



БЪЛГАРСКА НАРОДНА БАНКА

**Паричният съвет в България:
устройство, особености и
управление на валутния резерв**

Добрислав Добрев

юни 2000 г.

ДИСКУСИОННИ МАТЕРИАЛИ

DP/9/1999

ДИСКУСИОННИ МАТЕРИАЛИ

Редакционен съвет:

Председател: Гарабед Минасян

Членове: Румен Аврамов

Георги Петров

Секретар: Людмила Димова

© Българска народна банка, юни 2000 г.

ISBN 954 – 9791 – 22 – X

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

Тел.: (+ 359 2) 886 1351, 886 1271, 981 1391

Факс: (+ 359 2) 980 2425, 980 6493

E-mail: Dimova.L@bnb.org

Web site: www.bnb.bg

Съдържание

I. Причини за въвеждането на паричен съвет в България	5
II. Паричният съвет в България и	
ортодоксалният модел на паричен съвет	6
1. Еднакви главни черти	6
2. Основни различия	7
3. Еднакви предимства	10
III. Операции на паричната политика	11
1. Задължителни резерви	12
2. Кредитор от последна инстанция	13
3. Операции на открития пазар	15
4. Основен лихвен процент	16
5. Комисиони	17
6. Покупка на злато	18
IV. Финансовата система в България	
в условията на паричен съвет	19
1. Баланси	19
2. Обменни канали	21
3. Парично предлагане	23
4. Правителственият депозит	24
V. Ролята на операциите по управление на резерва	26
1. Депозитът на управление „Банково“	28
2. Пълно валутно покритие	32
3. Неограничен обмен на резервната валута	35
4. Минимален размер на приходите	36
VI. Изводи	37
Литература	39

РЕЗЮМЕ: В ИЗСЛЕДВАНЕТО Е РАЗГЛЕДАНО УСТРОЙСТВОТО НА ПАРИЧНИЯ СЪВЕТ В БЪЛГАРИЯ. НАПРАВЕН Е СРАВНИТЕЛЕН АНАЛИЗ С ОРТОДОКСАЛЕН ПАРИЧЕН СЪВЕТ. РАЗГЛЕДАНИ СА ОСНОВНИТЕ ИНСТРУМЕНТИ НА ПАРИЧНАТА ПОЛИТИКА, С ЦЕЛ ДА СЕ ПРОВЕРИ СПАЗВАНЕТО НА ПРАВИЛАТА НА ПАРИЧНИЯ СЪВЕТ. ОБСЪДЕНИ СА ОСНОВНИТЕ ПРОБЛЕМИ, КОИТО БИХА МОГЛИ ДА ВЪЗНИКНАТ ПРИ ИЗПОЛЗВАНЕТО НА СЪЩЕСТВУВАЩИТЕ ВЪЗМОЖНОСТИ ЗА ПРИЛАГАНЕ НА НЯКОИ ИНСТРУМЕНТИ НА ПАРИЧНАТА ПОЛИТИКА В РАЗРЕЗ С ПРИНЦИПИТЕ НА ОРТОДОКСАЛНИЯ ПАРИЧЕН СЪВЕТ. ПРЕДСТАВЕНА Е ДИАГРАМА НА ГЛАВНИТЕ ОБМЕННИ КАНАЛИ ВЪВ ФИНАНСОВАТА СИСТЕМА. АНАЛИЗИРАН Е ПРОЦЕСЪТ НА ПАРИЧНО ПРЕДЛАГАНЕ, С ЦЕЛ ДА СЕ ОБЯСНИ СПЕЦИФИКАТА НА УСТРОЙСТВОТО НА ПАРИЧНИЯ СЪВЕТ В БЪЛГАРИЯ. ИЗВЕДЕНО Е ОСНОВНО УРАВНЕНИЕ, КОЕТО ИЗРАЗЯВА ВЗАИМОДЕЙСТВИЕТО МЕЖДУ ОТДЕЛНИТЕ ФАКТОРИ, ВЛИЯЕЩИ ВЪРХУ СТАБИЛНОСТТА НА ПАРИЧНИЯ СЪВЕТ. С НЕГОВА ПОМОЩ Е НАПРАВЕН АНАЛИЗ НА РОЛЯТА НА УПРАВЛЕНИЕТО НА РЕЗЕРВИТЕ ЗА ФУНКЦИОНИРАНЕТО НА ПАРИЧНИЯ СЪВЕТ.

JEL CLASSIFICATION: E58

КЛЮЧОВИ ДУМИ: паричен съвет, парична политика, финансова система, управление на резервите, управление на риска.

Добрислав Добрев, старши икономист, дирекция „Ковчезничество“, управление „Емисионно“ на БНБ, член на Инвестиционния комитет, e-mail: Dobrev.D@bnbank.org

Изследването е представено на семинара по оперативна парична политика в Холандската централна банка, Амстердам, 23 – 25 юни 1999 г., и се публикува след окончателна редакция.

Авторът изказва благодарност на Светлозар Каранешев, Димитър Мурджов, Иван Минчев и Пламен Боджаков за готовността им да обсъждат проблемите, възникнали в процеса на работа върху изследването, както и на Николай Неновски, Калин Христов и Борис Петров от дирекция „Икономически изследвания и прогнози“ за оказаната подкрепа и полезни коментари. Авторът изказва специални благодарности на проф. Рачо Денчев от Софийския университет, Румен Аврамов – член на Управителния съвет на БНБ, проф. Гарабед Минасян – член на Управителния съвет на БНБ, Виктор Йоцов от дирекция „Икономически изследвания и прогнози“ и Здравко Бальзов от дирекция „Статистика“, с които бяха обсъдени някои от темите на изследването.

Авторът носи отговорност за евентуални неточности и грешки.

I. Причини за въвеждането на паричен съвет в България

Паричният съвет в България бе въведен след кратък период на хиперинфлация през декември 1996 г. – февруари 1997 г., когато усилията за стабилизация претърпяха провал и доверието в основните институции бе загубено. Следната последователност от събития дава представа за състоянието на българската икономика по това време:

- финансиране на дефицитите на губещите държавни предприятия от правителството чрез предоставяне на субсидии;
- финансиране на правителствените дефицити от централната банка чрез нова парична емисия;
- финансиране на дефицитите на губещите държавни предприятия от търговските банки чрез отпускане на заеми;
- рефинансиране на търговските банки от централната банка чрез отпускане на сконтони заеми;
- тежка банкова криза, причинена от неплатежоспособните търговски банки;
- значително обезценяване на българския лев към основните валути;
- възвличане на икономиката в хиперинфлационна спирала;
- провал на опитите за стабилизиране на икономиката и спад на доверието към основните институции.

Очевидно една от главните причини за тежкото икономическо състояние бе липсата на финансова дисциплина поради нарушаване на действащата нормативна база. Готовността на правителството да финансира губещите предприятия с помощта на политизираната централна банка доведе до появата на морален риск за всички стопански субекти.

Идеята да се замени **дискреционната** парична политика на централната банка с паричен режим, основаващ се на **ясни правила**, възникна съвсем естествено като крайна мярка за възвръщане на доверието във финансовата система и възстановяване на икономиката. Паричният съвет в България бе възприет не само като чисто стабилизационна мярка, а и като средство за налагане на финансова дисциплина и пазарноориентирана търговска култура на всички стопански субекти (Аврамов, 1999 г., с. 7 – 8).

По-подробен обзор на българската икономика преди и след въвеждането на паричния съвет в България не е предмет на това изследване (вж. Минасян, Ненова, Йоцов, 1998 г., с. 5 – 84; Йо-

цов, Неновски, Христов, Петрова, Петров, 1998 г., с. 7 – 21; Гулде, 1999 г., с. 2 – 5; Аврамов, 1999 г., с. 9 – 16). В това изследване се поставя акцент върху устройството на финансовата система в България в условията на паричен съвет и съответната роля, която има управлението на валутния резерв.

II. Паричният съвет в България и ортодоксалният модел на паричен съвет

Паричният съвет в България бе въведен с приемането на 10 юни 1997 г. от XXXVIII народно събрание на новия Закон за Българската народна банка (ЗБНБ). Съгласно чл. 19, ал. 1 от него **структурата на БНБ** включва три управления: „Емисионно“, „Банково“ и „Банков надзор“. С този закон се определят **монетарните** функции и операции на БНБ в съответствие с основните принципи на функциониране на типичен паричен съвет. Налице са обаче някои особености, които правят паричния съвет в България до известна степен по-гъвкав от ортодоксалния вариант.

1. Еднакви главни черти

В съответствие с чл. 20, ал. 1 на ЗБНБ основната функция на управление „Емисионно“ е **поддържането на пълно валутно покритие** на паричните задължения на БНБ, като се предприемат необходимите действия за ефективно управление на валутните активи на банката.

В чл. 29 от ЗБНБ се определят **официалният валутен курс** на лева към германската марка в съотношение 1000 лв. за 1 германска марка и правилото, което следва да се използва при определянето на официалния валутен курс на лева към еврото след приемането на новата валута като законно платежно средство в Германия.

В съответствие с чл. 45 на ЗБНБ централната банка **не може да отпуска заеми на държавата и държавните институции**, освен ако те не са предназначени за закупуване на специални права на тираж от МВФ по утвърдена процедура, осигуряваща прозрачност на действията.

Може да се заключи, че главните черти на паричния съвет в България съвпадат с тези на ортодоксален паричен съвет (таблица 1).

