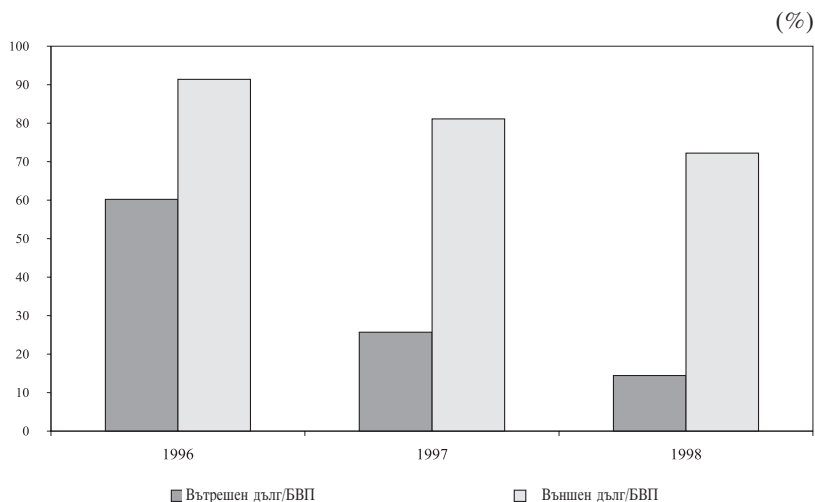
(%)



Източник: НСИ.

Графика 5

ДЪРЖАВЕН ДЪЛГ/БВП, 1996 – 1998 г.



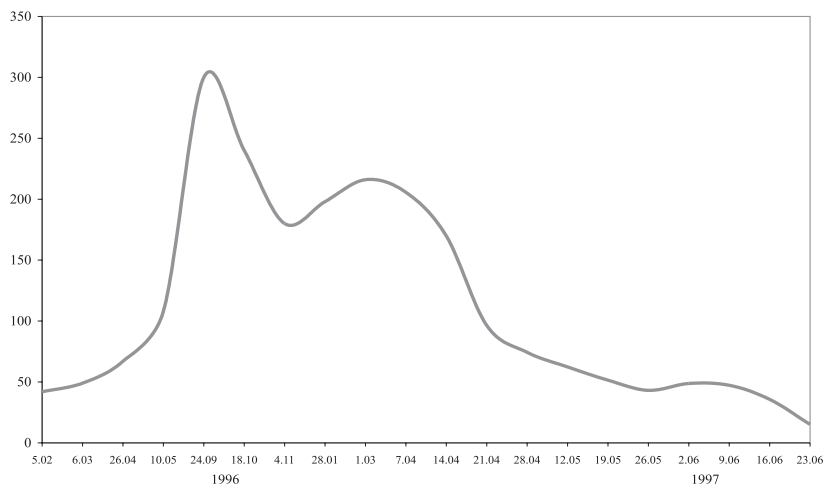
Източник: БНБ, МФ.

Графика 6

ОСНОВЕН ЛИХВЕН ПРОЦЕНТ,
ФЕВРУАРИ 1996 – ЮНИ 1997 г.

(на годишна база)

(%)



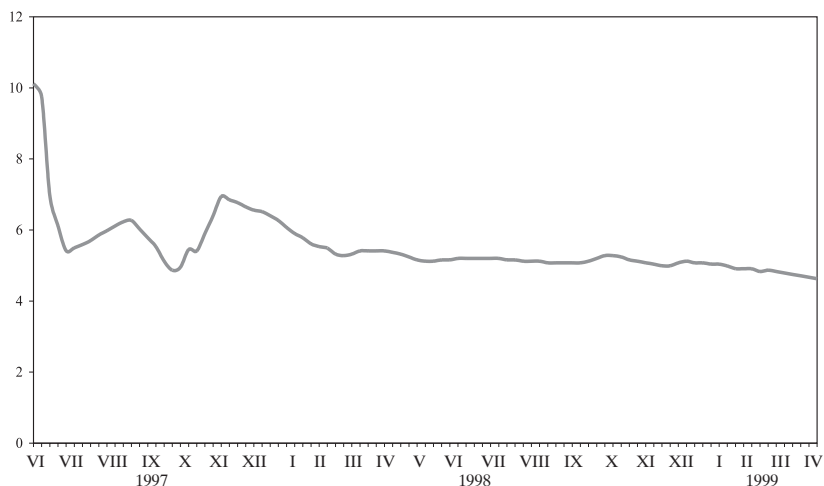
Източник: БНБ.

Графика 7

ОСНОВЕН ЛИХВЕН ПРОЦЕНТ,
ЮНИ 1997 – АПРИЛ 1999 г.

(на годишна база)

(%)

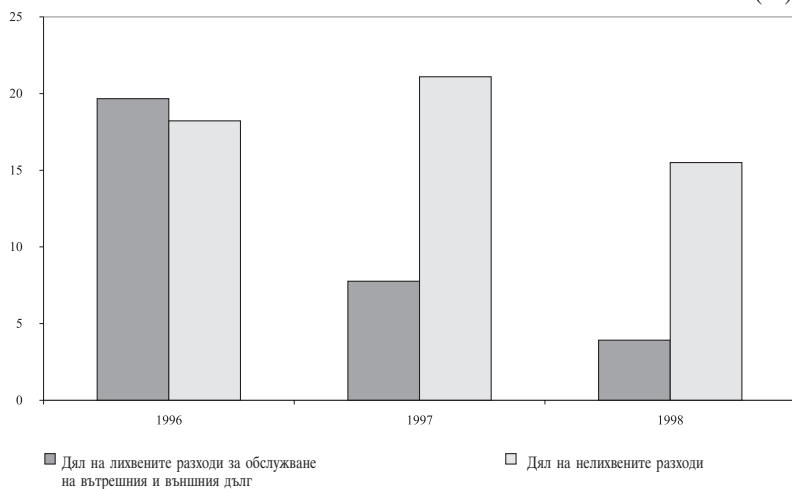


Източник: БНБ.

Графика 8

РАЗХОДИ НА РЕПУБЛИКАНСКИЯ БЮДЖЕТ/БВП,
1996 – 1998 г.

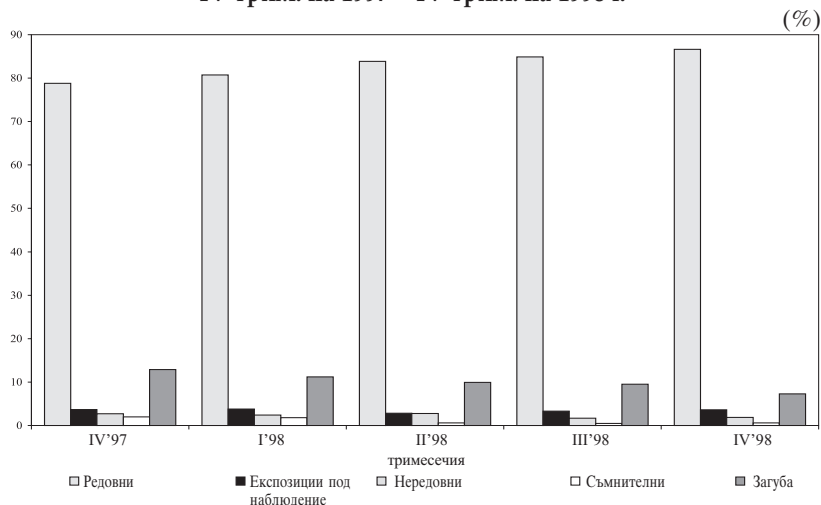
(%)



Източник: БНБ, МФ.

