



БЪЛГАРСКА НАРОДНА БАНКА

**Паричната политика и  
икономиката: петте години на  
българския паричен съвет**

---

**Мартин Заимов  
Калин Христов**

Март 2003 г.

# ДИСКУСИОННИ МАТЕРИАЛИ

Редакционен съвет:

Председател: Гарабед Минасян

Членове: Георги Петров

Николай Неновски

Виктор Йоцов

Секретар: Людмила Димова

© Българска народна банка, март 2003 г., поредица

**ISBN 954-9791-57-2**

Одобрено за издаване през октомври 2002 г.

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) 9145 1351, 9145 1271, 981 1391

Факс: (+ 359 2) 980 2425, 980 6493

e-mail: Dimova.L@BNBank.org

www.bnb.bg

# Съдържание

---

<b>I. Увод .....</b>	<b>5</b>
<b>II. Ролята на паричната политика .....</b>	<b>5</b>
Реалистичният възглед .....	5
Паричният съвет .....	9
<b>III. Координацията на паричната и фискалната политика .....</b>	<b>18</b>
Взаимодействие между паричната и фискалната политика .....	18
Паричният съвет и заблудата за ограничния потенциал на фискалната политика .....	21
<b>IV. Паричният съвет, външната търговия и     платежният баланс .....</b>	<b>26</b>
<b>V. Икономическата активност .....</b>	<b>35</b>
<b>VI. Финансовият сектор .....</b>	<b>37</b>
<b>VII. Предизвикателства и препоръки .....</b>	<b>41</b>

---

*\* Мартин Заимов е подуправител на БНБ до февруари 2003 г. Калин Христов е съветник на подуправителя на БНБ, e-mail: hristov.k@bnbank.org.*

*Този анализ бе изготвен от М. Заимов и К. Христов през април и май 2002 г. Неоценима помощ ни бе оказана от колегите от отдел „Анализи“ на дирекция „Ковчезничество“ Б. Петров, П. Пандушев и М. Карчева, както и от Ц. Цалински, Р. Стоянова и К. Германов, предоставили ни данни, за което им благодарим. Коментари по първоначалния вариант на материала получихме от К. Станчев, Л. Богданов, И. Михов, Г. Ганев, Я. Костова, Г. Петров, Н. Георгиев, J. Hawkins, S. Tschinkel, С. Трифонов и Н. Неновски, за което им изказваме нашата благодарност. Грешките и пропуските в този материал са изцяло отговорност на авторите.*

## І. Увод

Икономическото развитие на България в последните години се разглежда като изцяло определено от въведения в средата на 1997 г. режим на паричен съвет. Изминалите пет години от действието му ни дават възможност да оценим ефекта на този режим на парична политика върху икономиката на страната и да опишем предизвикателствата, пред които той е изправен в средносрочен период.

Представените по-долу статистически данни и съпътстващите ги разсъждения са в ясна подкрепа на избора за въвеждането на паричен съвет в България, направен от българските политици с подкрепата на борда на МВФ.

Изложението е построено, както следва. В част втора е представено едно реалистично виждане за ролята на паричната политика, както и анализ на тази политика през последните пет години и обобщение на постигнатите резултати. В част трета анализираме връзката между паричната и фискалната политика, като очертаваме промените във фискалната политика след въвеждането на паричния съвет и повишената ѝ ефективност. В част четвърта се представя връзката между паричния съвет, външната търговия и платежния баланс, като се представят условията за устойчивост на платежния баланс при фиксиран валутен курс. В пета част разглеждаме динамиката на икономическата активност и промените в структурата на добавената стойност през последните пет години. Част шеста анализира промените в банковия сектор след въвеждането на паричния съвет. Накрая представяме някои предизвикателства, пред които е изправен българският паричен съвет в средносрочен период.

## ІІ. Ролята на паричната политика

### *Реалистичният възглед<sup>1</sup>*

Десетилетието на преход от централно планирана към пазарна икономика в страните от Централна и Източна Европа и тези от бившия Съветски съюз съвпадна с промяна на общоприетото

---

<sup>1</sup> Дефиницията „реалистичен възглед“ за паричната политика заимстваме от Ларс Свенсон. За подробно представяне вж. **Svensson, L.** (2001) *Independent Review of the Operation of Monetary Policy in New Zealand: Report to the Minister of Finance.*

виждане за икономическата политика и ролята на централната банка и паричната политика за развитието на икономиката на една страна. Виждането и практиката на макроикономическата политика през 90-те години на XX век се промени значително. Формиран бе консенсус, че основната цел на макроикономическата политика е да осигури „номинална котва“ за контрол върху инфлацията и инфлационните очаквания, да подпомага общата стабилност в стопанството и изграждането на благоприятна среда за устойчив дългосрочен икономически растеж и създаване на богатство в икономиката<sup>2</sup>. Паричната политика е част от икономическата политика и като такава нейните крайни цели в една или друга степен трябва да се покриват с целите на икономическата политика.

За относително дълъг период от време се считаше, че централната банка чрез паричната си политика може да влияе върху дългосрочния тренд на развитие на заетостта, дохода и инфлацията в икономиката. С други думи паричните власти могат да контролират както номиналните, така и реалните променливи, с което да постигат едновременно повече от една крайна цел. Както теорията, така и емпиричният опит показват, че стратегията на едновременно преследване на няколко цели на паричната политика, които в повечето случаи взаимно се изключват, води до негативни резултати. По-добрият подход е периметърът на паричната политика да се ограничи до постигането на ценова стабилност, като отделните страни възприемат различна институционална рамка, гарантираща им постигането на тази цел.

Високите и колебливи темпове на инфлация създават несигурност и водят до неефективно разпределение на ресурсите в икономиката, засягайки както количеството, така и качеството на инвестициите, които са определящи за дългосрочния икономически растеж и социалния просперитет.

Тези негативни ефекти на инфлацията върху икономическия растеж се проявяват по няколко начина.

---

<sup>2</sup> За задълбочено представяне на формирания през 90-те години на XX век консенсус по отношение на новите принципи на икономическата политика вж. **Allsopp, C., D. Vines** (2000) *The Assessment: Macroeconomic Policy, Oxford Review of Economic Policy, Vol. 16, No. 4, p. 1–32.*

- Високите темпове на инфлация водят до неефективно разпределение на ресурсите в икономиката.
- Високата инфлация кара икономическите агенти да търсят начини да се защитят от нея или да се ангажират в спекулативни дейности, вместо да насочат усилията си към създаване на богатство.
- Високата инфлация има сериозни социални последици, тъй като защитата от нея изисква повече специализирани знания, каквито групите с най-ниски доходи обикновено не притежават. В допълнение високите темпове на инфлация водят до масирано преразпределение на богатство – процес, който протича без санкция от политически орган.
- Високата и колеблива инфлация пречи на домакинствата и фирмите да планират бъдещата си дейност. Силно негативен е ефектът върху инвестициите, които са определящи за дългосрочните темпове на икономически растеж.
- Високите и колебливи номинални лихвени проценти насочват капиталите в икономиката към краткосрочни, високорискови и спекулативни инвестиции.

Данните в таблица 2.1. потвърждават валидността на описаните по-горе аргументи и за българската икономика в периода 1991–2001 г. Високите темпове на инфлация са съпроводени със значителни изкривявания на стимулите, което води до насочване на спестяванията към високорискови спекулативни проекти, недостатъчно инвестиции в икономиката, ниски темпове на икономически растеж, високи нива на инфлационен данък и ангажиране на банковата система в спекулативни операции.

Поддържането на ниска и стабилна инфлация е най-големият принос, който паричната политика може да има по отношение на общата икономическа политика, ориентирана към постигането на високи и стабилни темпове на икономически растеж и заетост.

Таблица 2.1.

## НЕГАТИВНИ ЕФЕКТИ НА ИНФЛАЦИЯТА

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Инфлация (%)	473.9	79.5	63.8	122.0	32.7	311.6	547.7	1.6	6.9	11.3	4.8
Растеж на БВП (%)	-11.7	-7.3	-1.5	1.8	2.1	-10.9	-6.9	3.5	2.4	5.8	4.0
Инвестиции (дял от БВП, %)	18.2	16.2	13.0	13.8	15.3	13.5	11.0	13.0	15.1	15.7	17.7
Инфлационна данъчна ставка (%)*	82.6	44.3	39.0	54.9	24.6	75.7	84.6	1.6	6.5	10.1	4.6
Инфлационен данък (дял от БВП, %)	12.2	6.6	4.0	5.3	1.8	10.6	10.5	0.2	0.7	1.1	0.6
Лихвен процент**	п.а.	п.а.	п.а.	п.а.	79.8	300.2	209.8	14.1	13.5	12.2	11.7
Колебливост на лихвения процент***	п.а.	п.а.	п.а.	п.а.	29.5	337.8	276.9	0.6	0.7	1.2	1.3
Нетни приходи от курсови разлики (дял във финансовия резултат на търговските банки преди данъчно облагане, %)	п.а.	п.а.	142.9	236.8	35.7	11.8	316	-8.9	9.9	7.9	11.8

\* Инфлационната данъчна ставка дефинираме като  $GTR = [CPI\ inflation / (100 + CPI\ inflation)] \times 100$  и тя е измерител на инфлационния данък върху държането на парични баланси. Тази данъчна ставка може да се колебае между 0 % и 100 %. За по-детайлно представяне вж. **Masson, P., M. Savastano, S. Sharma** (1997) *The Score of Inflation Targeting in Developing Countries, IMF Working Paper WP/97/130*.

\*\* Използваме средногодишния лихвения процент по краткосрочните кредити.

\*\*\* Колебливостта в целия материал ще измерваме чрез стандартното отклонение.

Източник: БНБ и НСИ.



## Парижният съвет

Въвеждането на паричния съвет в средата на 1997 г. бе придвижване от ситуация на множественост на целите на централната банка към една-единствена цел – постигане на ценова стабилност<sup>3</sup>. Стратегията на паричната политика след 1997 г. е основана на:

- Ясно и експлицитно поддържане на фиксиран курс на лева към еврото, с което се постига ниска и стабилна инфлация. Външна ценова стабилност, която служи за постигане на вътрешна ценова стабилност.
- Яснота и прозрачност, които дават възможност за непрекъснат мониторинг от страна на икономическите агенти и възможност за търсене на отговорност от провеждащите паричната политика чрез замяна на националната с резервна валута.
- Забрана за отпускане на пряк кредит за правителството с изключение на случаите, в които тези средства се използват за покупки на специални права на тираж от Международния валутен фонд.
- Ясен механизъм, при който се прилага функцията на кредитор от последна инстанция, и невъзможност за свръхизползване на тази функция от страна на централната банка, с което да се застраши ценовата стабилност в страната.
- Независимост на Управителният съвет на централната банка от правителството, постигнато благодарение на обществената нагласа, нормативното устройство и личните качества на членовете му.