Таблица 1

**ПАРИЧНИЯТ СЪВЕТ В БЪЛГАРИЯ И ОРТОДОКСАЛНИЯТ
МОДЕЛ НА ПАРИЧЕН СЪВЕТ – ЕДНАКВИ ГЛАВНИ ЧЕРТИ**

Ортодоксален паричен съвет	Паричен съвет в България
По силата на законова разпоредба поддържа пълно валутно покритие на своите задължения (банкноти, монети и депозити)	
По силата на законова разпоредба поддържа фиксиран обменен курс спрямо резервната валута	
По силата на законова разпоредба не може да финансира правителствени разходи	

2. Основни различия

В таблица 2 са изброени основните различия между паричния съвет в България и традиционния модел на паричен съвет (главните черти на ортодоксалния паричен съвет са представени в съответствие с Ханке и Шулер, 1994 г., с. 2 – 10). Повечето от различията са свързани с определени съображения относно ефективното функциониране и доверието в механизма на паричния съвет в България, имайки предвид банковата криза, предшестваща въвеждането му.

Таблица 2

**ПАРИЧНИЯТ СЪВЕТ В БЪЛГАРИЯ И ОРТОДОКСАЛНИЯТ МОДЕЛ
НА ПАРИЧЕН СЪВЕТ – ОСНОВНИ РАЗЛИЧИЯ**

Ортодоксален паричен съвет	Паричен съвет в България
Обикновено осигурява покритие само на банкнотите и монетите	Осигурява покритие на банкноти, монети и депозити
Не регулира търговските банки	Регулира търговските банки
Не е кредитор от последна инстанция	Притежава силно ограничени функции на кредитор от последна инстанция
Получава целия сеньораж само от лихви по активите си	Получава почти целия сеньораж само от лихви
Пълна конвертируемост (текуща и капиталова сметка)	Пълна конвертируемост на текущата сметка, но ограничена конвертируемост на капиталовата сметка (до приемането на Валутния закон)

В съответствие с чл. 28, ал. 2 на ЗБНБ **паричните задължения** на БНБ включват всички банкноти и монети в обращение, емитирани от БНБ, както и всички наличности по сметки в БНБ с изключение на сметките на МВФ. В чл. 43 БНБ се определя като официален депозитар на държавата. Според чл. 41 търговските банки се задължават да поддържат минимални задължителни резерви в БНБ. Следователно паричният съвет в България **осигурява покритие на банкноти, монети и депозити** (правителствения депозит и резервите на търговските банки), докато ортодоксалният паричен съвет обикновено осигурява покритие само на банкнотите и монетите в обращение. Причините за това различие са разгледани в следващите раздели в контекста на минималните задължителни резерви и правителствения депозит.

Съгласно чл. 20, ал. 3 на ЗБНБ основната функция на управление „Банков надзор“ е да **упражнява надзор върху банковата система** по изпълнението на установените нормативни изисквания. Според чл. 41, ал. 1 БНБ определя с наредба размера на минималните задължителни резерви, които търговските банки следва да поддържат в БНБ. В чл. 41, ал. 2 БНБ се упълномощава да определя с наредба условията и изискванията, необходими за поддържане стабилността на банковата система. Съществуват около 15 **наредби, приети от БНБ**, като Наредба № 21 за задължителните минимални резерви, които банките поддържат при БНБ, Наредба № 6 за кредитиране на банки в левове срещу обезпечение, Наредба № 8 за капиталовата адекватност на банките, Наредба № 11 за управлението и надзора върху ликвидността на банките, Наредба № 4 за позициите на банките в чуждестранна валута, Наредба № 9 за оценка на рисковите експозиции на банките и за формиране на провизии за покриване на риска от загуби и др. За разлика от това ортодоксалният паричен съвет не регулира дейността на търговските банки. Банковите наредби при него са малко на брой и се приемат от Министерството на финансите или от отделна институция за банково регулиране (Ханке и Шулер, 1994 г., с. 7). В случая с България обаче банковата криза, предхождаща въвеждането на паричния съвет, подсказва, че стабилността на банките би била от съществено значение и за неговата жизнеспособност. Във връзка с това се оказва необходимо създаването на силна система за банково регулиране. Предвид съществуващата надзорна инфраструктура БНБ се оказва най-подходящата институция за тази цел. Независимо

от това все пак е трудно да се определи дали следните две особености, свързани с дейността на управление „Банков надзор“, са предимство или недостатък на приложението:

- дейността на управление „Банков надзор“ се финансира от бюджета на БНБ и ползва цялата материална база на банката;
- дейността на управление „Банков надзор“ се координира в известна степен с тази на другите управления чрез Управителния съвет на БНБ.

Най-същественото отклонение от принципите на ортодоксалния паричен съвет по отношение на регулирането обаче е поддържането на задължителен минимален резерв при БНБ съгласно Закона за БНБ (и регулациите на управление „Банков надзор“). Неговото влияние е разгледано по-подробно в III раздел.

Съгласно чл. 20, ал. 2 от Закона за БНБ управление „Банково“ изпълнява функцията на **кредитор от последна инстанция** при възникване на системен риск за стабилността на банковата система. За разлика от това ортодоксалният паричен съвет не изпълнява такава функция. Това различие също се дължи главно на банковата криза, предхождаща въвеждането на паричния съвет в България. Силно ограничената функция на кредитор от последна инстанция бе възприета като по-добра алтернатива, с цел да се осигури по-голяма степен на доверие в паричния съвет поради крехката стабилност на банковата система. Поради това Законът за БНБ много стриктно определя функцията на кредитор от последна инстанция в случай на системен риск. Тя е разгледана по-подробно в III раздел.

В съответствие с чл. 30 на ЗБНБ централната банка може да начислява комисиони в размер до 0.5% от официалния валутен курс при обмяна на резервна валута срещу левове. С решение на Управителния съвет БНБ продава германски марки по официалния валутен курс 1000 лв. (преди деноминацията) за 1 германска марка и купува по курс 995 лв. (преди деноминацията) за 1 германска марка. Следователно паричният съвет в България получава малка част от сенъоража си от комисиони, докато при ортодоксалния паричен съвет сенъоражът се формира само от лихви по активите. Приходите от комисиони на практика представляват много по-малко от 1% от общите приходи и покриват най-вече разходите за обслужване на операциите с населението. Следователно може да се заключи, че паричният съвет в България **получава почти целия си сенъораж от лихви по активите.**

Последното различие (от изброените в таблица 2) между ортодоксалния паричен съвет и този в България е по отношение **конвертируемостта на националната валута**. Независимо от пълната конвертируемост на текущата сметка българският лев не беше напълно конвертируем през първите две години от въвеждането на паричния съвет в България поради съществуващите ограничения за сделките по капиталовата сметка, породени от прилагането на стария Закон за сделките с валутни ценности и за валутния контрол.¹ Докато при традиционния паричен съвет съществува пълна конвертируемост на местната валута. Това е съществено различие, тъй като пълната конвертируемост позволява на пазарните сили сами да определят процеса на парично предлагане чрез постигане на саморегулиращо се равновесие на платежния баланс (вж. Ханке и Шулер, 1994 г., с. 29 – 41). Либерализацията на капиталовата сметка обаче увеличава вероятността от самовъзпроизвеждащи се валутни кризи поради по-голямата подвижност на портфейлните инвестиции (вж. Неновски, Христов, Петров, 1999 г., с. 25). Ето защо е трудно да се прецени дали паричният съвет в България би спечелил или загубил, ако още от самото начало на функционирането му бяха отпаднали ограниченията върху сделките по капиталовата сметка.

3. Еднакви предимства

Основните предимства на паричния съвет в България са обобщени в таблица 3. В общи линии те са същите като тези на ортодоксалния модел. Законът за БНБ осигурява в максимална степен **прозрачност** на устройството на паричния съвет, а също и на дейността му, тъй като съгласно чл. 49 балансът на управление „Емисионно“ се публикува ежеседмично. Паричният съвет беше въведен в кратки срокове и изпълни почти незабавно своята главна цел, т. е. с въвеждането му се осъществи **бърза монетарна реформа** (вж. Йоцов, Ненова, Петрова, Петров, 1998 г., с. 7 – 8; Гулде, 1999 г., с. 19 – 20). **Паричната политика бе сведена до следване на правилата**, изброени в таблица 1. Следователно паричната база не може да нараства независимо от политиката на институцията, емитираща избраната резервна валута, и **гене-рирането на инфлация в резултат на дискреционно емитиране на местна валута става невъзможно**. **Защитата от политически**

¹ Коренно се променя ситуацията с влизането в сила от 1 януари 2000 г. на новия Валутен закон.

натиск е гарантирана дотолкова, доколкото не е възможно да се постигне консенсус в Народното събрание, необходим за промяната на Закона за БНБ. Освен това паричният съвет в България е устроен достатъчно гъвкаво (таблица 2), за да се справи с някои специфични проблеми, съществуващи преди въвеждането му. В резултат на това въвеждането на паричния съвет в България се оказа успешно и най-важното предимство на ортодоксалния паричен съвет – **високата степен на доверие** – бе постигнато.

Таблица 3

**ПАРИЧНИЯТ СЪВЕТ В БЪЛГАРИЯ И ОРТОДОКСАЛНИЯТ МОДЕЛ
НА ПАРИЧЕН СЪВЕТ – ЕДНАКВИ ПРЕДИМСТВА**

Ортодоксален паричен съвет	Паричен съвет в България
	Прозрачност
	Бърза монетарна реформа
	Парична политика, базирана изцяло на правила
	Защита от политически натиск
	Невъзможност да създава инфлация
	Висока степен на доверие

В случая с България успехът на паричния съвет беше обусловен от специфичното му устройство, което осигурява едновременно достатъчна базираност на правила с цел постигане на високо доверие и приемлива гъвкавост предвид банковата криза преди въвеждането му (вж. Гулде, 1999 г., с. 14 – 15). Въпреки това главно поради съществуващите незначителни възможности за провеждане на парична политика паричният съвет в България не може да се нарече ортодоксален, а само подобие на паричен съвет. Той попада в една и съща група с тези на Аржентина и Естония, чиито централни банки също функционират по подобие на паричен съвет (Ханке и Шулер, 1994 г., с. 47 – 57).