Графика 9

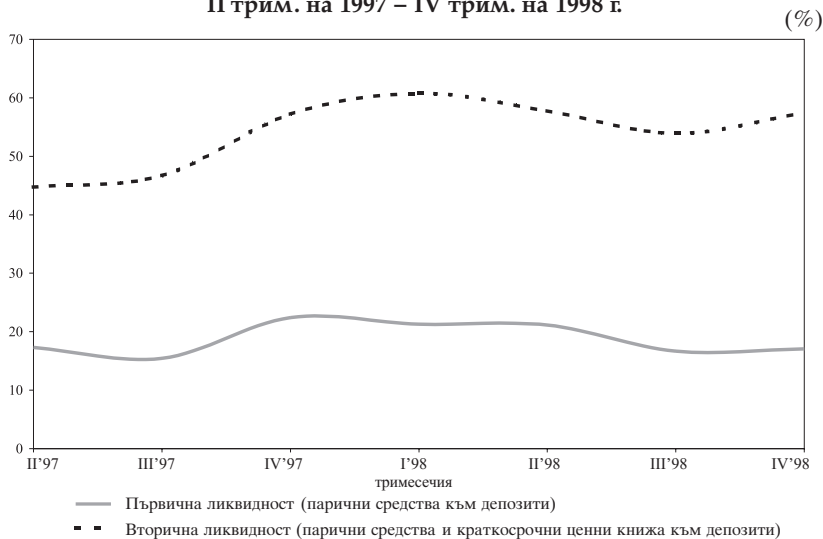
КРЕДИТЕН ПОРТФЕИЛ НА БАНКОВАТА СИСТЕМА, IV трим. на 1997 – IV трим. на 1998 г.



Източник: БНБ.

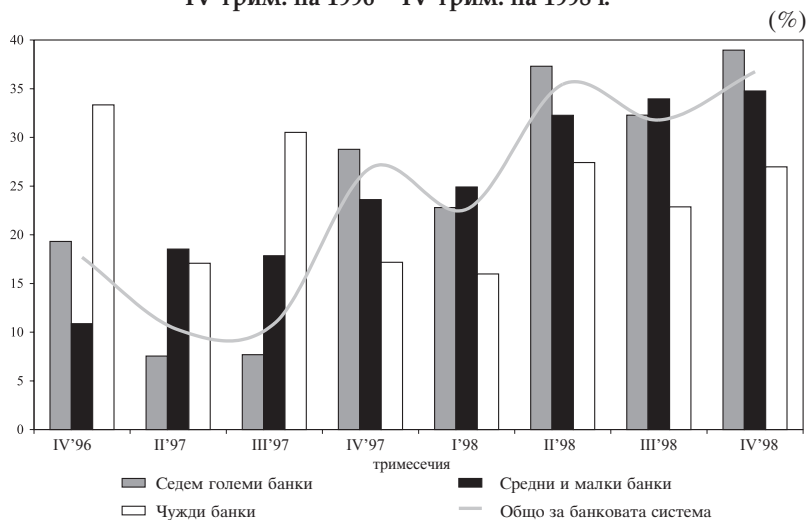
Графика 10

ЛИКВИДНОСТ НА БАНКОВАТА СИСТЕМА, II трим. на 1997 – IV трим. на 1998 г.



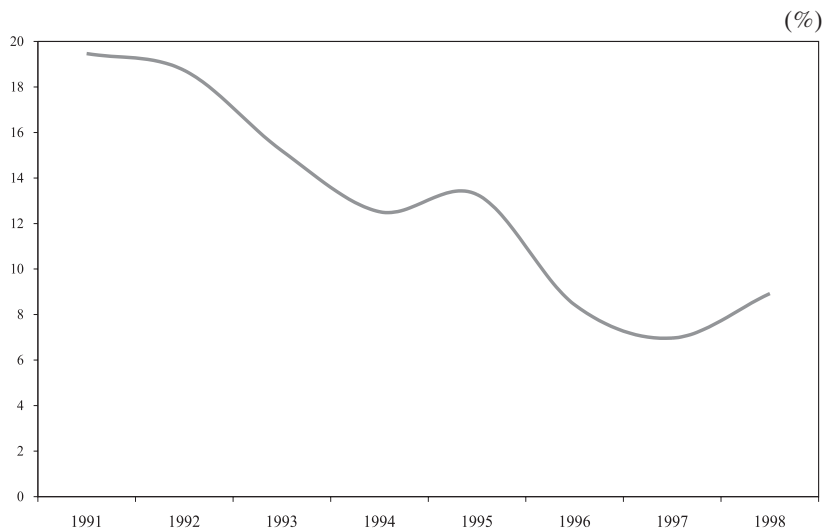
Източник: БНБ.

Графика 11
КАПИТАЛОВА АДЕКВАТНОСТ НА БАНКОВАТА СИСТЕМА,
IV трим. на 1996 – IV трим. на 1998 г



Източник: БНБ.

Графика 12
РЕЗЕРВНИ ПАРИ/БВП, 1991 – 1998 г

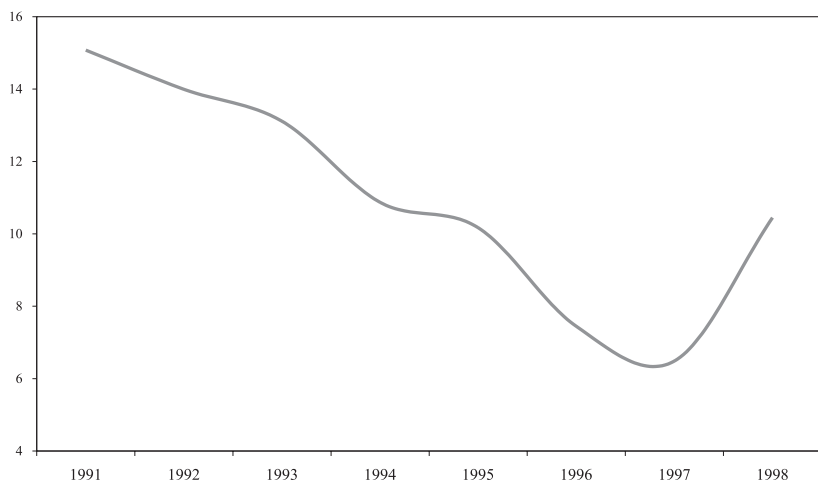


Източник: БНБ.

Графика 13

М1/БВП, 1991 – 1998 г.