Последователността, предвидимостта и прозрачността на тази стратегия на парична политика създадоха необходимата за икономиката номинална котва, която стабилизира инфлационните очаквания. В периода след 1997 г. България постигна най-ниските и стабилни темпове на инфлация, съчетани с най-високите и устойчиви темпове на икономически растеж от началото на икономическите реформи (вж. графика 2.1.).

В периода 1998–2001 г. темповете на инфлация и на растеж на БВП са съпоставими с тези в останалите страни от Централна и Източна Европа (вж. таблица 2.2.).

<sup>3</sup> Практически основната задача на БНБ бе дефинирана по един и същ начин както в стария закон за БНБ от 1991 г., така и в този от 1997 г.

Графика 2.1.

## ИНФЛАЦИЯ И ИКОНОМИЧЕСКИ РАСТЕЖ

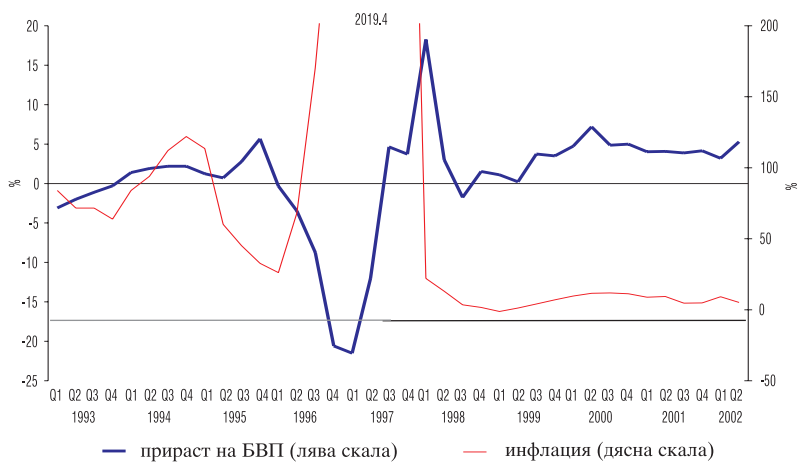


Таблица 2.2.

## ИНФЛАЦИЯ И ИКОНОМИЧЕСКИ РАСТЕЖ (1998–2001 г.)

(%)

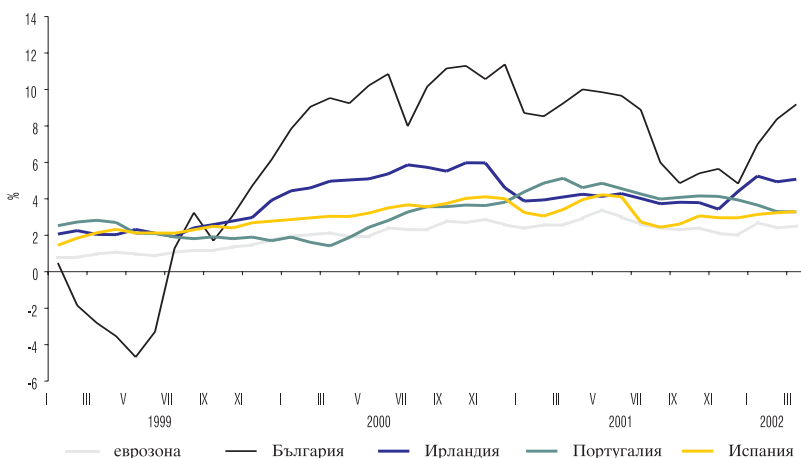
Страна	Инфлация		Прираст на БВП	
	Средна	Колебливост	Средна	Колебливост
България	5.8	4.3	3.9	1.4
Естония	5.3	1.1	3.9	3.3
Латвия	2.8	0.7	4.5	2.6
Литва	1.6	0.9	2.3	4.2
Полша	7.8	2.5	3.7	1.2
Румъния	41.3	10.5	-0.8	4.3
Словакия	8.8	3.8	2.8	1.0
Словения	7.9	1.0	4.0	1.3
Унгария	9.6	1.9	4.7	0.4
Чехия	4.5	1.8	0.9	2.8

Източник: IMF International Financial Statistic.

Същевременно след въвеждането на паричния съвет реализираната инфлация е по-висока от тази в европейския Икономически и паричен съюз (ИПС). Реализираните инфлационни диференциали в голяма степен са определени от различията в структурата и гъвкавостта на икономиките. Те не са породени от монетарни фактори и не създават перманентни инфлационни очаквания у населението, които да отклоняват значително и за продължителни периоди темповете на инфлация в България от тези в еврозоната (вж. графика 2.2.).

Графика 2.2.

## ТЕМПОВЕ НА ИНФЛАЦИЯТА В БЪЛГАРИЯ И ЕВРОЗОНАТА



Необратимото фиксиране на лева към еврото създава идентични икономически условия на тези при пълноправно членство в европейския Икономически и паричен съюз. Това означава, че инфлационните диференциали между България и еврозоната имат същия ефект върху икономиката на страната, както инфлационните диференциали между отделните страни членки и общата инфлация в еврозоната.

Графика 2.2. представя темповете на инфлация в еврозоната, България и три от страните с най-високи темпове на инфлация в европейския Икономически и паричен съюз. Инфлационният диференциал на България с еврозоната е близък по мащаб с този в трите разглеждани от нас страни, въпреки дългия процес на конвергенция, през който те са преминали и който предстои да бъде

извървян от българската икономика. Трябва да се отчита фактът, че в годината на въвеждане на паричния съвет равнището на цените в България е около 25% от това в Европейския съюз<sup>4</sup>.

Обемът на валутните резерви на страната (на централната банка и банковата система) нараства устойчиво след въвеждането на паричния съвет, достигайки безпрецедентни за българската икономика нива (вж. графика 2.3.). Често се поставя въпросът, дали това е най-ефективният начин за използване на тези ресурси. С други думи дали инвестирането на тези ресурси във вътрешни активи няма да има по-благоприятно влияние върху българската икономика от акумулирането на високи международни резерви. Валутните резерви осигуряват четири основни функции за икономиката, ползите, от които са по-големи от пропуснатите възможности от инвестирането във вътрешни активи<sup>5</sup>.

- *Първо*, при съществуващия режим на паричен съвет валутните резерви са номиналната котва, с която е свързано предлагането на банкови и налични пари.
- *Второ*, свръхрезервите над паричните задължения на БНБ, включително и фискалният резерв, могат да се разглеждат като буфери, чрез които да се поемат външни и вътрешни за икономиката шокове. В този смисъл ролята на валутния резерв е стабилизационна<sup>6</sup>.
- *Трето*, валутните активи са източник на ликвидност в чуждестранна валута, която текущо обслужва трансакциите на икономическите агенти и правителството.
- *Четвърто*, валутните резерви са необходими на страната (правителството и частния сектор) поради неперфектния достъп на българската икономика до международните капиталови пазари.

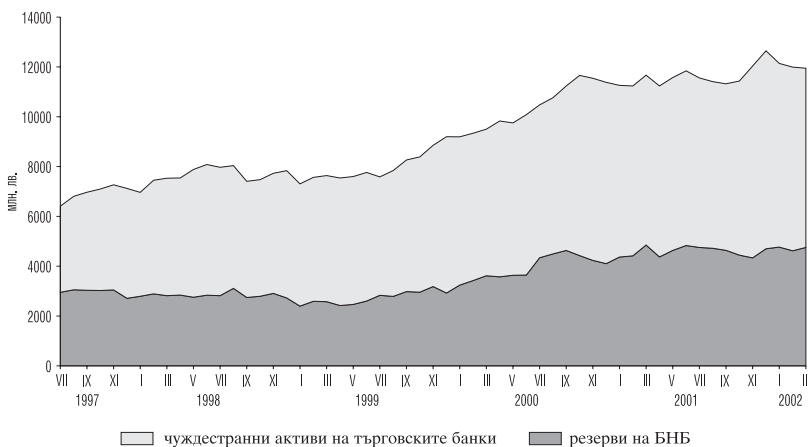
<sup>4</sup> Вж. НСИ. Програма за международни сравнения между ОИСР, Евростат, други международни организации и националните статистически служби.

<sup>5</sup> За задълбочена дискусия по въпроса за оптималното за една икономика ниво на международните валутни резерви вж. **Flood, R. and N. Marion** (2002) Holding International Reserves in an Era of High Capital Mobility. *IMF Working Paper WP/02/62*; **Lane, P. and D. Burke** (2001) The Empirics of Foreign Reserves. *Open Economies Review* 12, p. 423–434.

<sup>6</sup> За стабилизиращата роля на международните резерви вж. **Clark, P.** (1970) Optimum International Reserves and the Speed of Adjustment. *The Journal of Political Economy*, Vol. 78, Issue 2, p. 356–376.

Графика 2.3.

## МЕЖДУНАРОДНИ ВАЛУТНИ РЕЗЕРВИ НА БЪЛГАРИЯ



Много често се изтъква аргументът, че фиксирането на валутния курс и съпроводената с това загуба на независимата парична политика и гъвкавост на макроикономическата политика ограничават възможността на страната да реагира с дискреционни инструменти на външни шокове, така че да неутрализира тяхното въздействие върху икономиката. Стопанската политика, свързана с изграждането на благоприятна среда за устойчив дългосрочен икономически растеж, е отговорност на правителството и тя не може да бъде ограничена от съществуването на фиксиран валутен курс. Либерализацията на пазарите, външната търговия, движението на капитали и дерегулацията на бизнеса трябва да бъде осъществена независимо от паричната политика на централната банка.

Пълната загуба на доверие в централната банка и провежданата от нея парична политика поставят под съмнение възможността в момента на въвеждането на паричния съвет да се изгради алтернативна стратегия, която да може да стабилизира икономиката и да гарантира постигането на ниски темпове на инфлация.

Подходът, илюстриращ най-добре ограничения кръг алтернативи, съществували в началото на 1997 г., е представянето на динамиката на инфлацията, динамиката на валутния курс, степента

на валутна субституция и темповете на икономически растеж в периода от 1991 г. до средата на 1997 г.