III. Операции на паричната политика

При напълно либерализирана система, включваща пълна конвертируемост (на текущата и капиталовата сметка), централната банка не може едновременно да провежда независима парична

политика и да контролира валутния курс (вж. Грей и Хогарт, 1996 г., с. 19; Ханке и Шулер, 1994 г., с. 19; Латер, 1996 г., с. 24). Ето защо типичният паричен съвет трябва да приеме лихвено равнище и обем на паричните средства в национална валута, съответстващи на фиксирания валутен курс, без да се допуска възможност за извършване на операции на паричната политика. В случая с паричния съвет в България е важно да се знае защо Законът за БНБ все пак оставя определени възможности за извършване на такива операции и какви биха могли да бъдат последствията от използването им в разрез с основните принципи на ортодоксалния паричен съвет.

1. Задължителни резерви

Регулирането на задължителните минимални резерви е предмет на Наредба № 21 за задължителните минимални резерви, които банките поддържат при Българската народна банка, приета от БНБ съгласно чл. 41 от Закона за БНБ. Основните ѝ разпоредби включват:

- базата, върху която се определя размерът на задължителните минимални резерви, са привлечените средства на банките в левове и чуждестранна валута (чл. 2).

- банките поддържат задължителни минимални резерви в размер 11 на сто от депозитната си база (чл. 3) в левове, евро, щатски долари или швейцарски франкове (чл. 4).

- задължителните минимални резерви се регулират осреднено на месечна база (чл. 6 – 8), но в случай че банка ползва над 50 на сто от тях, тя заплаща лихва върху горницата над 50 на сто за всеки ден на ползване (чл. 11).

- БНБ може да вземе решение за плащане на лихва върху левовия компонент на изискуемите минимални задължителни резерви, но нейният размер не може да надвишава дохода, който БНБ получава по вложенията си в евро (чл. 5).

Равнището на задължителните минимални резерви от 11 на сто не е променяно от въвеждането на паричния съвет в България. Това не е изненадващо в контекста на дългосрочната роля на задължителните резерви като инструмент на паричната политика, регулиращ паричния мултипликатор и паричната маса чрез дискреционни промени в равнището на тези резерви, което е несъвместимо с принципите на паричния съвет. Би могло да се каже, че възможността за промяна в равнището на задължител-

ните минимални резерви трябва да се разглежда в голяма степен като теоретична (съществуваща в случай на сериозна опасност от системен риск за стабилността на банковата система), макар и това да не е изрично определено в Закона за БНБ.

В случая с паричния съвет в България задължителните минимални резерви изпълняват най-вече ролята на **краткосрочен инструмент за предотвратяване на големи дневни колебания на лихвените проценти на пазара**, като се прилага месечно осредняване и се разрешава на банките да имат автоматичен достъп до наличностите по своите сметки в БНБ на дневна база. БНБ обаче за момента не начислява лихви по задължителните резерви. Прилагането на непазарни лихвени проценти върху задължителните минимални резерви е форма на данък върху банковата система, който не съществува в типичния модел на паричен съвет. Следователно възможността за плащане на лихва върху резервите е желателно да бъде използвана от БНБ с оглед на по-стриктното придържане към класическия подход. Степен-та, до която е възможно начисляването на лихва върху резервите, може да се определи например с помощта на общото уравнение, изведено в V раздел.

Най-радикалното решение обаче е премахването на задължителните резерви, като се разреши на банките сами да определят размера на своите резерви в БНБ, необходими за разплащателни цели (както се предлага в изследването на Неновски и Христов, 1998 г., с. 41), и/или поддържаните резерви да се компенсират напълно посредством начисляване на пазарни лихви, както се предлага по-горе.

2. Кредитор от последна инстанция

Силно ограниčenата функция на управление „Банково“ на БНБ като кредитор от последна инстанция се определя с Наредба № 6 за кредитиране на банки в левове срещу обезпечение, приета в съответствие с изискванията на чл. 19 и 33 от Закона за БНБ. Основните разпоредби включват:

- при възникване на ликвиден риск, засягащ стабилността на банковата система, БНБ може да предоставя кредити на платежоспособни банки, изпитващи неотложна потребност от ликвидност само срещу залог на ликвидни активи (чл. 19 и 33 от Закона за БНБ, чл. 2 от наредбата);

- съществуването на ликвиден риск се установява от чл. 4 и 5 от наредбата като функция от забавяне изпълнението на разплащанията в Банковата интегрирана система за електронни разплащания (БИСЕРА);

- БНБ може да кредитира банки само при наличието и до размера на средствата по депозита на управление „Банково“ при управление „Емисионно“ (чл. 33 от Закона за БНБ, чл. 2 от наредбата);

- БНБ може да предоставя само краткосрочен кредит на банките като временна подкрепа с първоначален срок за погасяване до 30 дни, като този срок може да бъде удължаван не повече от два пъти (чл. 33 от Закона за БНБ, чл. 8 от наредбата);

- решенията по искане на кредит се вземат от Управителния съвет в съответствие с условията и реда, установени в чл. 12 – 14 от наредбата.

В традиционния модел на паричен съвет функцията на кредитор от последна инстанция не съществува, тъй като валутните операции могат да се използват като инструмент за осигуряване на ликвидност – пазарът винаги може сам да регулира наличностите от резерви в местна валута чрез извършване на обменни операции срещу резервната валута. Банките обаче могат да изпитват затруднения с ликвидността си за кратък период от време, ако валутните сделки се извършват с валъор два работни дни (каквито са международният стандарт и нормалната практика у нас). Регулирането на задължителните минимални резерви, осреднено на месечна база, разгледано по-горе, донякъде може да помогне за преодоляване на подобни проблеми, стига да не съществува опасност от ликвиден риск за банковата система като цяло. Предвид нестабилността на банковата система в България непосредствено преди въвеждането на паричния съвет изглежда целесъобразно запазването на функцията на кредитор от последна инстанция в силно ограничен вид. Тази функция е приложима само в случаите на съществуване на системен риск и едва ли би могла да се използва в нарушение на принципите на ортодоксалния паричен съвет. Точно обратното, в случая с България функцията на кредитор от последна инстанция само допринася за укрепване на доверието в паричния съвет.

3. Операции на открития пазар

Със Закона за БНБ се забранява извършването на операции на открития пазар, тъй като в съответствие с чл. 45 БНБ не може да предоставя кредити под каквато и да било форма на държавата освен кредити за сметка на покупки на специални права на тираж от МВФ. Не се допуска включването в резервите на ценни книжа, емитирани или гарантирани от държавата (чл. 28, ал. 3). Те могат да се използват само като залог срещу предоставяне на кредити в съответствие с прилагането на функцията на кредитор от последна инстанция, разгледана по-горе (чл. 33 от Закона за БНБ и чл. 6 от Наредба № 6). Отнемането на възможността БНБ да провежда операции на открития пазар като инструмент на паричната политика напълно съответства на принципите на ортодоксалния паричен съвет.

Известна възможност за извършване на операции, подобни на тези на открития пазар, обаче е дадена на Министерството на финансите. Съгласно чл. 43, ал. 3 БНБ действа като агент по държавни дългове и дългове, гарантирани от държавата. Тази функция е предмет на Наредба № 5 за условията и реда за емитиране, придобиване и изплащане на безналични държавни ценни книжа. Основните разпоредби включват:

- БНБ организира дейността по реализирането на ДЦК от името и за сметка на държавата въз основа на договор с Министерството на финансите (чл. 2);
- държавните ценни книжа се придобиват на първичния пазар чрез аукциони, организирани от управление „Фискални услуги“ при БНБ по предварително определено разписание или по решение на министъра на финансите съгласно чл. 3 – 8;
- регистрирането на сделки на вторичния пазар между първични дилъри, непървични дилъри и физически и юридически лица се извършва от управление „Фискални услуги“ при БНБ в съответствие с условията и реда, установени в чл. 9 – 22;
- Министерството на финансите осигурява необходимите средства за изплащане на ДЦК и лихвите по тях не по-късно от един работен ден преди изплащането по специална сметка, открита в БНБ (чл. 27);
- обратното изкупуване на ДЦК преди падежа им се извършва по решение на министъра на финансите на организирани от БНБ аукциони чрез заменянето им с ДЦК от нова емисия или чрез изплащане на номинала и лихвите по тях (чл. 30).

Очевидно ролята на управление „Фискални услуги“ при БНБ на пазара на ДЦК е пасивна (то само служи за агент на Министерството на финансите), докато Министерството на финансите играе активна роля, като определя календара на новите емисии, обема на емисиите и размера на обратно изкупените преди падежа им ДЦК. Теоретично това дава възможност на Министерството на финансите да влияе върху ликвидността на банковата система и паричното предлагане по начин, подобен на този при използването на операции на открития пазар, тъй като съгласно чл. 43, ал. 1 от Закона за БНБ централната банка е официален депозитар на държавата. Този проблем е разгледан по-подробно по-долу в раздела, посветен на правителствения депозит, тъй като той възниква най-вече в резултат от наличието на държавни средства във финансовата система, а не от управлението на държавния дълг от Министерството на финансите.

4. Основен лихвен процент

Съгласно чл. 35 от Закона за БНБ централната банка обявява основния лихвен процент по методика, определена от Управителния съвет на банката. Понастоящем основният лихвен процент се изчислява като средна доходност по тримесечните ДЦК от всеки аукцион, проведен от управление „Фискални услуги“ на първичния пазар на ДЦК (вж. по-горе)².