(%)

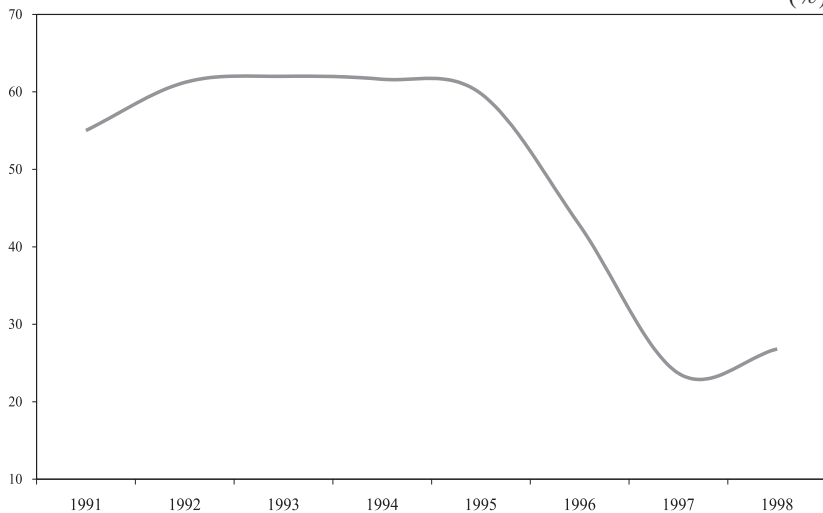


Источник: БНБ.

Графика 14

М2/БВП, 1991 – 1998 г.

(%)

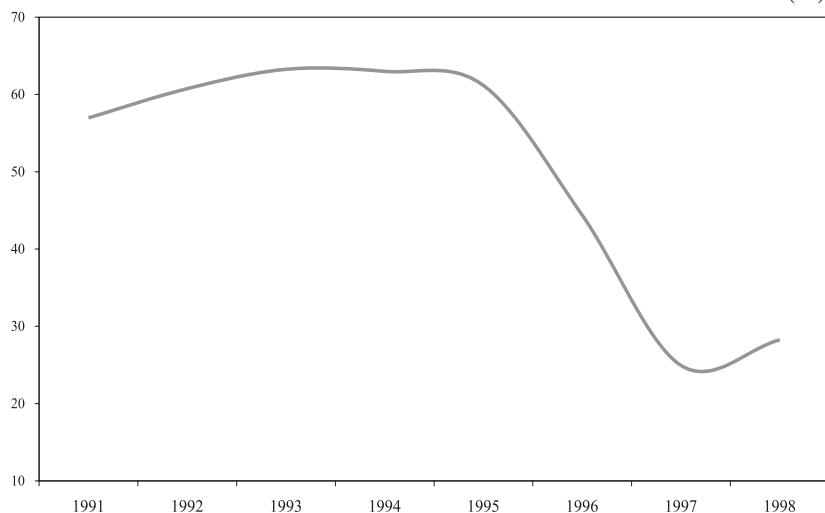


Источник: БНБ.

Графика 15

МЗ/БВП, 1991 – 1998 г.

(%)

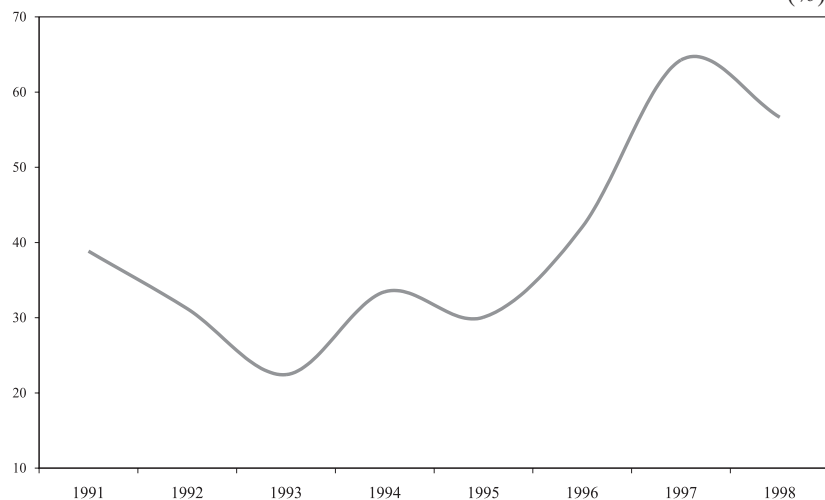


Източник: БНБ.

Графика 16

ДЕПОЗИТИ В ЧУЖДЕСТРАННА ВАЛУТА/ОБЩО ДЕПОЗИТИ,
1991 – 1998 г.

(%)

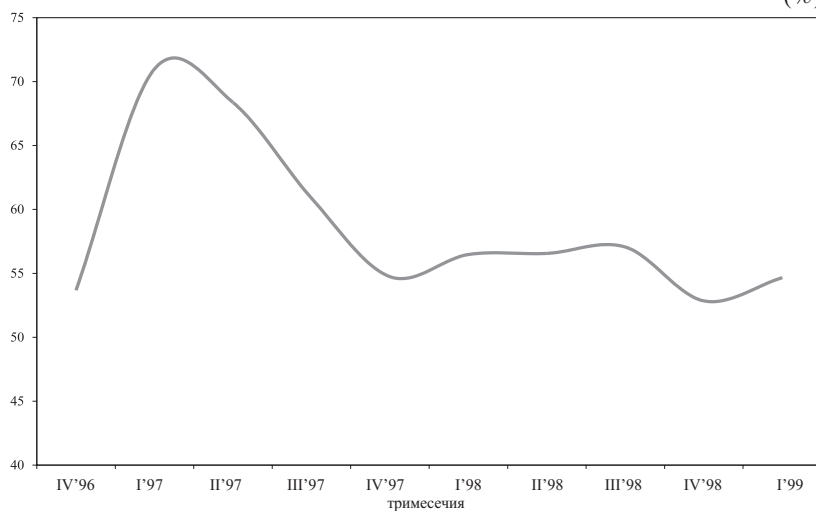


Източник: БНБ.

Графика 17

**ДЕПОЗИТИ В ЧУЖДЕСТРАННА ВАЛУТА/ОБЩО ДЕПОЗИТИ,
IV трим. на 1996 – I трим. на 1999 г.**

(%)

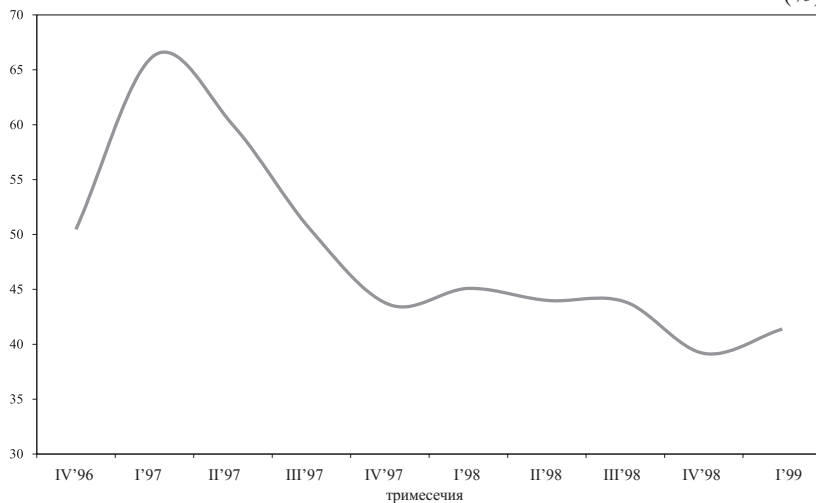


Източник: БНБ.