През този период България не успява да намали инфлацията до едноцифрени равнища, като има най-високите и колебливи темпове на инфлация от всички страни в процес на присъединяване към ЕС, съчетани с най-ниските средни темпове на растеж на БВП (вж. таблица 2.3.).

Нещо повече, след 1995 г. инфлацията нараства с темпове, близки до хиперинфлационни равнища, като темповете на нарастване на БВП са отрицателни.

Таблица 2.3.

## ИНФЛАЦИЯ И ИКОНОМИЧЕСКИ РАСТЕЖ (1991–1997 г.)

(%)

Страна	Инфлация		Прираст на БВП	
	Средна	Колебливост	Среден	Колебливост
България	237.4	219.1	-4.9	5.7
Естония	26.7	12.7	1.6	7.3
Латвия	20.9	11.0	-0.6	8.7
Литва	58.2	74.5	-2.1	10.3
Полша	32.2	16.5	3.5	4.8
Румъния	145.0	100.1	-1.6	7.6
Словакия	17.6	19.2	-0.11	8.3
Словения	66.0	94.0	0.84	5.63
Унгария	23.2	5.0	-0.75	5.5
Чехия	17.0	15.8	0.01	5.7

Източник: IMF International Financial Statistic.

Тези резултати отразяват сериозни трудности както в процеса на дефиниране на крайните цели на паричната политика, така и в процеса на нейното прилагане.

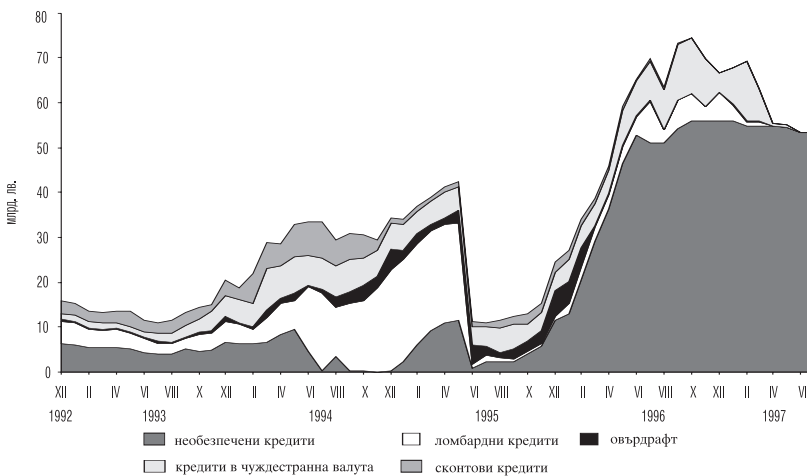
Използването на паричната политика като инструмент за изкуствено задържане нивото на реалния доход и заетостта в периода 1991–1997 г. единствено отлага процеса на трансформация и подкопава доверието в централната банка и възможността ѝ изобщо да провежда ефективна самостоятелна парична политика.

В допълнение към неправилно формулираните цели на паричната политика, стратегията на прилагането ѝ през периода 1991–1997 г., както и предлаганите алтернативи на паричния съвет не са вътрешно консистентни, последователни, разбираеми и прозрачни. Тази политика е основана на:

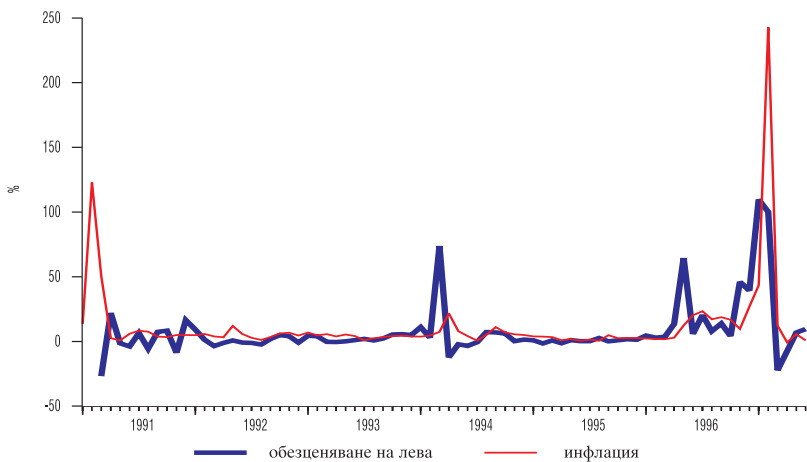
- Управлявано плаване на валутния курс без експлицитен ангажимент от страна на централната банка за ниво на валутния курс, което тя би поддържала и счита за съвместими с постигането на ценова стабилност.
- Стремех от страна на централната банка да контролира паричното предлагане (първоначално широките пари, а от есента на 1994 г. – резервните пари) без експлицитен ангажимент за постигане на определен темп на нарастване, който тя счита за съвместим с постигането на ценова стабилност.
- Използване функцията на кредитор от последна инстанция за подкрепа на неплатежоспособни банки, с което се създават очаквания за безусловна подкрепа на търговските банки, насърчавайки поемането от тяхна страна на по-големи рискове (морален риск). Непрозрачен механизъм за вземане на решение за обема на кредитирането от последна инстанция и банките, които получават подкрепа. В допълнение към това от началото на 1996 г. почти всички кредити за търговските банки са необезпечени (вж. графика 2.4.).
- Възможност за отпускане от централната банка на пряк кредит за правителството. Всяка година в периода 1991–1997 г. в противоречие със закона за БНБ централната банка отпуска дългосрочен пряк кредит на правителството (вж. таблица 3.1. за нетното финансиране на бюджета от централната банка).

При тези обстоятелства икономическите агенти насочиха вниманието си към най-прозрачната и лесно наблюдаема променлива, валутния курс. Обезценяването на националната валута се пренасяше за много кратки периоди и в пълна степен в цените на вносните стоки и в инфлационните очаквания, с което незабавно се включваше и в цените на вътрешните стоки и услуги. Темповете на инфлация се определяха в много голяма степен от очакванията за динамиката на валутния курс, като всеки процент на обезценяване на лева се пренасяше незабавно в цените на стоките и услугите, генерирайки очаквания за допълнително обезценяване (вж. графика 2.5.).

Графика 2.4.  
РЕФИНАНСИРАНЕ НА ТЪРГОВСКИТЕ БАНКИ



Графика 2.5.  
ОБЕЗЦЕНЯВАНЕ НА ЛЕВА И ТЕМПОВЕ НА ИНФЛАЦИЯ  
(1991–1997 г.)

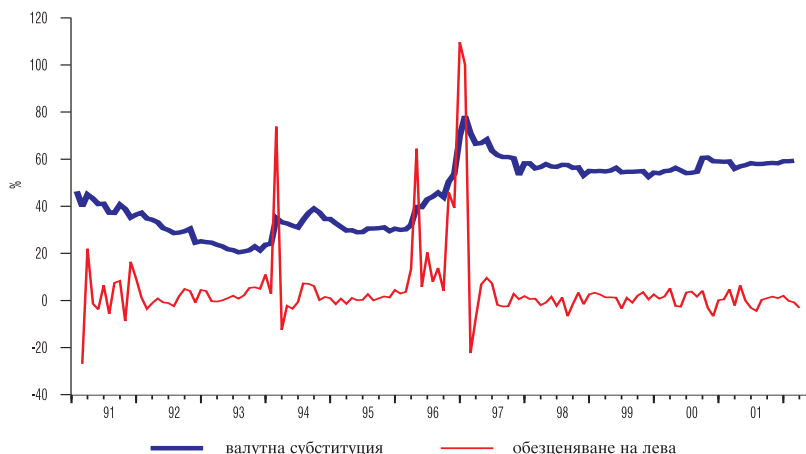




Всяко едно от по-големите обезценявания водеше до необратим процес на валутна субституция<sup>7</sup>, което допълнително ограничаваше възможността на централната банка да контролира паричното предлагане и инфлацията (вж. графика 2.6.).

Графика 2.6.

## ВАЛУТНА СУБСТИТУЦИЯ



Този процес имаше самовъзпроизвеждаща се динамика, като използването на изключително високи номинални лихвени проценти за намаляване на очакванията за обезценяване и инфлационните очаквания се разглеждаше по-скоро като сигнал за бъдещи по-високи темпове на инфлация и обезценяване на лева. Имайки предвид добре известния факт, че паричната политика действа със закъснение във времето (лагове), чиято дължина се мени, тази лихвена политика има единствено негативен ефект, трансформирайки ценовата нестабилност във финансова нестабилност. Високите номинални лихвени проценти автоматично превръщаха голяма част от кредитите в портфейлите на търговските банки в необслужвани, което поставяше под въпрос платежоспособността на банковата система и изискваше още по-голяма по обем подкрепа с необезпечено рефинансиране от страна на централната банка.

<sup>7</sup> Валутната субституция измерваме със съотношението на депозитите в чуждестранна валута към общия размер на депозитите в банковата система.

Паричният съвет е един много добър за България режим на парична политика, осигуряващ необходимата за икономиката ценова стабилност чрез предоставяне на отговорността за постигане на тази основна цел на законово и практически независима централна банка.

### III. Координацията на паричната и фискалната политика

Макроикономическата политика в съвременните условия изисква взаимодействие и съгласуваност между основните ѝ съставни части – парична и фискална политика. Фискалната политика разглеждаме като дългосрочна стратегия за управление на публичните приходи и разходи и постигане на устойчиви равнища на правителствения дълг.

#### *Взаимодействие между паричната и фискалната политика*

Същността на паричната политика е управлението на портфейл от дългове на правителството, емитирани за финансиране на бюджетните дефицити<sup>8</sup>. Ограниченията на паричната политика произтичат от невъзможността на паричната власт (централната банка) да контролира размера на портфейла от правителствени дългове, които трябва да управлява. Размерът на този портфейл се определя от фискалните власти, с други думи от тези, които определят размера на данъците и правителствените разходи<sup>9</sup>.

Възможността на централната банка да провежда ефективна парична политика (постигане на ценова стабилност) е сериозно ограничена при наличието на големи бюджетни дефицити, които изискват монетизиране на правителствения дълг. Това означава, че законовата независимост на централната банка не гарантира независимост на паричната политика от решенията на правителството.