В резултат на това на пазара се наблюдават следните отклонения:

- с оглед намаляване на разходите Министерството на финансите е заинтересовано да понижава доходността (съответно и основния лихвен процент), като ограничава предлагането на съкровищни бонове;
- междубанковите лихвени проценти могат да бъдат повлияни от обявления от БНБ основен лихвен процент, в случай че банките го използват като бенчмарк.

Макар и БНБ да не определя, а само обявява основния лихвен процент, съществува известно противоречие с правилата на паричния съвет. В условията на фиксиран валутен курс пазарът сам трябва да определя лихвените проценти (вж. Грей и Хогарт, 1996 г., с. 8; Ханке и Шулер, 1994 г., с. 40 – 41; Латер, 1996 г., с. 24). Безспорно намаляването на разходите за финансиране на

² Първоначално бяха използвани едноседмични ДЦК.

държавата би могло да изглежда като предимство в краткосрочен план, но в дългосрочен това би могло да стане пречка за изграждането на ефективен финансов пазар, тъй като участниците се стремят да избягват пазарите с потенциално изкуствено контролирани цени.

Едно от решенията на този проблем би могло да бъде промяната на методиката за обявяване на основния лихвен процент. Например той може да се формира на базата на междубанковия пазар подобно на LIBOR или други референтни лихви. Това обаче би могло да създаде други проблеми поради слабо развития междубанков пазар в България. Друго радикално решение е отказът от основен лихвен процент (вж. Неновски и Христов, 1998 г., с. 41). Това обаче налага промяна в Закона за БНБ и някои други закони, позоваващи се на основния лихвен процент, обявяван от БНБ. Следователно поне засега премахването на основния лихвен процент би било трудноосъществимо.

5. Комисиони

БНБ е длъжна да обменя без ограничения резервна валута срещу левове на основата на спот валутни курсове, като отклонението от официалния валутен курс не може да надвишава 0.5 на сто, включително начисляваните такси и комисиони (чл. 30 от Закона за БНБ). При въвеждането на паричния съвет Управителният съвет на БНБ определи курс „продава“ 1000 лв. за 1 германска марка и курс „купува“ 995 лв. за 1 германска марка. Теоретично Управителният съвет може да променя тези курсове (например курс „продава“ 1005 лв. за 1 германска марка и курс „купува“ 1000 лв. за 1 германска марка). Такива промени обаче може да повлияят негативно на валутния пазар и да предизвикат шок в паричната система в резултат на изменения в движението на капиталите. Следователно възможността за промяна на комисионите би следвало да остане само теоретична, освен може би ако не бъде взето решение да не се начисляват такива. В действителност при прилагане на ортодоксалния подход се смята, че начисляването на комисиони влошава връзката с резервната валута, особено при движението на краткосрочните капитали, тъй като нараства относителната цена спрямо печалбата от арбитража (Ханке и Шулер, 1994 г., с. 76 – 77). Ето защо при ортодоксалния паричен съвет не се реализира сенъораж от такси

и комисиони. За налагане на ниски равнища на комисионите на финансовите посредници е достатъчно да се даде възможност на населението да обменя резервна валута директно с паричния съвет, както е случаят с България. Счита се, че социалните предимства са значително по-големи, отколкото приходите, които биха могли да донесат комисионите на паричния съвет (Ханке и Шулер, 1994 г., с. 76 – 77). Съществуват обаче и сериозни възражения по този въпрос, тъй като движението на краткосрочните капитали може да предизвика шокове в монетарната система. Поради това социалните предимства биха могли да се окажат по-големи, ако посредством прилагането на постоянно фиксирани ниски комисиони паричният съвет възпрепятства краткосрочните арбитражни и спекулативни сделки. Така или иначе, българският пазар вече се е приспособил към текущо прилаганите комисиони и като че ли най-добре е да не се предприемат промени.

6. Покупка на злато

Съгласно стария Закон за сделките с валутни ценности и за валутния контрол БНБ има право да извършва покупки на злато, добито в България³. С чл. 28, ал. 6 от Закона за БНБ златото се включва във валутните резерви на БНБ, с които се покрива общата сума на паричните задължения на БНБ. Следователно покупката на злато срещу левове е операция, която силно прилича на покупката на резервна валута срещу левове, тъй като и в двата случая това води до нарастване на местните пари в обращение – нещо, което не е характерно за традиционния паричен съвет. Ако на БНБ ѝ бе разрешено както да купува, така и да продава в неограничени размери злато срещу левове, то златото би могло да изпълнява ролята на държавни ценни книжа за операции на открития пазар. В действителност обаче БНБ може само да купува злато срещу левове и след въвеждането на паричния съвет обемът на покупките значително намаля. В общия случай ако пазарните сили сами определят кога производството на злато ще доведе до увеличение на местните пари в обращение (като се обменя злато срещу резервна валута и след това се конвертира в местна валута), то не съществува противоречие с правилата на ортодоксалния паричен съвет. От това следва, че би било по-добре да се отнеме правото на БНБ да купува злато сре-

³ В новия Валутен закон, в сила от 1 януари 2000 г., няма изрична забрана за този род операции на БНБ.

щу национална валута. БНБ би трябвало да се ограничи да извършва всякакви сделки със злато само срещу резервна (или друга чуждестранна) валута.

IV. Финансовата система в България в условията на паричен съвет

Финансовата система в България в условията на паричен съвет се състои от следните три основни слоя:

1. **Управление „Емисионно“ и управление „Банково“** при БНБ;
2. **Търговските банки** (под надзора на управление „Банков надзор“);

3. **Населението** (в т. ч. небанковите финансови институции).

Правителството е друг, по-специален участник във финансовата система:

- средствата на държавата са депозирани в управление „Емисионно“ на БНБ;
- правителството чрез **управление „Фискални услуги“ при БНБ** организира пазара на ДЦК и обслужва вътрешния държавен дълг;
- то заема средства от **МВФ** и други международни финансови институции и обслужва външния дълг на страната;
- събира данъци и извършва разходи за заплати, пенсии, субсидии и др. в бюджетната сфера;
- получава част от сенъоража, реализиран от БНБ.

Предвид спецификата на балансовите позиции и съответстващите им парични потоци финансовата система в България в условията на паричен съвет се отличава от тази при ортодоксалния паричен съвет и при традиционната централна банка.

1. Баланси

На фиг. 1 са представени основните позиции на консолидираните баланси на управления „Емисионно“ и „Банково“, търговските банки и населението (от лявата страна са позициите на активите, а от дясната – на пасивите).

Фигура 1

ОСНОВНИ БАЛАНСОВИ ПОЗИЦИИ ВЪВ ФИНАНСОВАТА СИСТЕМА НА ПАРИЧНИЯ СЪВЕТ В БЪЛГАРИЯ

Управление „Емисионно“		Управление „Банково“		Търговски банки		Население	
FX	C R G B	B L ^d RG ...	L ^{IMF} ...	C R L S FX ⁶ ...	D L ^d ...	C D S FX ⁶ ...	L ...

Балансът на управление „Емисионно“ включва следните позиции:

FX – валутни резерви (съгласно чл. 28 от Закона за БНБ);

C – пари в обращение;

R – резерви на търговските банки;

G – правителствен депозит в управление „Емисионно“⁴;

B – депозит на управление „Банково“ в управление „Емисионно“ (превишението на левовия еквивалент на валутните резерви над общата сума парични задължения на БНБ, определени съгласно чл. 28 от Закона за БНБ).

Балансът на управление „Банково“ включва:

B – депозит на управление „Банково“ в управление „Емисионно“;

L^d – скотови заеми, отпуснати на търговските банки в съответствие със силно ограничената функция на управление „Банково“ като кредитор от последна инстанция (разгледана по-горе);

RG – вземания от правителството (съответстващи на правителствените кредити, отпуснати от МВФ);

L^{IMF} – кредити от МВФ;

... – други позиции, наследени от баланса на БНБ преди въвеждането на паричния съвет в България, които не са свързани с функционирането му (при пасивите – капитал, резерви и др.; при активите – квотата в МВФ и др.).

Балансът на търговските банки включва следните позиции:

⁴ На практика **G** включва и много малка сума (по-малко от 1 на сто от **FX**) неправителствени депозити. За улеснение тя не е отделена от средствата на правителството, тъй като влиянието ѝ върху финансовата система е незначително и наподобява ефекта на този от правителствените средства.

C – парични средства (в банките);
R – резерви на търговските банки;
L – заеми, отпуснати на населението;
S – местни държавни ценни книжа;
D – депозити на населението;
L^d – кредити, отпуснати от управление „Банково“ (сконтови заеми);
FX^B – нетни чуждестранни активи на банките;
 . . . – други позиции (при пасивите – капитал, резерви и др.; при активите – инвестиции и др.).

Основните позиции от сборния баланс на населението присъстват и по-горе:

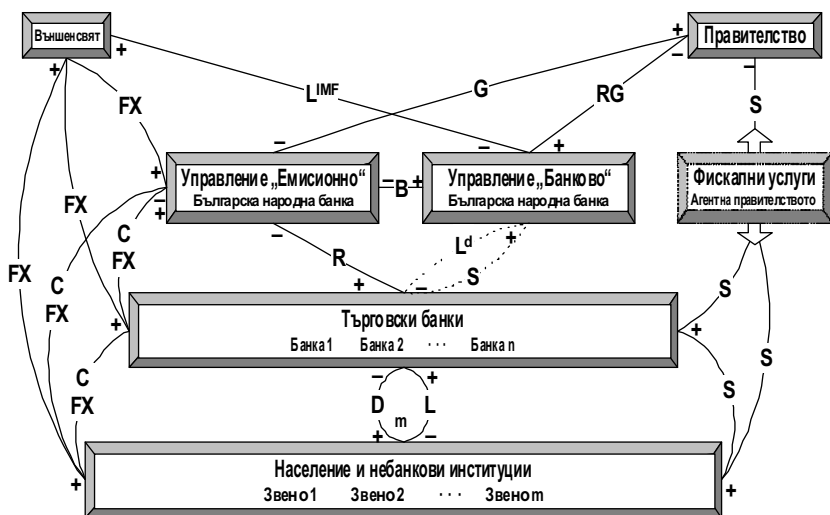
C – парични средства (в населението);
D – депозити в търговските банки;
S – местни държавни ценни книжа;
L – кредити, отпуснати от търговските банки;
FX^P – нетни чуждестранни активи на населението;
 . . . – други позиции.