Графика 18

**ВАЛУТЕН КОМПОНЕНТ НА МЗ,
IV трим. на 1996 – I трим. на 1999 г.**

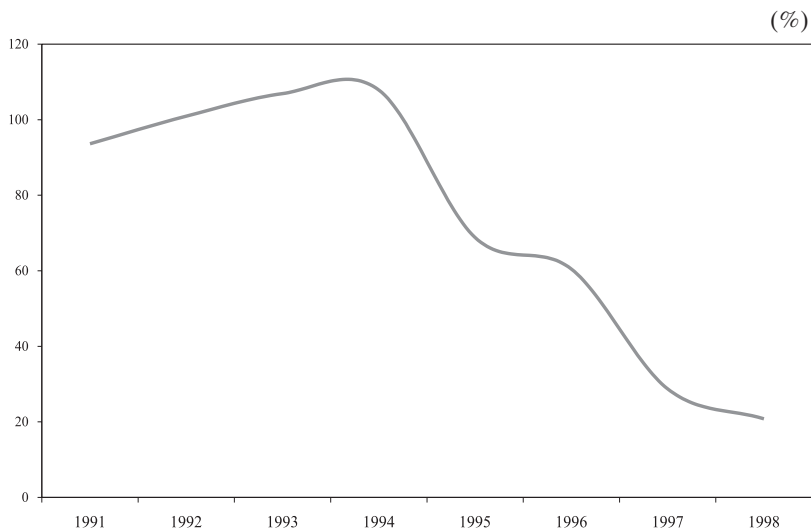
(%)



Източник: БНБ.

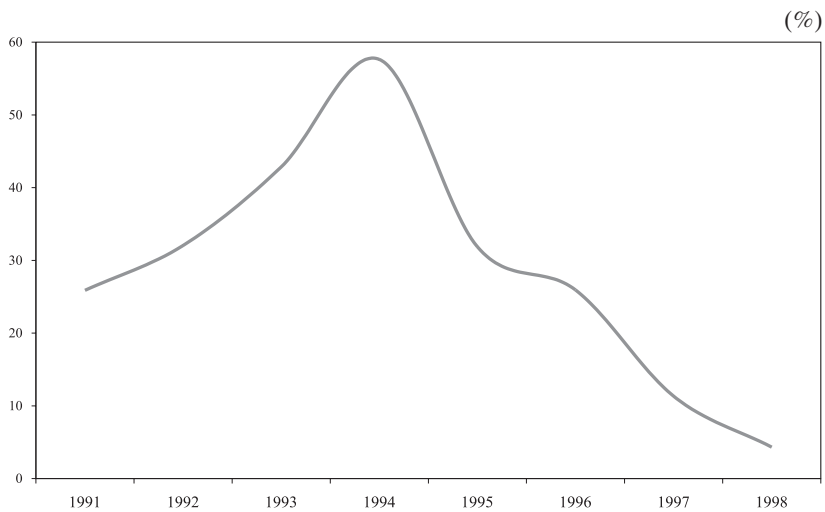
Графика 19

ВЪТРЕШЕН КРЕДИТ/БВП, 1991 – 1998 г.

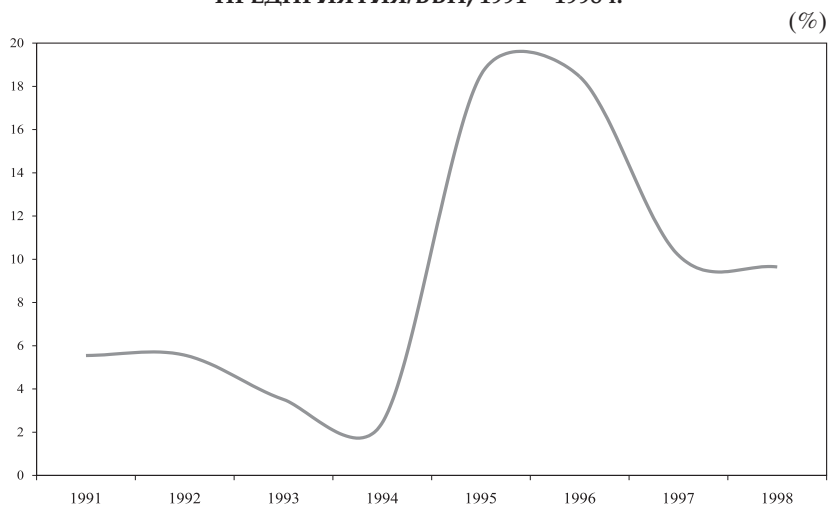
*Източник: БНБ, НСИ.*

Графика 20

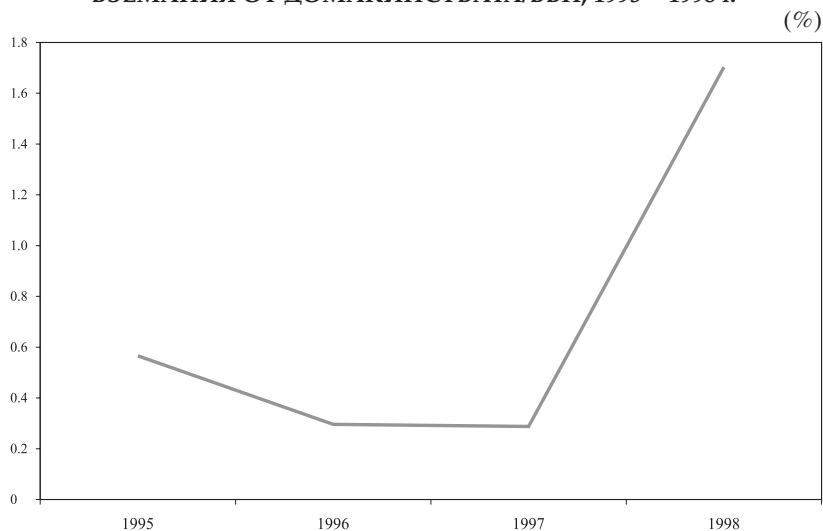
ВЗЕМАНИЯ ОТ ПРАВИТЕЛСТВОТО/БВП, 1991 – 1998 г.