---

<sup>8</sup> В най-широката си дефиниция дългът на правителството включва както ценните книжа, емитирани за финансиране на бюджетните дефицити, така и банкнотите и резервите, емитирани от централната банка, тъй като те са задължение на правителствения сектор към държателите им.

<sup>9</sup> За по-подробно представяне на взаимната зависимост между фискалната и паричната политика вж. **Sargent, T.** (1999) *A Primer on Monetary and Fiscal Policy. Journal of Banking and Finance* 23, p. 1463–1482.

Възможността централната банка да държи ценни книжа на правителството (придобивани чрез операции на открития пазар) е практически част от процеса на управление на портфейла от правителствени дългове чрез замяната на лихвоносен дълг на правителството (ДЦК) срещу нелихвоносен дълг (банкноти и банкови резерви). Въвеждането на паричен съвет е целенасочен отказ от страна на правителството да използва възможността да финансира разходите си чрез емисиите на централната банка. Това означава, че стабилността на паричния съвет в много голяма степен зависи от възможността на правителството да управлява бюджетния си дефицит и дълга по начин, който му дава достъп до пазарно финансиране. В момента, в който правителството няма достъп до пазарно финансиране на дефицита, то би прибягнало до емисия на пари (нелихвоносен дълг) и до използване на създадения сенъбраз, с което практически би отменило режима на паричен съвет. Тази проста логика определя взаимозависимостта между фискалната и паричната политика и обяснява важността на благоразумната фискална политика за устойчивостта на паричния съвет.

Между фискалната и паричната политика съществува взаимодействие, което не позволява категоричното им разделяне.<sup>10</sup> Еднакво важно е постигането на доверие както в паричната, така и във фискалната политика, което изисква времева последователност в действията, дългосрочна ориентираност и висока степен на координация. В този смисъл паричният съвет може да се разглежда като експлицитен ангажимент за поддържане на правила за парична политика, които предполагат провеждане на фискална политика, базирана на ниски бюджетни дефицити и устойчиви нива на правителствения дълг. Дисциплинирането на фискалната политика и постигането на висока степен на прозрачност в действията на правителството способства за повишаване на доверието от страна на икономическите агенти.

---

<sup>10</sup> За взаимодействието между монетарната и фискалната политика както при постигането на общите икономически цели, така и при изграждането на институционални и операционни процедури вж. **Laurens, B. and E. G. de la Piedra** (1998) *Coordination of Monetary and Fiscal Policies. IMF Working Paper WP/98/25.*

**Таблица 3.1.**  
**ФИНАНСИРАНЕ НА БЮДЖЕТНИЯ ДЕФИЦИТ**

(дял от БВП, %)

Показатели	1991	1992	1993	1994	1995	1996	Средно 1991–1996
Бюджетен дефицит	-3.6	-5.2	-10.9	-5.7	-5.6	-10.3	-6.9
Финансиране – нето	3.6	5.2	10.9	5.7	5.6	10.3	6.9
външно	-1.5	-0.8	-1.2	-0.5	-1.3	-2.8	-1.4
вътрешно, в т. ч.*	5.1	6.0	12.1	6.3	7.0	13.2	8.3
операции с ДЦК	п.а.	2.1	8.3	6.4	8.0	8.3	6.6
БНБ – нето	п.а.	5.2	3.5	1.5	-0.5	6.4	3.2
Приватизация**	0	0	0	0	0	0	0
Показатели	1997	1998	1999	2000	2001	2002***	Средно 1997–2002
Бюджетен дефицит	-2.9	1.0	-0.9	-1.0	-0.9	-0.8	-0.9
Финансиране – нето	2.9	-1.0	0.9	1.0	0.9	0.8	0.9
външно	0.0	-0.6	1.2	-1.5	-0.3	-1.2	-0.4
вътрешно, в т. ч.	2.9	-0.4	-0.3	1.2	0.6	0.2	0.7
операции с ДЦК	3.2	-1.1	-1.3	-1.1	-0.3	0.3	-0.1
БНБ – нето****	3.0	0.8	1.3	1.1	-1.2	-0.5	0.8
Приватизация	3.1	1.6	2.2	1.3	0.6	1.8	1.8

\* Разгледаните позиции не изчерпват всички източници на вътрешно финансиране. В таблица 3.1. представяме само тях, тъй като те са основните източници за финансиране и са най-пряко свързани с разглежданото от нас взаимодействие между паричната и фискалната политика.

\*\* От 2000 г. финансирането се състои от външно, вътрешно и приватизация, т. е. последната се разглежда като самостоятелна позиция.

\*\*\* Данните за 2002 г. са прогнозни.

\*\*\*\* След 1997 г. финансирането от БНБ представлява получените заеми по споразуменията с МВФ.

*Източник:* Министерство на финансите.

Таблица 3.1. представя финансирането на дефицита по консолидирания държавен бюджет от началото на прехода.

През периода 1991–1996 г. бюджетните дефицити са средно 6.9% от БВП, финансирани в голяма степен с пряк кредит от централната банка, което има силно инфлационен характер и поставя сериозни ограничения пред изпълнението на целите на паричната политика. След 1997 г. фискалната политика е ориентирана към ниски бюджетни дефицити, като средно за периода 1997–2002 г. те са около 1% от БВП. Отчитаното в бюджета финансиране от БНБ практически представлява получаваните трансше по споразуменията с МВФ. Съществуващият механизъм на

усвояване на кредитите от МВФ създава известна непрозрачност в начина за финансиране на бюджетния дефицит и противоречи на принципите на работа на модерните централни банки. Би следвало трансовете от МВФ да се получават пряко от Министерството на финансите и да се отразяват като външно финансиране.

### *Паризният съвет и забавдата за ограничения потенциал на фискалната политика*

Въвеждането на паричен съвет често се свързва с ограничаване възможността на правителството да провежда икономическа политика поради съкращаване на разполагаемия му доход вследствие на по-стриктните бюджетни ограничения, които трябва да съблюдава. Опитът на България от действието на паричния съвет през последните пет години показва, че практически този режим позволява по-голяма гъвкавост на правителството, увеличавайки разполагаемия му доход. Графика 3.1. представя приходите и разходите на правителството при постоянни цени<sup>11</sup> за периода 1992–2001 г. При коригиране на разходите на правителството с направените лихвени плащания по дълга, ясно се откроява изводът, че правителството разполага с устойчиво нарастващ ресурс за провеждане на икономически и социални програми в периода след 1997 г. (вж. също таблица 3.2.).

Паричният съвет дисциплинира фискалната политика и увеличи разполагаемия доход на правителството чрез:

- Намаление на лихвените плащания вследствие по-ниските и стабилни лихвени проценти. Лихвените плащания са намалени от средно 25.7% от общите разходи в периода 1991–1996 г. до 11.7% след 1997 г.
- Увеличение на данъчната база в резултат на относително високите и устойчиви темпове на икономически растеж след 1997 г.
- Увеличение на дела от БВП, който правителството изземва от икономиката и преразпределя чрез икономическата и социалната си политика<sup>12</sup>. През периода 1991–1997 г. при-

<sup>11</sup> За базова година е взета 2000 г., като приходите и разходите са дефлирани със средногодишните индекси на потребителските цени.

<sup>12</sup> Тук ние не защитаваме позицията, че големият дял от БВП, който се изземва и преразпределя от правителството, е положителен показател за една икономика.

ходите на бюджета са средно 38.7% от БВП, а след 1997 г. са средно 39.1% при непрекъснато нарастващ размер на БВП<sup>13</sup>. Разходите, коригирани с лихвените плащания, са средно 34% от БВП преди 1997 г. и 35.4% след въвеждането на паричния съвет.

Ниските бюджетни дефицити и отрицателното нетно финансиране на правителството освобождават ресурси за кредитиране на частния сектор от страна на банките. Налице е обратна тенденция на ефекта на изтласкване (*crowding-out*), като след 1997 г. намалява кредитът за правителството и нараства този за частния сектор (вж. графика 6.3.).

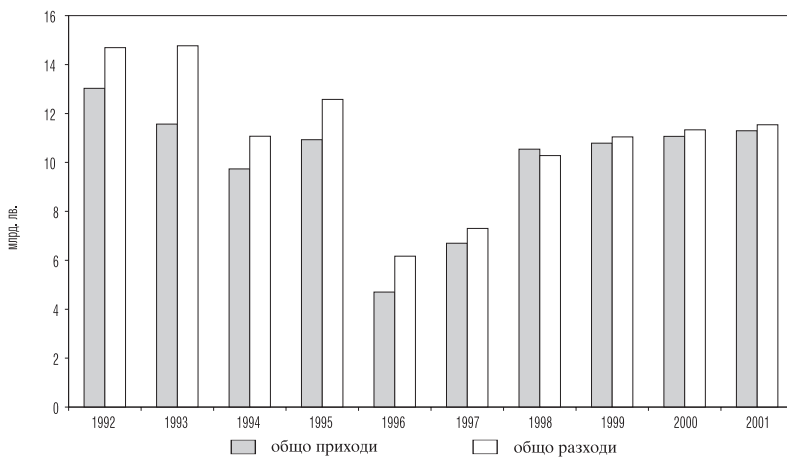
Променената фискална политика в периода след въвеждането на паричния съвет е отразена и в динамиката и структурата на правителствения дълг. Размерът на дълга в абсолютно и относително изражение трябва да се разглежда в динамика като се отчитат промените в структурата на икономиката и потенциала за неговото обслужване в средносрочен и дългосрочен период. За различните икономики, които са поставени при различни условия, устойчивото ниво на дълг е специфично и не бива да се генерализира. То се влияе от кредитната история, дисциплината във фискалния сектор, взаимодействието между реален растеж,

Това, което отбелязваме, е че паричният съвет не ограничава възможността на правителството да провежда икономическа и социална политика. Въпросът за това, каква част от дохода в една икономика трябва да се изземва и преразпределя от правителството, е обект на по-широка дискусия, която предстои да бъде проведена в нашето общество.