2. Обменни канали

Основните обменни канали във финансовата система съответстват на основните балансови позиции. Те са представени на фиг. 2 със стрелки, свързващи различните слоеве на финансовата система. Знаците „плюс“ и „минус“ показват дали дадена позиция се появява от страната на активите или пасивите на балансите, между които възниква съответният обменен поток.

Фигура 2

ОБМЕННИ КАНАЛИ ВЪВ ФИНАНСОВАТА СИСТЕМА НА ПАРИЧНИЯ СЪВЕТ В БЪЛГАРИЯ



Управление „Емисионно“ емитира местна валута (C) срещу наличните валутни резерви (FX), които го свързват с външния свят. Връзката му с управление „Банково“ се осъществява посредством депозита на управление „Банково“ (B). Правителството емитира ценни книжа (S) на търговските банки и населението (като за целта управление „Фискални услуги“ в БНБ е само агент) и депозира своите средства в управление „Емисионно“ (G). Операциите на правителството по външния дълг минават като поток (G, FX) през управление „Емисионно“, но заемите от МВФ (L^{IMF}) се отразяват също и като отделна позиция в пасива на управление „Банково“. По този начин, ако бъдат използвани от правителството в рамките на 90 дни (съгласно разпоредбите на чл. 45 от Закона за БНБ), те предизвикват еднакво нарастване на FX и L^{IMF} , както и на вземанията на управление „Банково“ от правителството (RG) и на правителствения депозит (G) в управление „Емисионно“. В противен случай освен FX и L^{IMF} те увеличават единствено размера на депозита на управление „Банково“ (B) и служат като подкрепа от страна на МВФ за паричния съвет. Търговските банки (контролирани от управление

„Банков надзор“) поддържат резерви (**R**) в управление „Емисионно“ и само в случай на ликвиден риск (определен съгласно изискванията на Закона за БНБ и Наредба № 6) могат да заемат ограничени средства от управление „Банково“ срещу обезпечение (**L^d**, **S**). Потокът (**D, L**), циркулиращ между търговските банки и населението, предизвиква процес на депозитна мултипликация, характеризираща се със специфичен паричен мултипликатор **m**. Търговските банки и населението могат да обменят също така местна валута (**C**) и чуждестранни активи (**FX**), които независимо ги свързват с външния свят. Накрая важно е да се отбележи, че на фиг. 2 са представени само обменните канали във финансовата система, без тя да отразява цялостната картина на точните икономически събития (като събиране на данъци, изплащане на заплати, търговия, производство, операции по държавния дълг, прехвърляне на спечелен сенъораж от управление „Емисионно“ към правителството и др.), които водят до генериране на обменни потоци.

3. Паризно предлагане

Нека означим паричната база с **M^b**, паричната маса с **M** и паричния мултипликатор с **m**. Тогава

$$\mathbf{M}^b = \mathbf{C} + \mathbf{R} = \mathbf{FX} - \mathbf{G} - \mathbf{B},$$

$$\mathbf{M} = \mathbf{C} + \mathbf{D} = \mathbf{m} \cdot \mathbf{M}^b,$$

$$\mathbf{m} = (1 + c)/(c + r),$$

където **c** е съотношението между парите в обращение и депозитите, а **r** – съотношението между резервите на търговските банки и депозитите.

Оттук следва, че паричната маса в режима на паричен съвет в България се определя от

$$\mathbf{M} = \mathbf{m} \cdot [\mathbf{FX} - \mathbf{G} - \mathbf{B}].$$

Въз основа на това уравнение могат да се направят следните важни изводи:

- при равни други условия промените в **FX**, които не са свързани с идентични промени в **B** и **G**, предизвикват пропорционално идентични промени в паричното предлагане. Този род промени възникват при конвертиране на местната валута в резервна от страна на населението или търговските банки;

- при равни други условия промените в **B**, които не са свързани със съответни промени в **FX**, предизвикват пропорционално противоположни изменения в паричното предлагане. Този род промени възникват при покриване на оперативните и инвестиционните разходи на БНБ и евентуалното упражняване от страна на управление „Банково“ на функцията кредитор от последна инстанция;

- при равни други условия промените в **G**, които не са свързани с промени в **FX**, предизвикват пропорционално противоположни изменения в паричното предлагане (вж. също Неновски и Христов, 1998 г., с. 16 – 18). Този род промени възникват при емитиране и падежиране на ценни книжа, събиране на данъци, изплащане на заплати, пенсии и субсидии от държавния бюджет и всички останали бюджетни операции, които се извършват на вътрешния пазар.

Първият извод разкрива точното значение на концепцията за „парична политика, основаваща се на правила“ – една от основните характеристики на всяка система на паричен съвет. Вторият извод също не е изненадващ, защото е добре известно, че паричното предлагане се намира в правопропорционална зависимост от нивото на скотовите заеми (Мишкин, 1992 г., с. 350), които са строго ограничени в конкретния модел на паричен съвет в България. Третият извод обаче е обезпокоителен, тъй като може да се тълкува като възможност за провеждане на парична политика чрез правителствения депозит, което противоречи на правилата на паричен съвет. Този важен въпрос е разгледан в отделен раздел.

4. Правителственият депозит

Присъствието на правителствения депозит в пасива на управление „Емисионно“ е нещо нетипично за системата на паричен съвет. Непосредствено негативно последствие, за което вече бе споменато, е фактът, че Министерството на финансите съзнателно или несъзнателно извършва операции на монетарната политика, контролирайки входящите и изходящите вътрешни парични потоци в рамките на разполагаемите средства **G**. Като решение на този проблем се предлага прехвърляне на депозита на правителството към търговските банки или дори в отделна институция (Неновски и Христов, 1998 г., с. 40). Независимо от това в настоящото изследване е застъпена тезата, че в българския случай най-

малко опасното решение за финансовата система като цяло е всички средства на правителството да останат депозирани в управление „Емисионно“.

Преди всичко нека изчислим какъв е относителният размер на правителствените средства две години след въвеждането на паричния съвет – **G** представлява около 30% от паричното предлагане⁵ (широките пари) в България и около 40% от валутните резерви **FX**. След това нека видим какво всъщност се крие зад възможността за провеждане операции на монетарната политика със средствата на правителството – възможността за вземане на решение дали парите ще се инвестират на вътрешния или външния пазар. Накрая нека проследим какво се получава, когато средствата на правителството се депозират в управление „Емисионно“ – по правилата на паричния съвет всички средства се инвестират в чужбина (на международните финансови пазари).

А сега да видим какво би се случило, ако средствата на правителството бъдат депозирани извън управление „Емисионно“ – някой би получил възможността да решава по свое усмотрение дали да инвестира парите на вътрешния или на външния пазар (независимо дали това ще е управителният съвет на отделна институция или голяма търговска банка). Това крие много по-големи опасности за финансовата система, като се имат предвид огромният размер на средствата и горчивият опит, натрупан преди въвеждането на паричния съвет, за провеждане операции на монетарната политика в полза на губещи институции, търсещи ликвидни активи.

Интересно е да се отбележи, че двата противоположни варианта – инвестиране на всички средства на правителството в чужбина или инвестирането им на вътрешния пазар – са двойствени в следния смисъл:

- ако всички средства се инвестират в чужбина, тогава бюджетните операции на вътрешния пазар ще предизвикат изменения в паричното предлагане, докато тези на международните пазари (например операциите по външния дълг) няма да оказват влияние върху паричното предлагане;
- ако всички средства се инвестират на вътрешния пазар, тогава бюджетните операции на вътрешния пазар няма да оказват

⁵ Забележете, че средствата на правителството не се включват в паричното предлагане, когато се депозират в управление „Емисионно“.

влияние върху паричното предлагане, докато бюджетните операции на международните пазари ще предизвикват изменения.

Инвестирането на всички средства на вътрешния пазар е само теоретична възможност в условията на паричен съвет, а всяко смесване на двата варианта би означавало да се даде на някого правото да влияе на паричното предлагане по дискреционен начин. Това не би било проблем при наличие на добре функциониращ пазар, който да поеме огромните средства на правителството, но действителността в България е друга. Ето защо според нас най-малко опасното решение за стабилността на банковата система е средствата на правителството да се влагат в управление „Емисионно“ (поне засега) независимо от възможността Министерството на финансите да влияе върху паричното предлагане чрез бюджетните операции на вътрешния пазар. Има и още едно предимство на този подход – той осигурява максимална прозрачност за дейността на правителството благодарение на седмичното публикуване на баланса на управление „Емисионно“.

Ясно е, че монетарна политика съществува винаги в една или друга форма, основаваща се на правила или дискреция (Неновски и Христов, 1998 г., с. 40). Паричният съвет в България просто прехвърля по-голяма отговорност за финансовите условия от банковия сектор върху бюджетната политика на правителството.

У. Ролята на операциите по управление на резерва

Операциите по управление на резерва играят ключова роля за функционирането на паричния съвет. Не е лесна задача те да бъдат описани, без да се навлиза в технически подробности. По-лесно е да се дават съвети по общи въпроси, засягащи благоразумието на тези операции (като Инок и Гулде, 1997 г., с. 18 – 20; Ханке и Шулер, 1994 г., с. 78 – 80), или да се критикуват погрешни схващания (максимизирането на приходите е обект на критика от страна на Гулде, 1999 г., с. 17). Независимо от това ние все пак сме се опитали да представим по-задълбочено тази роля, без да усложняваме прекалено много използвания апарат.