*Източник: БНБ, НСИ.*

Графика 21

**ВЗЕМАНИЯ ОТ ЧАСТНИ НЕФИНАНСОВИ
ПРЕДПРИЯТИЯ/БВП, 1991 – 1998 г.***Източник: БНБ, НСИ.*

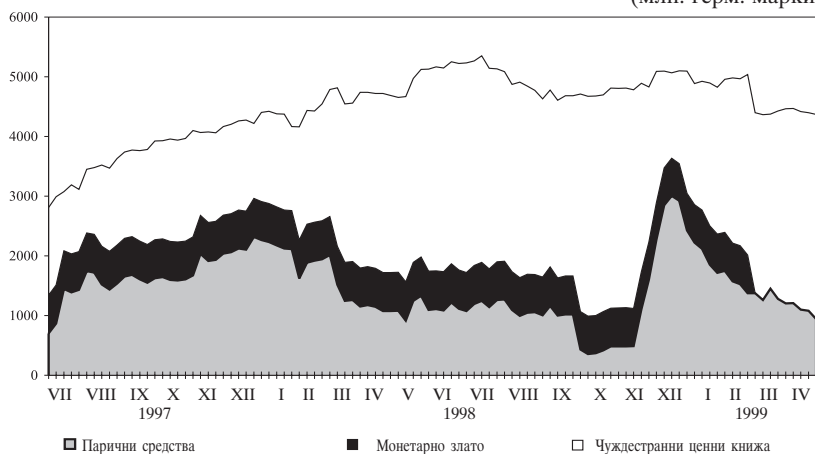
Графика 22

ВЗЕМАНИЯ ОТ ДОМАКИНСТВАТА/БВП, 1995 – 1998 г.*Източник: БНБ, НСИ.*

Графика 23

АКТИВИ НА УПРАВЛЕНИЕ „ЕМИСИОННО“ НА БНБ, ЮЛИ 1997 – АПРИЛ 1999 г.

(млн. герм. марки)

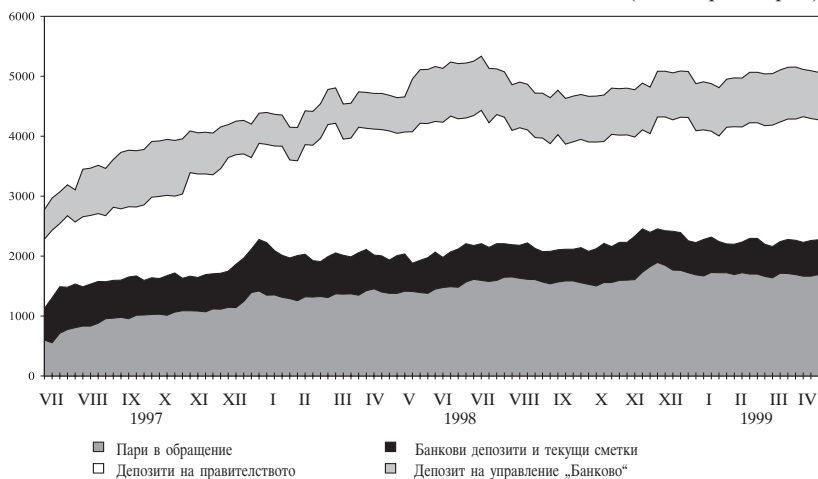


Източник: БНБ.

Графика 24

ПАСИВИ НА УПРАВЛЕНИЕ „ЕМИСИОННО“ НА БНБ, ЮЛИ 1997 – АПРИЛ 1999 г.

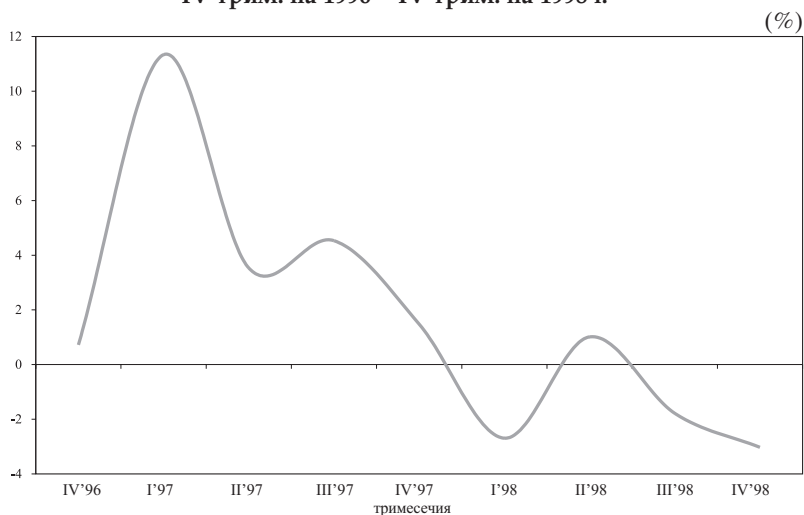
(млн. герм. марки)



Източник: БНБ.

Графика 25

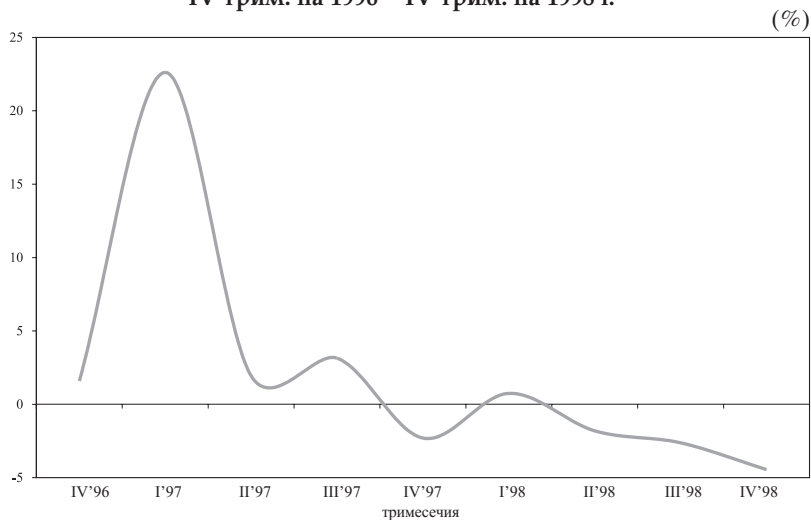
**БАЛАНС НА ТЕКУЩАТА СМЕТКА/БВП,
IV трим. на 1996 – IV трим. на 1998 г.**



Източник: БНБ, НСИ.

Графика 26

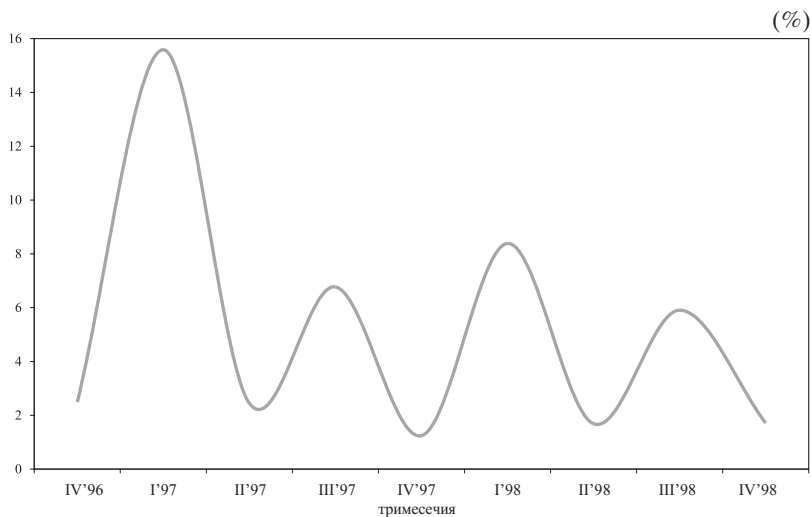
**ТЪРГОВСКО САЛДО/БВП,
IV трим. на 1996 – IV трим. на 1998 г.**



Източник: БНБ, НСИ.