<sup>13</sup> Тук влияние може да оказва и повишената данъчна събираемост след въвеждането на паричния съвет. На практика не разполагаме с еднозначен количествен измерител за данъчната събираемост, за да можем да оценим влиянието на този фактор. Използваният показател за данъчна събираемост – отношението на действителните приходи към заложените по план в бюджета приходи – е ненадежден, което се определя от склонността към подценяване размера на данъчните приходи при прогнозирането им. Това от своя страна намалява риска от получаване на по-голям от желания дефицит и осигурява по-голяма дискреция на правителството в рамките на одобрения от парламента бюджет. В допълнение при достигане на по-висока от прогнозираната в макрорамката на бюджета инфлация автоматично се получава по-висока данъчна събираемост. Всяко едно правителство има склонността да прогнозира по-ниска инфлация, с което получава по-високи приходи в номинално изражение, даващо му по-голяма дискреция, неодобрена всъщност от парламента. Тази практика трябва да бъде прекратена, като процесът на прогнозиране на макрорамката стане по-прозрачен и правителството (Министерството на финансите) публикува и публично разясни модела за прогнозиране на макроикономическите показатели, които се използват за съставяне бюджета на сраната.

Графика 3.1.

### ПРИХОДИ И РАЗХОДИ НА БЮДЖЕТА (в реално изражение)



бюджетен дефицит и плащания по дълга<sup>14</sup>. Преди 1997 г. бяха достигнати много високи и неустойчиви съотношения както на външния, така и на вътрешния правителствен дълг спрямо БВП (вж. таблица 4.3.). Високата инфлация обезцени вътрешния дълг, но при съществуващата силна зависимост между темповете на инфлация и валутния курс и неблагоприятната структура на дълга с темповете, с които се обезценяваше вътрешният дълг, нарастваше външният.

Ситуацията след въвеждането на паричен съвет се промени в посока към постоянно намаляване на дълга спрямо БВП. Поради големия дял на външния дълг въпросът е не само във възможността на правителството да събира данъчни приходи, с които да обслужва този дълг и да има достъп до ново финансиране, но и в способността на икономиката да генерира чуждестранна валута. Последователната макроикономическа политика след 1997 г. осигури достъп на страната до международните кредитни пазари въпреки лошата кредитна история на България от началото на

<sup>14</sup> Вж. **Mussa, M.** (2002) *Argentina and the Fund: From Triumph to Tragedy*, Policy Analyses in International Economics 67. Institute for International Economics, May 2002 за дискусия относно нивото и динамиката на аржентинския правителствен дълг и значимостта на този показател за колапса на аржентинския паричен съвет.

90-те години на миналия век, което дава по-голяма гъвкавост на правителството<sup>15</sup>.

Фискалната дисциплина не е samozараждащ се процес, а логически се свързва с необходимост от оптимизация на бюджетната процедура. Промените в тази посока са свързани с намалението както на броя на извънбюджетните фондове от над 1000 през 1998 г. до 10 през 2002 г., така и на първостепенните разпоредители с бюджетни кредити – от около 130 през 1997 г. до по-малко от 30 през 2001 г. с цел по-доброто планиране и изпълнение на бюджета.

Таблица 3.2.

## РАЗПОЛАГАЕМ ДОХОД НА ПРАВИТЕЛСТВОТО

Показатели	1991	1992	1993	1994	1995	1996	Средно 1991–1996
Бюджетен дефицит	-3.6	-5.2	-10.9	-5.7	-5.6	-10.4	-6.9
Приходи	40.4	40.5	39.4	41.8	37.3	32.9	38.7
Разходи	44.0	45.6	50.3	47.6	42.9	43.2	45.6
Лихвени плащания							
дял от БВП, %	6.3	6.5	9.4	13.5	14.1	19.5	11.6
дял от общите разходи, %	14.3	14.1	18.7	28.5	33.0	45.5	25.7
Разходи минус лихвени плащания	37.7	39.1	40.9	34.1	28.8	23.7	34.0
Прираст на БВП, %	-11.7	-7.3	-1.5	1.8	2.1	-10.9	-4.6

Показатели	1997	1998	1999	2000	2001	2002*	Средно 1997–2002
Бюджетен дефицит	-2.9	1.0	-0.9	-1.0	-0.9	-0.8	-0.9
Приходи	32.2	39.8	40.7	41.4	40.0	40.5	39.1
Разходи	35.1	38.8	41.6	42.4	40.8	41.3	40.0
Лихвени плащания							
дял от БВП, %	8.3	4.3	3.8	4.0	3.7	3.3	4.6
дял от общите разходи, %	23.7	11.0	9.1	9.6	9.1	7.9	11.7
Разходи минус лихвени плащания	26.8	34.5	37.8	38.4	37.1	38.0	35.4
Прираст на БВП, %	-6.9	3.5	2.4	5.8	4.0	4.0	2.1

\* Данните за 2002 г. са прогнозни.

Източник: Министерство на финансите.

<sup>15</sup> В действителност България има лоша кредитна история още от началото на ХХ век.



Таблица 3.3.

## ПРАВИТЕЛСТВЕН ДЪЛГ

Показатели	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Вътрешен дълг (млн. лв.)	17.4	38.3	111.0	273.7	345.4	1 052.6
БВП (млн. лв.)	135.7	200.8	298.9	525.6	880.3	1 761.2
<b>Вътрешен дълг/БВП (%)</b>	<b>13</b>	<b>19</b>	<b>37</b>	<b>52</b>	<b>39</b>	<b>60</b>
Външен дълг (млн. щ. д.)	10 452.6	10 404.9	9 928.0	10 254.2	9 122.6	8 735.9
Външен дълг (млн. лв.)	228.0	254.8	324.7	677.0	645.0	4 257.4
<b>Външен дълг/БВП (%)</b>	<b>168</b>	<b>127</b>	<b>109</b>	<b>129</b>	<b>73</b>	<b>242</b>
Общо дълг (млн. лв.)	245.4	293.1	435.7	950.7	990.4	5 310.0
<b>Общо дълг/БВП (%)</b>	<b>181</b>	<b>146</b>	<b>146</b>	<b>181</b>	<b>113</b>	<b>302</b>

	1997	1998	1999	2000	2001	2002*
Вътрешен дълг (млн. лв.)	2 780.5	3 101.7	2 963.3	1 767.2	1 860.5	2 065.8
БВП (млн. лв.)	17 432.6	22 421.1	23 790.4	26 752.8	29 618.1	33 049
<b>Вътрешен дълг/БВП (%)</b>	<b>16</b>	<b>14</b>	<b>12</b>	<b>7</b>	<b>6</b>	<b>6</b>
Външен дълг (млн. щ. д.)	8 743.9	9 283.8	9 070.1	8 969.8	8 512.6	8 500
Външен дълг (млн. лв.)	15 533.5	15 551.3	17 658.3	18 853.7	18 891.6	17 850
<b>Външен дълг/БВП (%)</b>	<b>89</b>	<b>69</b>	<b>74</b>	<b>70</b>	<b>64</b>	<b>54</b>
Общо дълг (млн. лв.)	18 314.0	18 653.0	20 621.6	20 620.9	20 752.1	19 915.8
<b>Общо дълг/БВП (%)</b>	<b>105</b>	<b>83</b>	<b>87</b>	<b>77</b>	<b>70</b>	<b>60</b>

\* Данните за 2002 г. са прогнозни.

Източник: БНБ.

Създаването на единна сметка при БНБ, която обединява средствата на бюджетните и извънбюджетните фондове, допринася за по-добър контрол и управление на ликвидността. Акумулиран е фискален резерв, който е индикатор за способността да се посрещат плащанията по дълга и може да се използва в случай на непредвидени обстоятелства (по-високи от очакваните разходи, свързани със структурната реформа, лихвени плащания, по-ниско външно финансиране).

Рационализирането на публичните услуги, намаляването на натиска спрямо бюджета и неблагоприятната демографска тенденция към застаряване на населението изискват промени в доста чувствителните от социална гледна точка сектори на пенсионното и здравното осигуряване, чийто старт се наблюдава в периода след въвеждането на паричния съвет.

Въпреки явния напредък в областта на публичните финанси е необходимо реформите да продължат. Ниските фискални дефицити се постигат на база намаляване на разходите и покриване предимно на тези, които имат неотложен характер, като средно-

срочните и дългосрочните често се отлагат. Фискалната политика е фокусирана главно върху данъците, като очакваните приходи се използват за твърдо ограничение пред размера на разходите. Прилагат се основно стабилизационни мерки и липсва ясно формулирана дългосрочна стратегия за изразходване на публичните средства, която политика е потенциален източник на фискални рискове.

#### IV. Паричният съвет, външната търговия и платежният баланс

Стратегията на провеждане на паричната политика в относително малка степен влияе върху структурата на външната търговия и динамиката на платежния баланс на една страна. Конкурентоспособността на икономиката зависи от множество фактори, които определят възможността ѝ да изнася стоки и услуги и да привлича капитали. Следването на стратегия на парична политика, която да осигурява стабилност на цените, косвено допринася за увеличаване конкурентоспособността на икономиката.

Връзката между паричната политика, структурата на външната търговия и динамиката на платежния баланс се определя от политиката на валутен курс.

По принцип плаващите валутни курсове дават по-голяма свобода за реакция при настъпването на външни шокове, поради което от гледна точка на намаляване колебанията в обема на външната търговия и платежния баланс са най-подходящата валутна политика. Тя обаче не създава търговия и не влияе върху дългосрочната тенденция на развитие на външната търговия<sup>16</sup>.

Фиксираните валутни курсове не осигуряват гъвкавостта на плаващите курсове, но те насърчават международната търговия (т. е. създават търговия), облекчавайки размяната на стоки и услуги вследствие на намалените трансакционни разходи<sup>17</sup>. С други

<sup>16</sup> Чисто теоретично съществува частен случай, в който продължителното обезценяване на националната валута може да осигурява конкурентни предимства на страната, без да има обратен ефект върху производствените разходи и цените на экспортните стоки. Практически този ефект се проявява само в много кратък период, като в средносрочен и дългосрочен времеви хоризонт продължителното обезценяване намалява обема на външната търговия и влошава платежния баланс.

<sup>17</sup> За подробно представяне на ефекта на създаване на търговия при фиксиран валутен курс и паричен съюз вж. **Rose, A.** (2000) *One Money, One Market: Estimant*

думи от гледна точка на обема на външната търговия фиксираният валутен курс влияе положително върху дългосрочния тренд, създавайки търговия между страните, чиито валути са фиксирани.

Фиксираните валутни курсове много често водят до продължителни надценявания на реалния валутен курс<sup>18</sup>, което в определени случаи оказва влияние върху конкурентоспособността на експорта,<sup>19</sup> като се измества ефектът от създаването на търговия към вноса на стоки и услуги. Това е един от факторите, определящ дефицита по търговския баланс на страната, наред с необходимостта от привличане на чуждестранни капитали и вноса на инвестиционни стоки поради ниското ниво на капитал и технологичната изостаналост.