Основните цели на операциите по управление на резерва произтичат от Закона за БНБ:

- да се гарантира пълно валутно покритие на паричните задължения на управление „Емисионно“ с качествени чуждестранни активи (чл. 20 и 28);

- да се гарантира неограничен обмен на национална валута в резервна (чл. 30);

- да се гарантира годишно превишение на приходите над разходите (чл. 8).

Тези цели са пряко задължение на дирекция „Ковчежничество“ (в рамките на управление „Емисионно“), която извършва всички необходими дейности по ефективното управление на валутния резерв.

Законът налага следните основни ограничения върху операциите по управление на резерва:

- разрешено е използването на всички конвертируеми чуждестранни валути (чл. 28);

- валутното несъответствие в баланса за всяка чуждестранна валута, различна от германската марка, не може да надхвърля 2% (чл. 31);

- допустимите активи включват злато, банкноти и монети, средства по сметки в чуждестранни централни банки или финансови институции, дългови инструменти и договори за обратно изкупуване, при което всички задължения трябва да са оценени с една от двете най-високи оценки на две международно признати агенции за кредитен рейтинг (чл. 28)⁶.

Изискването за възможно най-високия рейтинг предпазва от загуби поради изпадане в несъстоятелност на контрагенти и емитенти. По този начин законът елиминира **кредитния риск**. За да опростим разглеждането, ще приемем, че не съществува **оперативен риск**.

Следователно единствената причина за евентуална невъзможност да се постигнат основните цели на операциите по управление на резерва може да бъде неконтролиран пазарен риск, т. е. **валутният риск** или **лихвеният риск**.

Присъствието на повече от една чуждестранна валута в активите на управление „Емисионно“ е нетипично явление за системата на паричен съвет, което се дължи на особеностите в устройството на българския паричен съвет:

- депозитът на правителството включва сметки в няколко чуждестранни валути;

- резервите на търговските банки също могат да бъдат в чуждестранни валути;

⁶ Макар че формално законът допуска използването на деривати, то е строго ограничено и поне засега практически неприложимо.

- монетарното злато също е включено във валутните резерви⁷.

Валутният риск е силно ограничен поради строгите ограничения за валутно несъответствие в баланса (само златото може да доведе до значителни нереализирани загуби, но те също са ограничени до степента, до която цената на златото не може да падне под сравнително високите международни разходи за добиването му).

Законът не налага обаче никакви специални ограничения върху лихвения риск.

Всяка негативна промяна в пазарната цена на активите води до съответна негативна промяна в свръхпокритието на паричните задължения на управление „Емисионно“, което се измерва с размера на депозита на управление „Банково“ (**В**). Тъй като размерът на **В** не зависи само от ефекта на операциите по управление на резерва, но и от други фактори, уместно е да се приложи подходът за цялостен анализ на активите и пасивите, за да се разграничи (и измери отделно) ефектът от действието на различните фактори, предизвикващи тези промени. Това е изходната точка за нашия количествен анализ.

1. Депозитът на управление „Банково“

Свръхпокритието на задълженията на управление „Емисионно“, измерено чрез размера на депозита на управление „Банково“, не трябва да спада под определено ниво $Z \geq 0$, заплашващо доверието в паричния съвет. Ако приемем, че $V \geq Z$ е размерът на депозита на управление „Банково“ (измерен в български левове) в момент **T**, валутната структура на баланса на управление „Емисионно“ (вж. фиг. 3) се дефинира по следния начин:

$i = 1, 2, \dots, n$ – пореден номер на валутата, с който се обозначават BGN, EUR, USD, JPY, CHF, XAU и т. н.;

$A_i \geq 0$ – размерът на активите във валута номер i ;

$L_i \geq 0$ – размерът на пасивите във валута номер i ;

$e_i \geq 0$ – валутният курс на валута номер i спрямо българския лев.

⁷ Съгласно чл. 28 от Закона за БНБ златото се оценява по 500 германски марки за 1 тройунция или пазарната му цена, ако тя е по-ниска.

Фигура 3

**ДЕПОЗИТ НА УПРАВЛЕНИЕ „БАНКОВО“ –
ЕФЕКТ НА ВАЛУТНИЯ КУРС И КОЛИЧЕСТВЕН ЕФЕКТ**

Управление „Емисионно“ (в момент T)		Управление „Емисионно“ (в момент T+ΔT)	
	В		В+ΔВ
$A_1 \cdot e_1$	$L_1 \cdot e_1$	$[A_1 + \Delta A_1] \cdot [e_1 + \Delta e_1]$	$[L_1 + \Delta L_1] \cdot [e_1 + \Delta e_1]$
$A_2 \cdot e_2$	$L_2 \cdot e_2$	$[A_2 + \Delta A_2] \cdot [e_2 + \Delta e_2]$	$[L_2 + \Delta L_2] \cdot [e_2 + \Delta e_2]$
...	...	...	...
$A_n \cdot e_n$	$L_n \cdot e_n$	$[A_n + \Delta A_n] \cdot [e_n + \Delta e_n]$	$[L_n + \Delta L_n] \cdot [e_n + \Delta e_n]$

Нека в момент $T + \Delta T$ размерът на активите и пасивите и валутните курсове се променят и достигнат стойности $A_i + \Delta A_i$, $L_i + \Delta L_i$ и $e_i + \Delta e_i$ (вж. фиг. 3), с което се предизвиква изменение в размера на депозита на управление „Банково“ до $B + \Delta B$. Тогава

$$B = \sum_i [A_i - L_i] \cdot e_i,$$

$$B + \Delta B = \sum_i [A_i + \Delta A_i - L_i - \Delta L_i] \cdot [e_i + \Delta e_i].$$

Въвеждаме средния размер на активите и пасивите и средните валутни курсове:

$$\bar{A}_i = 0.5 \cdot [A_i + (A_i + \Delta A_i)],$$

$$\bar{L}_i = 0.5 \cdot [L_i + (L_i + \Delta L_i)],$$

$$\bar{e}_i = 0.5 \cdot [e_i + (e_i + \Delta e_i)].$$

Тогава изменението ΔB в размера на депозита на управление „Банково“ се декомпозира на **ефекта на валутния курс** (предизвикан от промяната във валутните курсове и несъответствията във валутната структура на баланса) и на **количествения ефект** (причинен от промяната в размера на активите и пасивите), както следва:

$$\Delta B = \sum_i \{ [\bar{A}_i - \bar{L}_i] \cdot \Delta e_i + [\Delta A_i - \Delta L_i] \cdot \bar{e}_i \}^8$$

Част от промяната в размера на активите и пасивите се дължи на външни и вътрешни входящи и изходящи потоци към всяка валутна група активи и пасиви, а останалата част – на промяна

⁸ В това уравнение взаимният ефект от двата фактора е разпределен поравно между съответстващите им два члена.

на в пазарната им стойност (причинена от начислени лихви и нереализирани или реализирани капиталови печалби и загуби). Нека с ACF_i обозначим нетния входящ/изходящ поток от валута номер i по актива, а с LCF_i – нетния входящ/изходящ поток по пасива. Тогава промяната в размера на активите и пасивите може да бъде подразделена на промяна в **пазарната стойност** плюс външен **входящ/изходящ поток**, както следва (вж. фиг. 4):

$$\Delta A_i = (\Delta A_i - ACF_i) + ACF_i,$$

$$\Delta L_i = (\Delta L_i - LCF_i) + LCF_i.$$

Фигура 4

ДЕПОЗИТ НА УПРАВЛЕНИЕ „БАНКОВО“ – ЕФЕКТ НА
ПАЗАРНАТА СТОЙНОСТ И ВХОДЯЩИТЕ/ИЗХОДЯЩИТЕ ПОТОЦИ

Управление „Емисионно“ (в момент $T + \Delta T$)	
	B + ΔB
$[A_1 + (\Delta A_1 - ACF_1) + ACF_1] \cdot [e_1 + \Delta e_1]$	$[L_1 + (\Delta L_1 - LCF_1) + LCF_1] \cdot [e_1 + \Delta e_1]$
$[A_2 + (\Delta A_2 - ACF_2) + ACF_2] \cdot [e_2 + \Delta e_2]$	$[L_2 + (\Delta L_2 - LCF_2) + LCF_2] \cdot [e_2 + \Delta e_2]$
...	...
$[A_n + (\Delta A_n - ACF_n) + ACF_n] \cdot [e_n + \Delta e_n]$	$[L_n + (\Delta L_n - LCF_n) + LCF_n] \cdot [e_n + \Delta e_n]$

Оттук промяната в депозита на управление „Банково“ може да бъде декомпозирана отново по следния начин: **ефект на валутния курс**, **ефект на пазарната стойност на активите**, **ефект на пазарната стойност на пасивите** и **ефект на входящите/изходящите потоци**:

$$\Delta B = \sum_i \{ [\bar{A}_i - \bar{L}_i] \cdot \Delta e_i + [\Delta A_i - ACF_i] \cdot \bar{e}_i - [\Delta L_i - LCF_i] \cdot \bar{e}_i + [ACF_i - LCF_i] \cdot \bar{e}_i \},$$

където:

$$\sum_i [\bar{A}_i - \bar{L}_i] \cdot \Delta e_i \text{ е ефектът на валутния курс;}$$

$$\sum_i [\Delta A_i - ACF_i] \cdot \bar{e}_i \text{ е ефектът на пазарната стойност на}$$

активите;

$\sum_i [\Delta L_i - LCF_i] \cdot \bar{e}_i$ е ефектът на пазарната стойност на пасивите;

$\sum_i [ACF_i - LCF_i] \cdot \bar{e}_i$ е ефектът на входящите/изходящите потоци.