Графика 26А

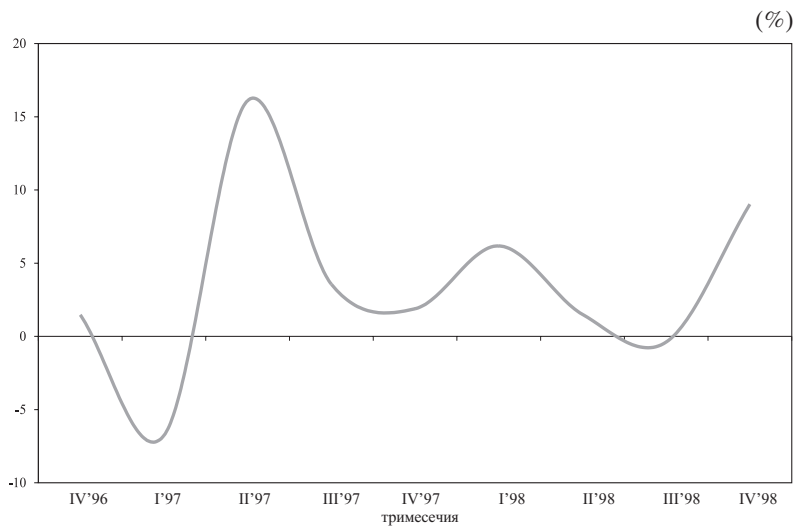
**ЛИХВЕНИ ПЛАЩАНИЯ ЗА ОБСЛУЖВАНЕ НА ВЪНШНИЯ
ДЪЛГ/БВП, IV трим. на 1996 – IV трим. на 1998 г.**



Източник: БНБ, НСИ.

Графика 27

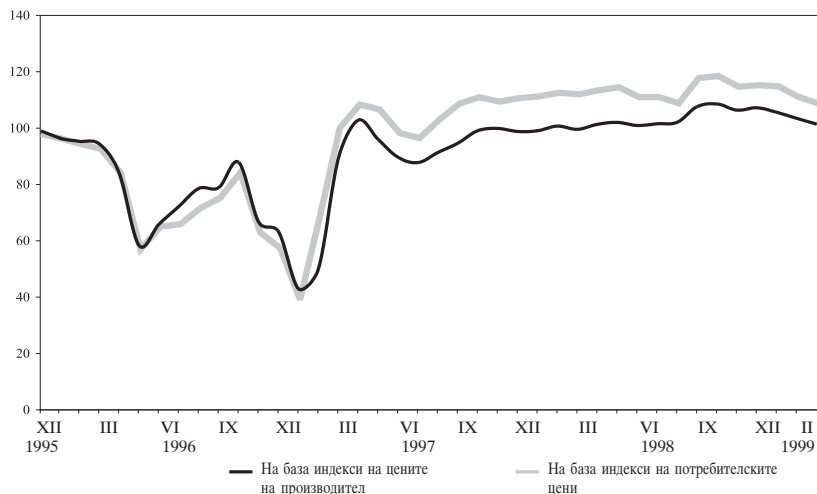
**КАПИТАЛОВА СМЕТКА/БВП,
IV трим. на 1996 – IV трим. на 1998 г.**



Източник: БНБ, НСИ.

Графика 28

РЕАЛЕН ЕФЕКТИВЕН ВАЛУТЕН КУРС (декември 1995 г. = 100)

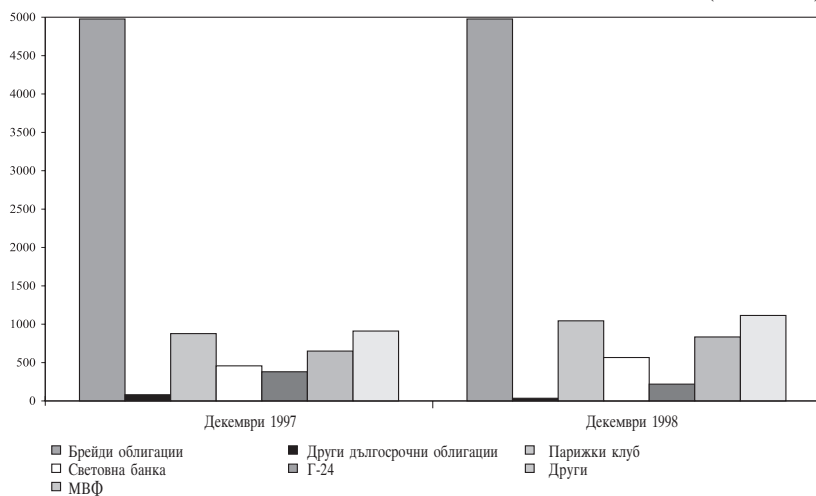


Източник: БНБ.

Графика 29

ВЪНШЕН ДЪЛГ НА ПРАВИТЕЛСТВОТО, 1997 – 1998 г.

(млн. щ. д.)

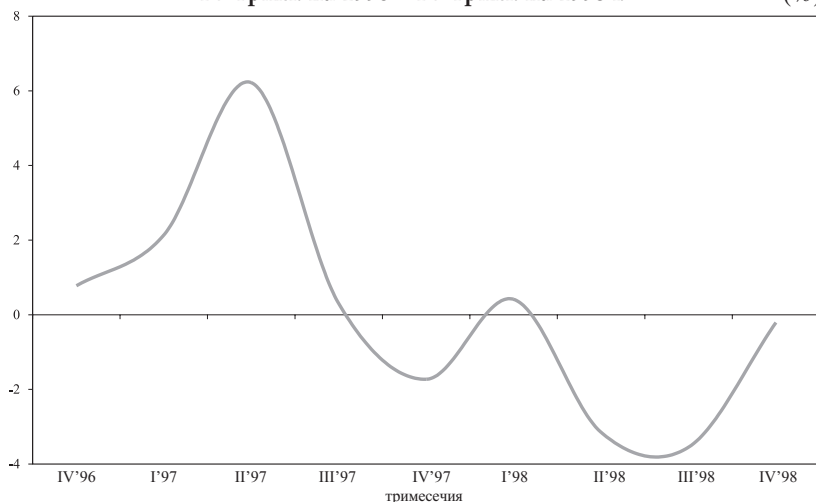


Източник: БНБ, МФ.