Напълно в съзвучие с тези разсъждения след въвеждането на паричния съвет платежният баланс се отличава с дефицит по търговската и текущата сметка, както и с излишъци от търговията с услуги и текущите трансфери. Механичното и в много голяма степен повърхностно обяснение на тази тенденция се основава на виждането, че фиксираният валутен курс води до намаляване на конкурентоспособността на експорта, пораждайки продължителни дефицити. Обяснението на динамиката на българския платежен баланс изисква при разглеждането му да се отчитат следните основни тенденции в икономиката:

- След 1997 г. България следва политика на либерализация на движението на капитали от и към страната и интеграция в световните финансови пазари, което значително уве-

---

ing the Effect of Common Currencies on Trade. *Economic Policy*, Vol. 15, Issue 30, p. 7–46; **Glick, R., and A. Rose** (2002) Does Currency Union Affect Trade? The Time Series Evidence. *European Economic Review* 46, p. 1125–1151.

<sup>18</sup> Съществува виждане, много красноречиво защитавано от Steve Hanke, че при паричен съвет е невъзможно надценяване на реалния валутен курс – т. е. ако курсът на една валута към друга е необратимо фиксиран то реален е единствено този фиксиран курс.

<sup>19</sup> Обикновено реалният валутен курс и надценяването се оценяват чрез паритета на покупателната способност (PPP), което не е най-добрият начин за измерване отклонението на реалния валутен курс от равновесното му положение. За описание на недостатъците на PPP като измерител на реалния валутен курс и конкурентоспособността на икономиката вж. **Rogoff, K.** (1996) The Purchasing Power Parity Puzzle. *Journal of Economic Literature*, Vol. 43, Issue 2, p. 647–668; **Driver, R. and P. Westaway** (2001) Concepts of Equilibrium Real Exchange Rates. *Bank of England Working Paper*.

личава възможността ѝ да привлича капитали и финансира дефицити по текущата си сметка.

- След 1997 г. бе осъществена безпрецедентна по мащабите си приватизация, която привлече чуждестранен капитал в страната и постави основите за допълнителен приток на капитали в средносрочен и дългосрочен период.
- Десетилетието на преход към пазарна икономика в България бе съпроводено с износ на човешки капитал от страната, което от гледна точка на платежния баланс е източник на непрекъснат и нарастващ поток на текущи трансфери към България<sup>20</sup>.
- Стабилизацията на икономиката и икономическият растеж доведоха до нарастване нивото на инвестициите в стопанството и до съпровождащия го внос на инвестиционни стоки.
- Тенденцията към намаляване значимостта на промишлеността и нарастване дела на услугите в БВП определя все по-голямата значимост на износа на услуги за динамиката на текущата сметка.

Основно внимание предизвиква динамиката на външната търговия. Анализите често са подчинени на архаичното меркантилно разбиране, че търговията със стоки следва да бъде в излишък, за да има страната ползва от нея. През изминалия петгодишен период се формираха следните основни тенденции във външната търговия:

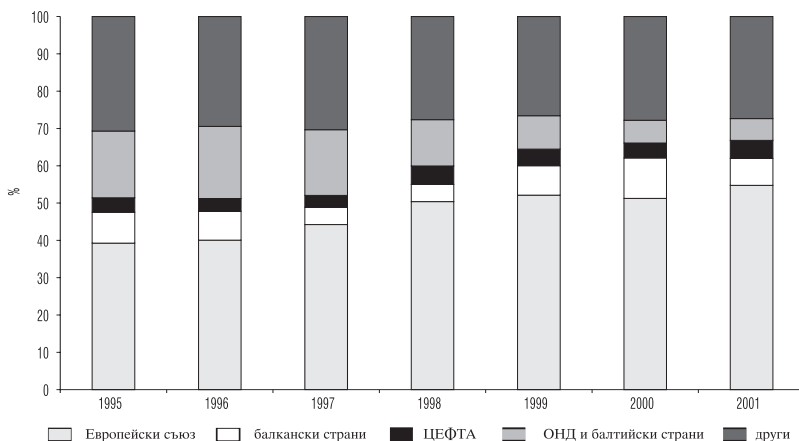
- Фиксираният валутен курс повлия значително на географската структура на външната търговия, преориентирайки търговските потоци към страните от Европейския съюз и страните – членки на ЦЕФТА, при намаляване дела на страните от ОНД (вж. графика 4.1.). Съществува потенциал за допълнително нарастване на външната търговия с ЕС след пълното отпадане на митническите и тарифните ограничения между България и страните от ЕС (среднопоретеглената митническа ставка спрямо вноса бе намалена от 8.5% през 2000 г. на 7% през 2001 г. Прогнозната сред-

<sup>20</sup> Тук нямаме за цел да разглеждаме общия ефект за икономиката в краткосрочен и дългосрочен период от износа на човешки капитал от страната. Концентрираме се само върху ефекта на този процес върху динамиката на платежния баланс.

нопретеглена митническа ставка за 2002 г. е допълнително съкратена до 6.5%). Присъединяването на страните от Централна Европа към ЕС ще разшири допълнително този пазар, създавайки по-голям потенциал за търсене на български експортни стоки.

Графика 4.1.

## ГЕОГРАФСКА СТРУКТУРА НА ИЗНОСА

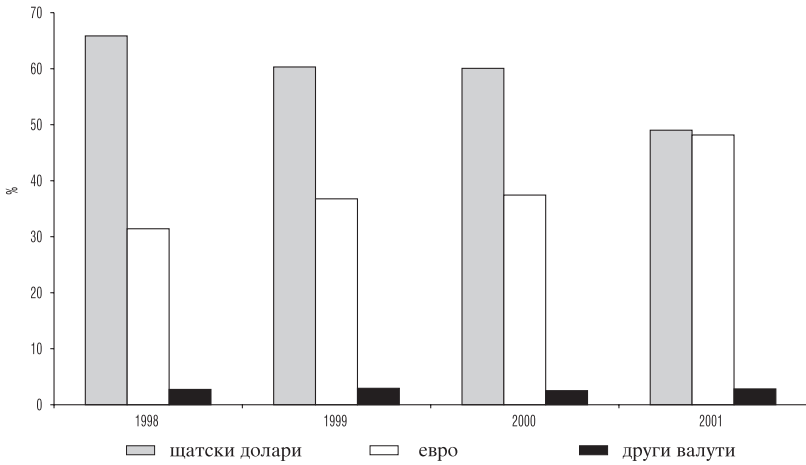


- Промяната в географската ориентация определи и промяната във валутната структура на външната търговия. Фиксираният курс създава имплицитна застраховка, с което се намалява валутният риск и трансакционните разходи, преориентирайки фактурирането от американски долари в евро (вж. графика 4.2.). Потенциалът за задълбочаване на тази тенденция е ограничен от това, че цените на основните суровини, метали и химически изделия се котират на международните пазари в щатски долари. Евентуалното налагане на еврото като световна валута би дало тласък за допълнителна преориентация на фактурирането на българската външна търговия към тази валута, съкращавайки допълнително валутният риск и трансакционните разходи.

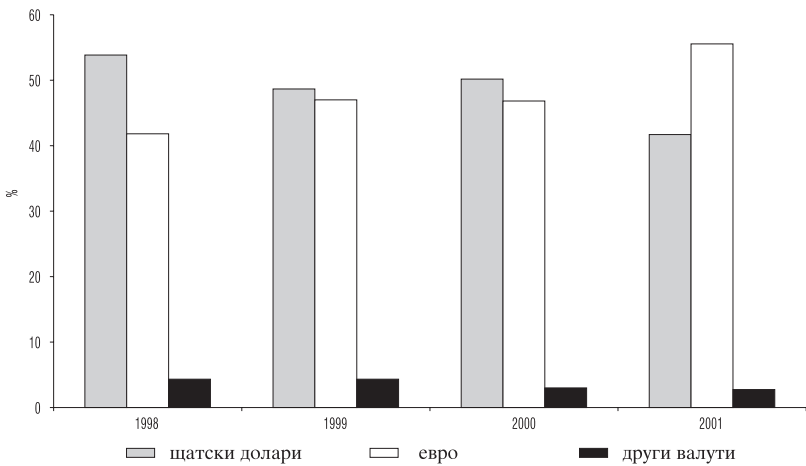
Графика 4.2.

**ВАЛУТНА СТРУКТУРА НА ВЪНШНАТА ТЪРГОВИЯ**

**ИЗНОС**



**ВНОС**



- Промени се продуктовата структура на външната търговия. Стабилизацията на икономиката, икономическият растеж и нарастването на инвестициите увеличиха значително дела на инвестиционните стоки в структурата на вноса (вж. графика 4.3.). В средносрочен и дългосрочен период това създава потенциал за нарастване на експортния капацитет на страната.<sup>21</sup> Свива се делът на енергийните ресурси вследствие на увеличена енергийна ефективност на стопанството и по-малкото значение на преработващата и тежката промишленост в структурата на икономиката. Нарастването на разполагаемия доход и породеното увеличение на потреблението след 1997 г. води до нарастване дела на потребителските стоки в структурата на вноса. Тук важна роля играе много по-лесният достъп до потребителски кредит, което засилва търсенето на потребителски стоки<sup>22</sup>.

Графика 4.4. отразява динамиката на текущата сметка и нейните компоненти за периода 1995–2001 г. След 1997 г. се формира продължителен търговски дефицит като резултат от непрекъснатия растеж на вноса на инвестиционни и потребителски стоки. Търговският дефицит в голямата си част (около 65%) се покрива от положителния баланс на услугите и текущите трансфери. Това отразява тенденцията към увеличаване значението на услугите в структурата на БВП и непрекъснатия износ на човешки капитал от страната, който трансферира доход към България.