Последната стъпка е да се декомпозира ефектът на входящите/изходящите потоци, като се идентифицират причините за възникването му:

- вследствие на входящи и изходящи потоци в актива (част от ACF_i), на които не съответстват еднакви по размер входящи и изходящи потоци в пасива (част от LCF_i). В тази група попадат **нетните оперативни и инвестиционни разходи** на банката в чуждестранна валута (т. е. разходи за оборудване, приходи от такси и комисиони и др.), както и всички **нетни заеми от МВФ**, които не са били използвани от правителството, за да останат в подкрепа на паричния съвет.

- вследствие на входящи и изходящи потоци в пасива (част от LCF_i), на които не съответстват еднакви по размер входящи и изходящи потоци в актива (част от ACF_i). В тази група попадат **нетните оперативни и инвестиционни разходи** на банката в национална валута (т. е. разходи за заплати и офис оборудване, приходи от такси за обслужване), както и **нетният размер на скотовите заеми**, предоставени на търговски банки в съответствие с функцията кредитор от последна инстанция, изпълнявана от управление „Банково“.

Оттук непосредствено може да се идентифицира **нетният ефект от функцията кредитор от последна инстанция** сред всички LCF_i , както и **нетният ефект от подкрепа на МВФ** сред всички ACF_i . Останалата част от ефекта на входящите/изходящите потоци е равна на **нетния ефект от оперативните и инвестиционните разходи на БНБ**. Така стигаме до окончателната декомпозиция по фактори на промяната в размера на депозита на управление „Банково“, изразена в следното уравнение:

$$\Delta B = [\text{Ефект на валутния курс}] + [\text{Ефект на пазарната стойност на активите}] - \\ - [\text{Ефект на пазарната стойност на пасивите}] - [\text{Нетни оперативни и инвестиционни разходи на БНБ}] - [\text{Нетен кредитор от последна инстанция}] + \\ + [\text{Нетна подкрепа от МВФ}] \quad (*)$$

Важно е да се отбележи, че точната величина на всеки от шестте фактора може да бъде изчислена с помощта на формулите, използвани за извеждане, стига да са налице точните стойности на всички по-горе посочени променливи (вж. фиг. 3 и 4). Освен това не е проблем да се подраздели всеки от тях на подфактори за всяка отделна валута (вж. формулите по-горе).

Изведеното основно уравнение (*) ни дава точната връзка между различните фактори, които влияят върху размера на депозита на управление „Банково“, и може да се използва за три основни цели:

1. за проверка на бъдещата стабилност на паричния съвет в България посредством симулиране на сценарии за всички фактори (включително и „най-лош“ сценарий);

2. за налагане на ограничения (лимита) върху величината на един фактор посредством задаване на очакваните величини на останалите фактори (т. е. управление на риска);

3. за анализ и обяснение на промените в размера на депозита на управление „Банково“ в последователните баланси на управление „Емисионно“ посредством измерване на величината на всеки отделен фактор.

Ще комбинираме първите две от изложените идеи, за да разкрием по количествен път точната роля на операциите по управление на резерва за успешното функциониране на паричния съвет в България.

2. Пълно валутно покритие

Пълното покритие на задълженията на паричния съвет е ключът към осигуряване на доверие в българския лев и главната цел на операциите по управление на резерва съгласно чл. 20, ал. 1 от Закона за БНБ.

Приехме, че критичният минимален размер на депозита на управление „Банково“ е $Z \geq 0$, откъдето следва, че $B + \Delta B \geq Z \geq 0$ (т. е. $\Delta B \geq Z - B \geq -B$) във всеки момент $T + \Delta T$. От гледна точка на управление на резерва това означава, че **максималният размер на потенциалните загуби (както реализирани, така и не-**

реализирани) е строго ограничен, така че дори и при „най-лош“ сценарий размерът на депозита на управление „Банково“ не трябва да спадне под критичното ниво Z .

Максималният размер на потенциалните загуби (реализирани и нереализирани) се измерва с възможно най-ниските достижими стойности на **ефекта на валутния курс** и **ефекта на пазарната стойност на активите** в изведеното основно уравнение (*). Той може да се интерпретира като максималната стойност на резерва, изложена на риск при операциите по управление на резерва⁹. По този начин горното неравенство и връзката (*) **ограничават максималната стойност, която може да бъде изложена на риск при операциите по управление на резерва**. Границата може да бъде изчислена посредством прогнозиране величините на другите ефекти в (*) при „най-лош“ сценарий.

При „най-лош“ сценарий, както вече отбелязахме, V не може да спада под маржа на доверие $Z \geq 0$, т. е.

$$\Delta B \geq Z - V \geq -V.$$

В идеалния случай това изискване би следвало да бъде удовлетворено без заеми от МВФ, тъй като не би трябвало да има нужда от външна подкрепа за паричния съвет. Следователно **нетната подкрепа от МВФ** би трябвало да бъде нула¹⁰. От (*) следва, че за да се гарантира ефективното функциониране на паричния съвет без външна помощ от МВФ, трябва да бъдат изпълнени следните условия:

$$\begin{aligned} \Delta B = & [\text{Ефект на валутния курс}] + [\text{Ефект на пазарната стойност на активите}] - \\ & - [\text{Ефект на пазарната стойност на пасивите}] - [\text{Нетни оперативни и} \\ & \text{инвестиционни разходи на БНБ}] - [\text{Нетен кредитор от последна инстанция}] \end{aligned}$$

(**)

$$\Delta B \geq Z - V \geq -V.$$

От (**) следва, че размерът на депозита на управление „Банково“ може да бъде негативно повлиян от четири вида разходи:

- нереализирани и реализирани загуби от операции по управление на резерва, измерени с **ефекта на валутния курс** и **ефекта на пазарната стойност на активите**;

⁹ Това не трябва да се бърка с мярката за риск VaR , която не се основава на „най-лош“ сценарий.

¹⁰ Възможността да има външна подкрепа за стабилността на паричния съвет трябва да бъде разглеждана като много важна черта, допринасяща за доверието в него. Но в идеалния случай, ако паричният съвет функционира ефективно, няма нужда от използването ѝ.

- плащане на лихви върху средства, депозирани в БНБ (средства на правителството, банкови резерви), измерено чрез **ефекта на пазарната стойност на пасивите**;

- нетни разходи на БНБ, измерени с **нетния ефект на оперативните и инвестиционните разходи на БНБ**;

- сконтови заеми, предоставени от управление „Банково“ в рамките на строго ограничената функция на кредитор от последна инстанция, измерени с **нетния ефект на функцията кредитор от последна инстанция**.

Това означава, че при „най-лош“ сценарий четирите вида разходи трябва да си поделят допустимия размер промяна $Z - B$. Нека $H \geq 0$ е прогнозна величина общо за ефекта на пазарната стойност на пасивите и нетния ефект от оперативните и инвестиционните разходи на БНБ от момент T до момент $T + \Delta T$. В действителност предвид спецификата им тези разходи не могат да спаднат под определена граница (т. е. винаги $H > 0$). Следователно максималната сума, достъпна за функцията кредитор от последна инстанция при „най-лош“ сценарий, зависи от максималната стойност, изложена на риск за целите на управление на резерва:

$$[\text{Нетен кредитор от последна инстанция}] \leq B - Z + [\text{Ефект на валутния курс}] + [\text{Ефект на пазарната стойност на активите}] - H.$$

Обратно, ако има определена долна граница за средствата, които трябва да останат достъпни за функцията кредитор от последна инстанция дори при „най-лош“ сценарий, тогава максималната стойност, която може да бъде изложена на риск за целите на управление на резерва, е ограничена от:

$$[\text{Ефект на валутния курс}] + [\text{Ефект на пазарната стойност на активите}] \geq Z - B + H + [\text{Нетен кредитор от последна инстанция}].$$

Оттук може да се направи следният важен извод:

Максималната стойност, която може да бъде изложена на риск за целите на управление на резерва, зависи от желания минимален размер на наличните средства за кредитор от последна инстанция, прогнозните лихвени плащания по пасивите и оперативни и инвестиционни разходи на БНБ (H), размера на депозита на управление „Банково“ (B) и неговия критичен минимум за доверие (Z).

Следователно операциите по управление на резерва трябва да се основават най-вече на сериозни съвременни техники за управление на риска. Трябва да се използват по-скоро абсолютни мерки на риска (като доларова дюрация), отколкото относителни (като дюрация) и да се симулират варианти за „най-лош“ сценарий с помощта на двете условия (**).

Важно следствие от последното изведено неравенство е, че при определени предположения за стойността на **ефекта на валутния курс** при „най-лош“ сценарий може да се пресметне допустимият **ефект на пазарната стойност на активите**, т. е. **може да се изчисли лимит за допустимия лихвен риск на валутните резерви**. Той може да се изрази в различна форма за произволна мярка на риска.

3. Неограничен обмен на резервната валута

При условие че валутното покритие е гарантирано с помощта на развитите в предходния раздел техники, теоретично паричният съвет би оцелял и при „най-лош“ сценарий както на вътрешните, така и на външните финансови пазари. Това обаче все още не е напълно достатъчно от гледна точка на втората главна цел при управление на резерва – да се гарантира неограничен обмен на национална валута срещу резервната. Резервът би бил структуриран по доста неефективен начин, ако временните нереализирани загуби трябва да бъдат реализирани, за да се посрещнат задълженията на паричния съвет при нормални обстоятелства на вътрешния пазар. Рискът от възникване на необходимостта да се реализират нереализирани загуби от операции по управление на резерва представлява **ликвиден риск**. Следователно **ликвидният риск трябва да бъде строго ограничен чрез налагане на подходящи ограничения за падежната структура на резерва**.