Графика 30

**ПОРТФЕЙЛНИ ИНВЕСТИЦИИ (НЕТО)/БВП,
IV трим. на 1996 – IV трим. на 1998 г**

(%)

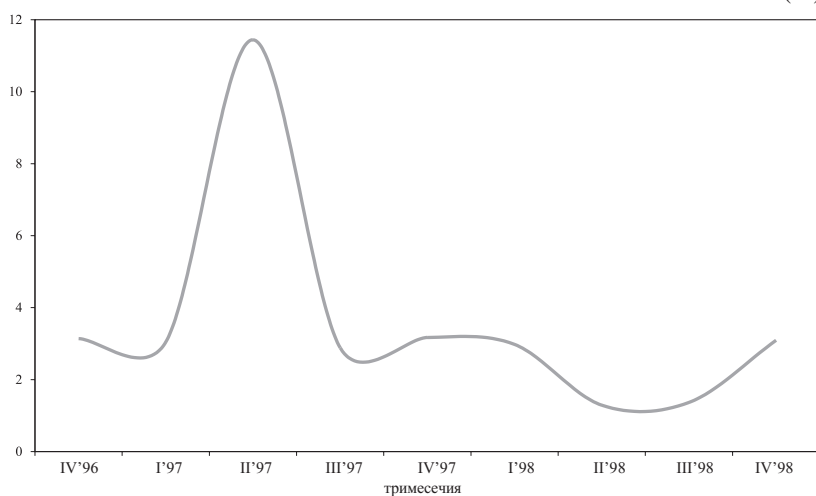


Източник: БНБ, НСИ.

Графика 31

**ПРЕКИ ЧУЖДЕСТРАННИ ИНВЕСТИЦИИ/БВП,
IV трим. на 1996 – IV трим. на 1998 г.**

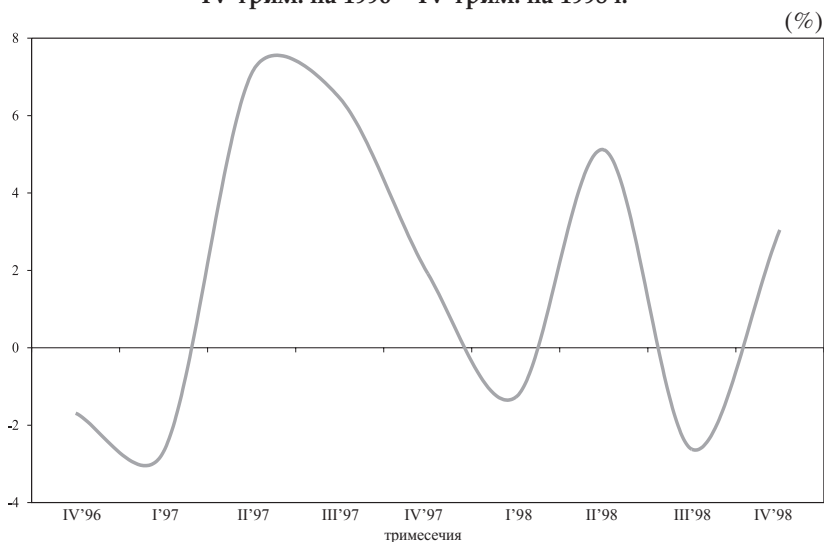
(%)



Източник: БНБ, НСИ.

Графика 32

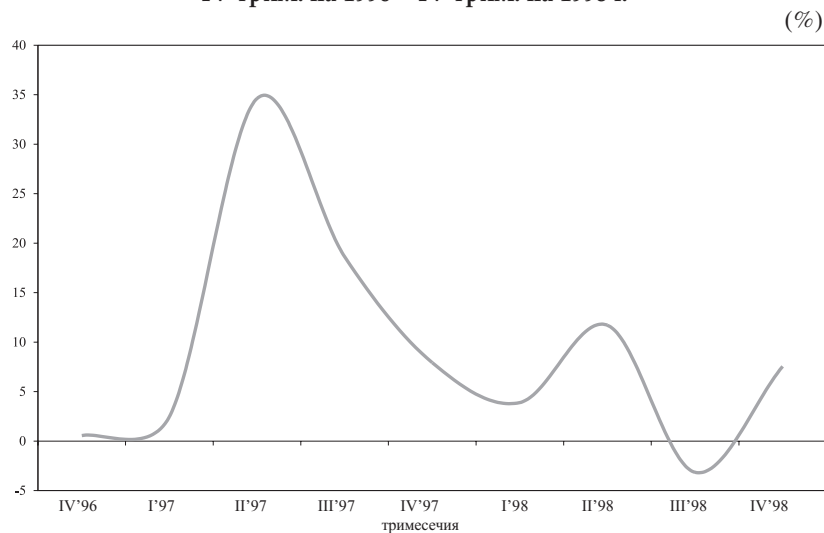
**КРЕДИТИ ОТ МВФ (НЕТО)/БВП,
IV трим. на 1996 – IV трим. на 1998 г.**



Източник: БНБ, НСИ.

Графика 33

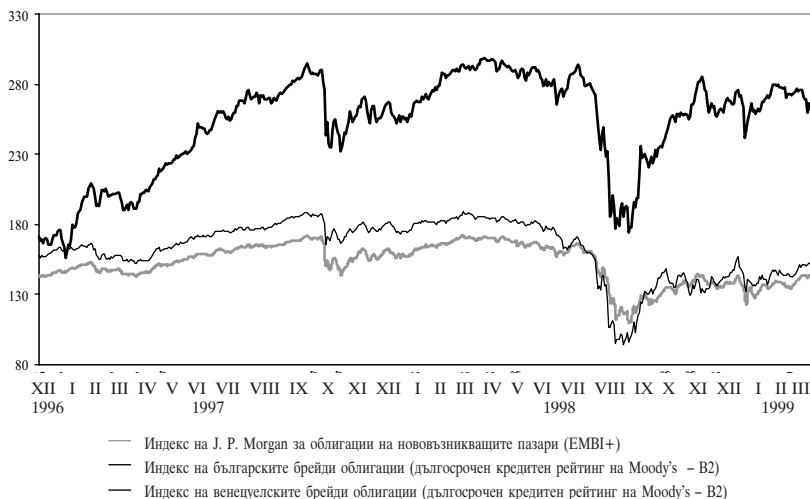
**ПРОМЯНА НА ВАЛУТНИТЕ РЕЗЕРВИ НА БНБ/БВП,
IV трим. на 1996 – IV трим. на 1998 г.**



Източник: БНБ, НСИ.

Графика 34

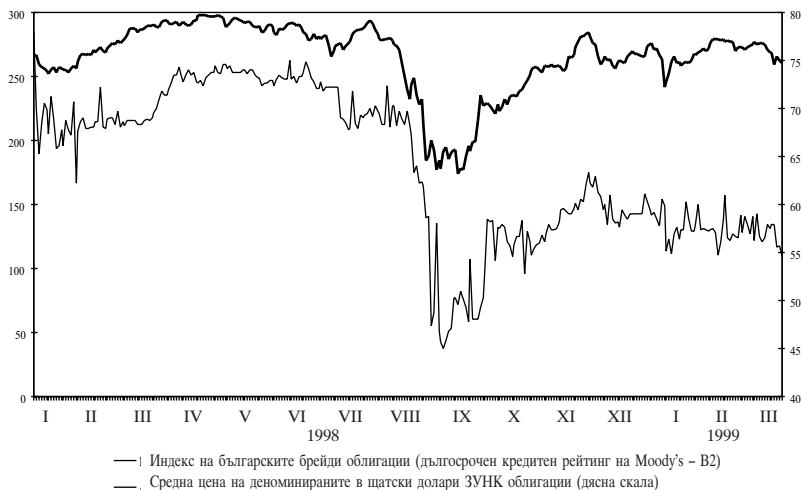
ЕМВІ+, ИНДЕКС НА БЪЛГАРСКИТЕ И НА ВЕНЕЦУЕЛСКИТЕ БРЕЙДИ ОБЛИГАЦИИ, ДЕКЕМВРИ 1996 – МАРТ 1999 г.