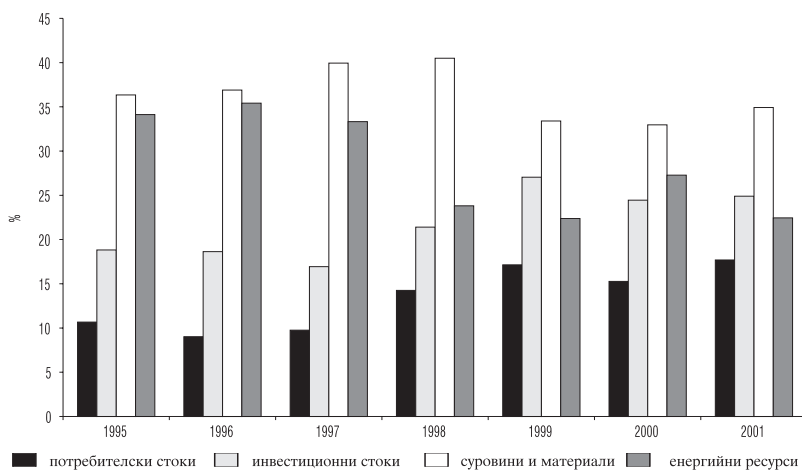
Остатъкът от дефицита по търговската сметка, който не се

<sup>21</sup> Разбира се този ефект в много голяма степен зависи от това, дали вносните инвестиционни стоки се използват за производството на търгуеми или на нетъргуеми стоки. Практически не разполагаме с информация в кои сектори на икономиката се насочват внесените инвестиционни стоки, за да можем да дадем оценка как нараства експортният потенциал вследствие на по-високия внос на такива стоки. Експлицитно се допуска, че инвестиционните стоки се насочват към секторите на икономиката, произвеждащи търгуеми стоки поради относително малкия размер на вътрешния пазар. За представяне на връзката между вноса на инвестиционни стоки и конкурентоспособността на износа вж. **Mody, A. and K. Yilmaz** (2002) *Imported Machinery for Export Competitiveness. The World Bank Economic Review, Vol. 16, No. 1, p. 23–48.*

<sup>22</sup> От началото на 2001 г. до първото тримесечие на 2002 г. корелацията между темповете на нарастване на вноса на потребителски стоки и потребителския кредит е 1. Разбира се високата корелация не е гаранция за съществуването на причинно-следствена връзка между кредита за домакинствата и вноса на потребителски стоки. Малък коинтеграционен модел с корекция на грешката на вноса на потребителски стоки за периода след 1997 г. показва, че кредитът за домакинствата е значим за темповете на нарастване на вноса на потребителски стоки.

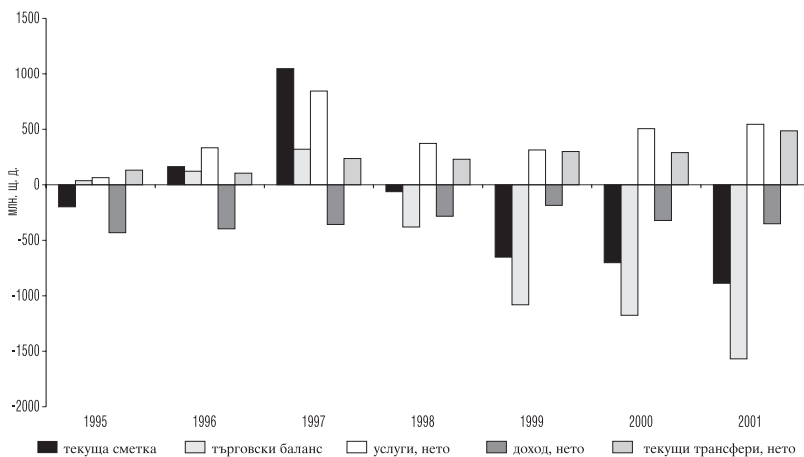
Графика 4.3.

## ПРОДУКТОВА СТРУКТУРА НА ВНОСА



Графика 4.4.

## ДИНАМИКА НА ТЕКУЩАТА СМЕТКА

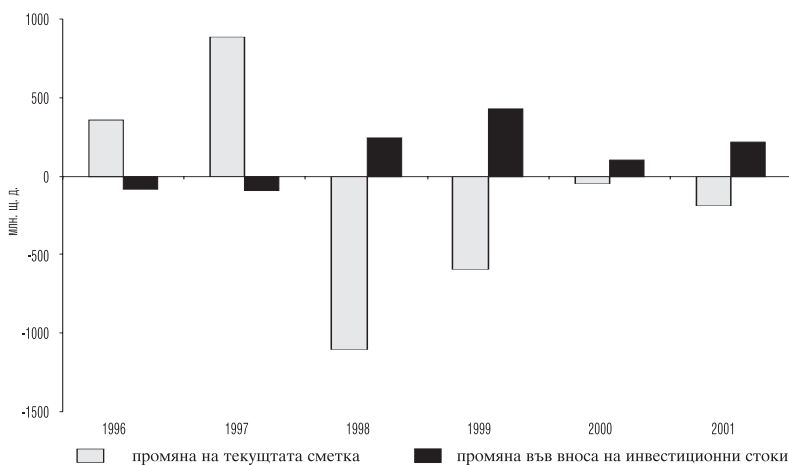




финансира от положителния баланс на услугите и текущите трансфери, е равен на вноса на инвестиционни стоки. С други думи относително високият търговски дефицит след 1997 г. в много голяма степен е породен от по-големите инвестиции в икономиката през този период. Практически годишното нарастване на търговския дефицит след 1997 г. е равно на годишното увеличение на вноса на инвестиционни стоки (вж. графика 4.5.).

Графика 4.5.

### ДЕФИЦИТ ПО ТЕКУЩАТА СМЕТКА И ВНОС НА ИНВЕСТИЦИОННИ СТОКИ



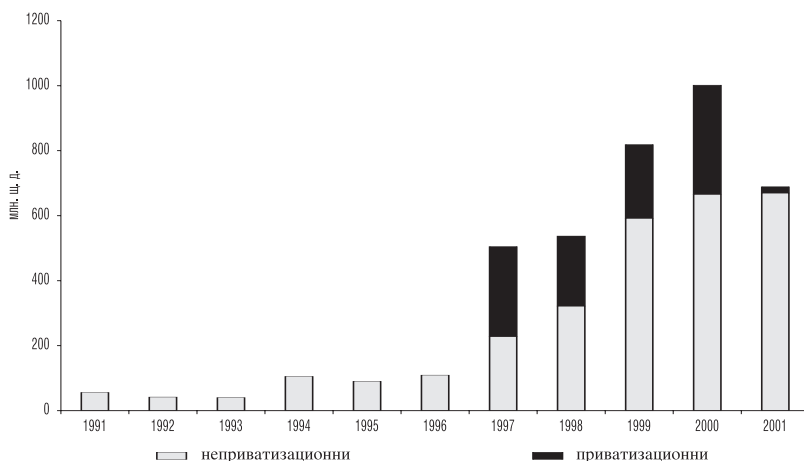
С акумулирането на капитал в икономиката пределната му доходност ще намалява, което ще доведе до съкращаване на темповете на нарастване на инвестициите и спад на вноса на инвестиционни стоки. По-високите нива на инвестиции и натрупването на капитал в икономиката допълнително увеличават експортния потенциал на стопанството, което ще доведе до промяна в тренда на развитие на търговския баланс.

Като аргумент в подкрепа на тезата за неустойчивостта на платежния баланс се използва твърдението, че дефицитът по текущата сметка се финансира предимно с приходи от приватизация, като след изчерпване възможностите на приватизацията

страната няма да може да привлича същия поток преки чуждестранни инвестиции<sup>23</sup>. Това би бил момент на криза на платежния баланс.

Внимателният анализ на обема и структурата на преките чуждестранни инвестиции показва, че след 1997 г. страната привлича голям обем директни инвестиции като доминиращата част са от неприватизационни трансакции (вж. графика 4.6.).

Графика 4.6.  
СТРУКТУРА НА ПРЕКИТЕ ЧУЖДЕСТРАННИ ИНВЕСТИЦИИ



Опитът от 2001 г., когато поради политическия цикъл приватизацията бе спряна, показва, че страната успя да привлече същия обем неприватизационни директни инвестиции въпреки съществуването на определена политическа несигурност. Това е доказателство за способността на икономиката да привлича чуждестранни капитали за финансиране на нуждата си от по-големи инвестиции.

Това, което ще е определящо в средносрочен период за устойчивостта на платежния баланс, са темповете, с които нарастват преките чуждестранни инвестиции в страната. Както се вижда от

<sup>23</sup> За описание на факторите, определящи движението на капитали към преходните икономики вж. **Garibaldi, P., N. Mora, R. Sahay and J. Zettelmeyer** (2001) *What Moves Capital to Transition Economies? IMF Staff Papers, Vol. 48, Special Issue, p. 109–145.*

графика 4.6. България успя да достигне през 1999 г. и да задържи през следващите две години относително високо равнището на неприватизационни директни инвестиции (средно за трите години 640 млн. щ. д.). Данните обаче показват забавяне в темповете им на нарастване, което представлява реален риск за устойчивостта на платежния баланс при запазване темповете на нарастване на инвестициите в икономиката. Разумната политика на правителството би следвало не да стимулира износа чрез различни правителствени програми, а да създава среда за привличане на директни инвестиции в икономиката (данъчна политика, ефективност на администрацията и съдебната система, качество на човешкия капитал)<sup>24</sup>. Друга важна положителна страна на преките инвестиции, е че те стават проводник на нова корпоративна култура, знания и способности за управление и спомагат за по-бързия трансфер на технологии към страната. Може би този невидим ефект на директните инвестиции е много по-важен за дългосрочните темпове на икономически растеж, отколкото видимият ефект, отразен в статистиката на платежния баланс.

## V. Икономическата активност

Множество фактори са определящи за структурата на една икономика и темповете на нарастване на дохода в нея, като паричната политика оказва единствено косвено влияние чрез постигането на ценова стабилност и ниски реални лихвени проценти. За разлика от периода преди 1997 г. в годините след това се реализират трайни положителни темпове на икономически растеж (вж. таблица 3.2. и графика 5.2.). Макар структурата на икономиката да се променя относително бавно, растежът на отделните отрасли и свързаната с него структура на добавената стойност показва някои ясни тенденции:

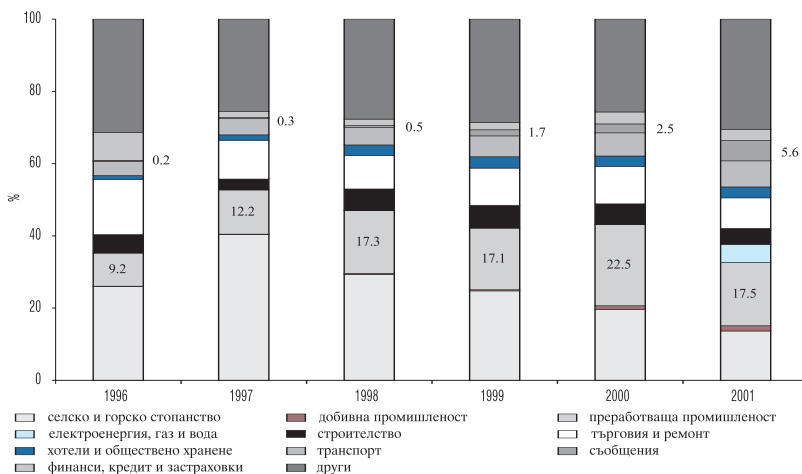
- Устойчиво намалява делът в добавената стойност на селското, горското стопанство и добивната промишленост, като все още остава много над нивата им в развитите страни. Делът на селското и горското стопанство намалява от

<sup>24</sup> Прекрасен пример за неефективността на програмите за насърчаване на износа са опитите на *D. Cavallo* да стимулира аржентинския експорт чрез прилагането на така наречения „Competitiveness plans for different sectors“ част от който бе въвеждането на преференциален валутен курс за износителите.