Това може да се извърши, като се анализира структурата на задълженията на паричния съвет в България, които включват:

- парите в обращение;
- правителствения депозит;
- резервите на търговските банки.

Например важно е да се изчисли:

- т. нар. „твърда съцевина“ на националната валута в обращение, която никога не може да бъде обменена за резервна валута;

• максималният размер на националната валута, който може да бъде обменен за резервна валута за кратък период от време (при най-песимистичния за страната вариант).

По подобен начин трябва да се изследва и структурата на правителствените средства. Различните средства могат да бъдат управлявани по-ефективно в отделни портфейли. Не трябва да се забравя обаче, че активите, покриващи средствата на правителството, неизбежно излагат на риск част от размера на депозита на управление „Банково“ поради взаимната връзка (*). В резултат на това намалява стойността, която би могла да бъде изложена на риск за по-ефективно управление на активите, покриващи парите в обращение и резервите на търговските банки.

4. Минимален размер на приходите

Третата главна цел на управлението на резерва изисква приходите за едногодишен инвестиционен хоризонт да надхвърлят всички разходи на БНБ, т. е. $\Delta B \geq 0$ за една година. Ако приемем, че **нетният ефект на кредитор от последна инстанция** през годината е нула, от (**) следва:

$$\begin{aligned} & [\text{Ефект на валутния курс}] + [\text{Ефект на пазарната стойност на активите}] \geq \\ & \geq [\text{Ефект на пазарната стойност на пасивите}] + \\ & + [\text{Нетни оперативни и инвестиционни разходи на БНБ}] \geq H. \end{aligned}$$

Следователно необходимо е да се постигне определена минимална възвръщаемост (в зависимост от размера на резерва) с много висока степен на сигурност (например 95%), като едновременно с това се полагат усилия за максимизиране на очакваната възвръщаемост (с цената на по-висок риск). При определени предположения за стойността на **ефекта на валутния курс** при „най-лош“ сценарий изведеното неравенство имплицитно налага втора горна граница на **лихвения риск** на валутния резерв (изискването за „пълно покритие“ налага първото ограничение, вж. по-горе). За различните мерки на риска тази граница може да бъде изразена в различни форми.

За да се постигне третата главна цел, без това да попречи на изпълнението на останалите цели¹¹, дирекция „Ковчежничество“

¹¹ Обърнете внимание, че портфейли от ценни книжа с фиксиран доход могат да генерират приемлива положителна възвръщаемост за едногодишен период, но могат да имат нереализирана отрицателна възвръщаемост (заплашваща пълното покритие на пасивите) през първите няколко месеца.

на БНБ е разработила подходящ метод за стратегическо структуриране на активите (бенчмаркинг). Методът е съобразен с основните стратегически въпроси, разгледани по-горе. Интересно е, че поне засега първото ограничение на лихвения риск (наложено с изискването за „пълно покритие“) е по-слабо. При настоящия размер на резерва то е по-малко ограничително от наложеното с изискването за „минимален размер на приходите“. **По този начин валутният резерв е структуриран в съответствие с бенчмарк, който гарантира стабилността на паричния съвет дори при „най-лош“ сценарий.**

VI. Изводи

Паричният съвет в България притежава основните характеристики на ортодоксален паричен съвет, но неговото устройство е по-гъвкаво предвид банковата криза, предхождаща въвеждането му. Независимо от това той дава на българската икономика същите предимства като тези на ортодоксалния паричен съвет, тъй като повечето различия по-скоро засилват, отколкото подкопават доверието в него.

Устройството на паричния съвет може да се доближи в по-голяма степен до ортодоксалния подход чрез:

- плащане на лихви върху резервите на търговските банки;
- промяна на метода за обявяване на основния лихвен процент;
- премахване на възможността за покупка на злато с национална валута.

Обменните канали във финансовата система на паричния съвет в България се различават от тези на ортодоксален паричен съвет и на централна банка. Тъй като всички средства на правителството се депозират в управление „Емисионно“, паричната маса целенасочено или не се влияе от бюджетните операции на вътрешния пазар. Това обаче може би представлява най-доброто решение за стабилността на финансовата система (поне до създаването на ефективен финансов пазар в България) независимо от обстоятелството, че Министерството на финансите до определена степен може да провежда операции на паричната политика.

Стабилността на паричния съвет в България зависи от размера на депозита на управление „Банково“ в управление „Емисионно“. Изведеното основно уравнение изразява взаимната зави-

симост между факторите, които влияят върху размера на депозита на управление „Банково“. То може да бъде използвано за три основни цели:

1. за проверка на бъдещата стабилност на паричния съвет в България посредством симулиране на сценарии за всички фактори (включително и „най-лош“ сценарий);

2. за налагане на ограничения (лимита) върху величината на един фактор посредством задаване на очакваните величини на останалите фактори (т. е. управление на риска);

3. за анализ и обяснение на промените в размера на депозита на управление „Банково“ в последователните баланси на управление „Емисионно“ посредством измерване на величината на всеки отделен фактор.

Анализът на уравнието води до заключението, че операциите по управление на резерва имат ключова роля за стабилността на паричния съвет:

- максималната стойност, която може да бъде изложена на риск за целите на управление на резерва, трябва да бъде строго ограничена в зависимост от първоначалния размер на депозита на управление „Банково“, предстоящите лихвени плащания по пасивите, оперативните и инвестиционните разходи на БНБ и желания размер на средствата, достъпни за кредитор от последна инстанция;

- трябва да се наложат адекватни ограничения върху падежната структура на валутните резерви, за да се избегне реализирането на загуби при посрещането на задължения;

- стойността, изложена на риск за целите на управление на резерва, трябва да бъде строго ограничена в съответствие с изискването за постигане на излишък на приходите над разходите за едногодишен инвестиционен хоризонт с много висока степен на сигурност.

За постигането на тези цели в дирекция „Ковчежничество“ на БНБ е разработен подходящ метод за стратегическо структуриране на активите и конструиране на бенчмарк. Валутните резерви са структурирани в съответствие с бенчмарк, който гарантира стабилността на паричния съвет в България дори и при „най-лош“ сценарий.

Литература

- Avramov, R.** (1999) The Role of a Currency Board in Financial Crises: The Case of Bulgaria. *BNB Discussion Papers*, No. 6.
- Balino, J.T., C. Enoch** (1997) Currency Board Arrangements: Issues and Experiences. *Washington IMF Occasional Paper No. 151*.
- Hanke, S., K. Schuler** (1994) Currency Boards for Developing Countries. ICS Press. San Francisco.
- Enoch, C., A. Gulde** (1997) Making a Currency Board Operational. *Washington IMF Paper on Policy Analysis and Assessment* 97/10.
- Gray, S., G. Hoggarth** (1996) Introduction to Monetary Operations. *Bank of England Handbooks in Central Banking*, No. 10.
- Gulde, A.** (1999) The Role of the Currency Board in Bulgaria's Stabilization. *Washington IMF Policy Discussion Paper* 99/3.
- Latter, T.** (1996) The Choice of Exchange Rate Regime. *Bank of England Handbooks in Central Banking*, No. 2.
- Minassian, G., M. Nenova, V. Yotzov** (1998) The Currency Board in Bulgaria. GorexPress, S. (in Bulgarian).
- Mishkin, F.** (1992) The Economics of Money, Banking and Financial Markets. Third Edition. Harper Collins Publishers. New York.
- Nenovsky, N., K. Hristov** (1998) Financial Repression and Credit Rationing under Currency Board Arrangement for Bulgaria. *BNB Discussion Papers*, No. 2.
- Nenovsky, N., K. Hristov, B. Petrov** (1999) Two Approaches to Fixed Exchange Rate Crises. *BNB Discussion Papers*, No. 4.
- Osband, K., D. Villanueva** (1992) Independent Currency Authorities: An Analytic Primer. *Washington IMF Working Papers*, vol. 40, No. 1, pp. 202 – 216.
- Schwartz, A.** (1993) Currency Boards: Their Past, Present and Possible Future Role. Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy 39, North-Holland, pp. 147 – 187.
- Yotzov, V., N. Nenovsky, K. Hristov, I. Petrova, B. Petrov** (1998) The First Year of the Currency Board in Bulgaria. *BNB Discussion Papers*, No. 1.

ДИСКУСИОННИ МАТЕРИАЛИ

DP/1/1998 Първата година на Паричния съвет в България

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

Николай Неновски, Калин Христов

DP/3/1999 Стимули за инвестициите в България: оценка на нетния данъчен ефект върху държавния бюджет

Добрислав Добрев, Бойко Ценов, Петър Добрев, Джон Ърст

DP/4/1999 Два подхода към кризите на фиксираните курсове

Николай Неновски, Калин Христов, Борис Петров

DP/5/1999 Моделиране на паричния сектор в България, 1913 – 1945 г.

Николай Неновски, Борис Петров

DP/6/1999 Паричен съвет и финансови кризи – опитът на България

Румен Аврамов

DP/7/1999 The Bulgarian Financial Crisis of 1996 – 1997

Zdravko Balyozov

DP/8/1999 Икономическата философия на Фридрих Хайек (100 години от рождението му)

Николай Неновски

DP/10/1999 Паричните режими и реалната икономика (Емпиричен тест преди и след въвеждането на паричен съвет в България)

Николай Неновски, Калин Христов

DP/11/1999 The Currency Board in Bulgaria: The First Two Years

Jeffrey B. Miller

DP/12/2000 Fundamentals in Bulgarian Brady Bonds: Price Dynamics

Nina Budina, Tzvetan Manchev

DP/13/2000 Изследване на парите в обращение след въвеждането на паричния съвет в България (трансакционно търсене, натрупване, скрита икономика)

Николай Неновски, Калин Христов