Източник: J. P. Morgan.

Графика 35

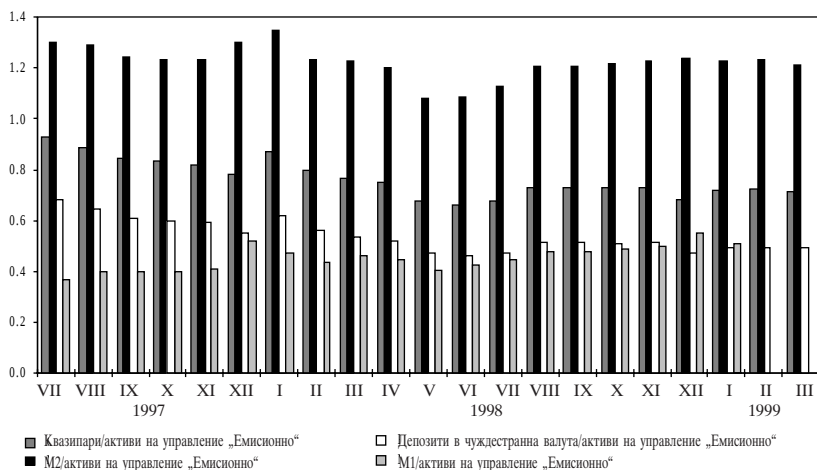
ИНДЕКС НА ЦЕНИТЕ НА БРЕЙДИ И ЗУНК ОБЛИГАЦИИТЕ, ЯНУАРИ 1998 – МАРТ 1999 г.



Източник: J. P. Morgan.

Графика 36

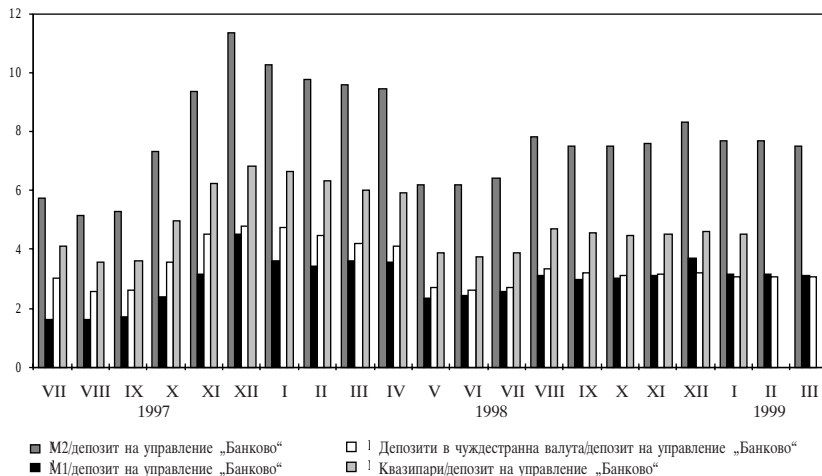
ИНДИКАТОРИ ЗА СТАБИЛНОСТТА НА ПАРИЧНИЯ СЪВЕТ – I, 1997 – 1999 г.



Източник: БНБ.

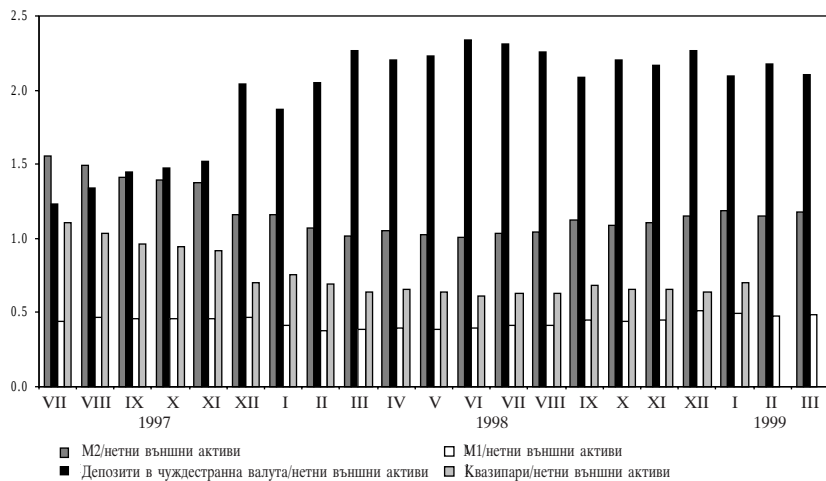
Графика 37

ИНДИКАТОРИ ЗА СТАБИЛНОСТТА НА ПАРИЧНИЯ СЪВЕТ – II, 1997 – 1999 г.



Източник: БНБ.

Графика 38
ИНДИКАТОРИ ЗА СТАБИЛНОСТТА НА ПАРИЧНИЯ СЪВЕТ – III,
1997 – 1999 г.



Източник: БНБ.

ДИСКУСИОННИ МАТЕРИАЛИ

DP/1/1998 **Първата година на Паричния съвет в България,**
август 1998 г.
Виктор Йоцов, Николай Неновски, Калин Христов, Ива Петрова, Борис Петров

DP/2/1998 **Финансова репресия и рაციониране на кредита в
условията на паричен съвет в България,** септември 1998 г.
Николай Неновски, Калин Христов

DP/3/1999 **Стимули за инвестициите в България: оценка на нетния
данъчен ефект върху държавния бюджет,** март 1999 г.
Добрислав Добрев, Бойко Ценов, Петър Добрев, Джон Ърст

DP/4/1999 **Два подхода към кризите на фиксираните курсове,**
март 1999 г.
Николай Неновски, Калин Христов, Борис Петров

DP/5/1999 **Моделиране на паричния сектор в България,
1913 – 1945 г.,** юни 1999 г.
Николай Неновски, Борис Петров

DP/7/1999 **The Bulgarian Financial Crisis of 1996 – 1997,**
June 1999
Zdravko Balyozov

DP/8/1999 **Икономическата философия на Фридрих Хайек
(100 години от рождението му),** юни 1999 г.
Николай Неновски

DP/9/1999 **The Currency Board in Bulgaria: Design, Peculiarities
and Management of Foreign Exchange Cover,** August 1999
Dobrislav Dobrev

DP/10/1999 **Паричните режими и реалната икономика (Емпиричен
тест преди и след въвеждането на паричен съвет в България),**
август 1999 г.
Николай Неновски, Калин Христов