40.3% през 1997 г. до 13.7 % в 2001 г. Преработващата промишленост се стабилизира на около 17%, като колебания в цените на продуктите водят до краткосрочно нарастване/намаляване дела на този сектор (вж. графика 5.1).

Графика 5.1.

## ДОБАВЕНА СТОЙНОСТ ПО ОТРАСЛИ



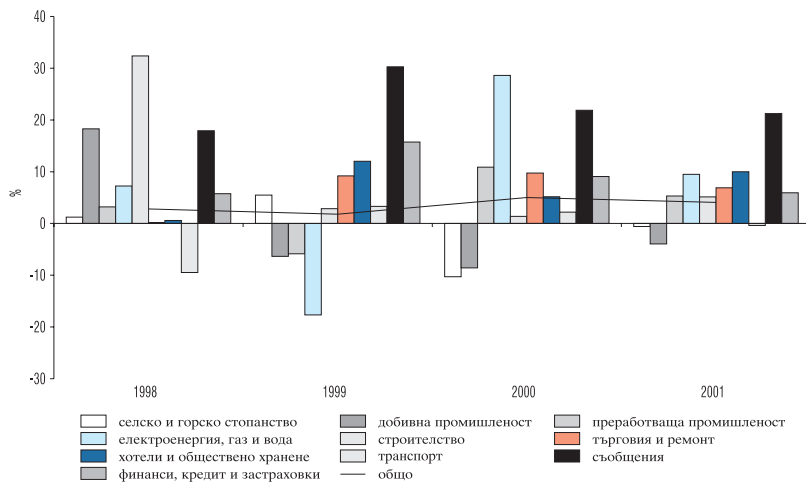
- Устойчиво нараства делът на услугите (хотели и обществено хранене, транспорт и съобщения). Най-динамично е нарастването дела на съобщенията (от 0.3% през 1997 г. на 5.6% през 2001 г.), което е породено от бума на мобилните, международните и интернет комуникациите.
- Туризмът показва устойчив растеж, като делът му в общата добавена стойност нараства от 1% на 3%.
- Стабилизирането на икономиката води до растеж на финансовите услуги, като делът на финансовия сектор достига 3% от общата добавена стойност.

Основният проблем, свързан с промяната в структурата на българската, а също така и световната икономика, е породената от тази промяна безработица. За нас единственото правилно решение е не забавяне, а ускоряване на отказа на държавата от участие в стопанските решения. Примерът на либералните икономики през последните 20 години е показателен за скоростта, с

която обществото създава работни места, при условие че са изградени гъвкави институции и ефективни пазари (*creative job destruction*)<sup>25</sup>.

Графика 5.2.

## ИКОНОМИЧЕСКИ РАСТЕЖ ПО СТОПАНСКИ ОТРАСЛИ



## VI. Финансовият сектор

Ролята на финансовия сектор и неговата структура за постигането на стабилен икономически растеж е недвусмислена<sup>26</sup>. Още през 1911 г. Й. Шумпетер аргументира хипотезата за ключовото значение на услугите, свързани с „мобилизирането на спестявания, оценката на инвестиционни проекти, управлението на рисковете, наблюдението на поведението на мениджърите и улесняването на трансакциите като основополагащи за технологичните иновации и постигане на икономически растеж“.

Централната банка може да подпомогне процеса на изграждане на ефективна финансова инфраструктура като:

- поддържа ниска и стабилна инфлация, която подпомага

<sup>25</sup> Вж. Greenspan, A. (1999) Maintaining Economic Vitality. Millennium Lecture Series sponsored by the Gerald R. Ford Foundation and Grand Valley State University, September 8.

<sup>26</sup> Вж. Levine, R. (1997). Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda. *Journal of Economic Literature*, Vol. 35, Issue 2, p. 688–727 за връзката между степента на финансово развитие и икономическия растеж.

- постигането на положителни реални лихвени проценти;
- дерегулира финансовите пазари и финансовите посредници;
  - косвено съдейства за създаването на законодателство, което осигурява ефективен механизъм за мотивация на спазващите правилата и санкции за тези, които не ги спазват;
  - спомага за създаване на условия за пълен мониторинг между финансовите посредници и техните клиенти. По този начин се използва пазарната дисциплина като ефективно средство за санкциониране.

Какво постигна БНБ в тази посока след въвеждането на паричния съвет през 1997 г.?

- БНБ сподели успеха в банковата приватизация, която се превърна в движеща сила за процеса на реструктуриране на финансовия сектор. В момента над 75% от активите на банковата система се управляват от банки с добра международна репутация.
- Приносът на БНБ в процеса на дерегулация на движението на капитал бе значителен. Бе дадена възможност на частния сектор да има свободен достъп до международните парични и капиталови пазари.
- БНБ изгради модерен банков надзор, който ефективно регулира банковия сектор и постигна много добра международна репутация<sup>27</sup>.

Към момента в България оперират 35 банки, чиито активи, отнесени към БВП, възлизат на 41%. Анализ на историческите равнища на този показател и сравнение с международните стандарти са възможни, но трябва да бъдат внимателно коригирани от перспективата за наследството и промените в структурата на банковата система. Директно показателят е несъпоставим с дан-

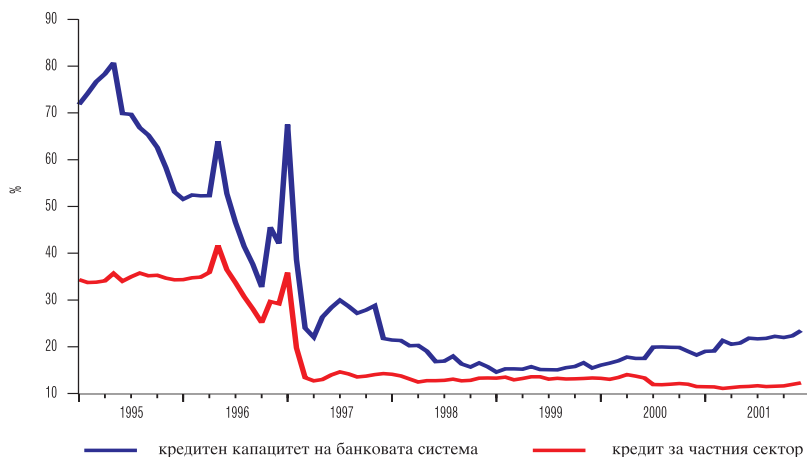
<sup>27</sup> Необходими са допълнителни промени в структурата и организацията на централната банка, за да бъде подготвена за успешно присъединяване към структурата на Европейската система на централни банки. Продължават да съществуват прекомерен брой йерархични нива както и множество отдели с дублиращи се функции. Това води до ниска ефективност и качество на работа на институцията, което създава допълнителни рискове. Подготовката за включване в еврозоната изисква коренна промяна в счетоводната политика и агентските функции на централната банка, промяна в стратегията на управление на резервите, промяна в трансакционните процедури с търговските банки и мерки за постигане на значително по-голяма интеграция на паричните и капиталовите пазари в еврозоната с тези на еврозоната.

ните преди 1997 г. Рязкото съкращаване на кредита за частния сектор в периода след финансовата криза от началото на 1997 г. се определя в много голяма степен от свиването на кредитния капацитет на банковата система (вж. графика 6.1.). Кредитният капацитет на търговските банки дефинираме като обща сума на пасивите на банковата система (плюс неразпределената печалба) минус минималните задължителни резерви, банкнотите и монетите в касите на търговските банки и собствения капитал.

След въвеждането на паричния съвет кредитният капацитет на търговските банки нараства с бавни темпове, като основният фактор е валутната структура на депозитите и движението на валутния курс евро/щатски долар. Кредитът за частния сектор нараства с устойчиви темпове, равни на темповете на растеж на икономиката и близки до темповете на нарастване на кредитния капацитет на банковата система.

Графика 6.1.

**КРЕДИТЕН КАПАЦИТЕТ НА БАНКОВАТА СИСТЕМА И  
КРЕДИТ ЗА ЧАСТНИЯ СЕКТОР КАТО ДЯЛ ОТ БВП<sup>28</sup>**



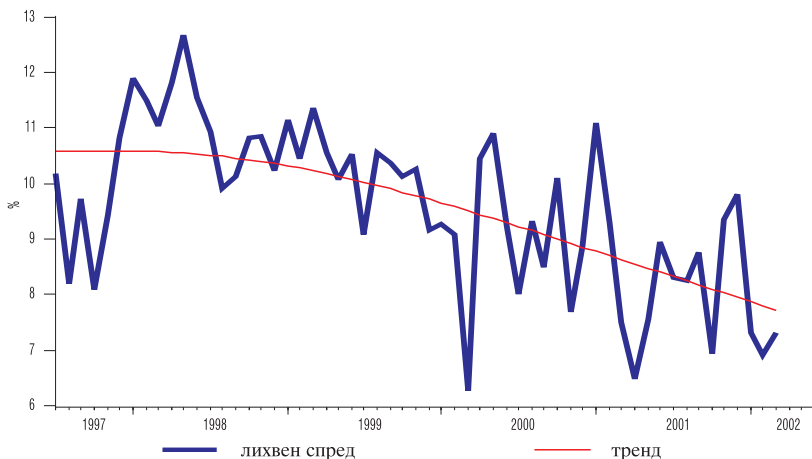
Лихвеният спред между кредитите и депозитите е традиционен измерител за ефективността на банковото посредничество. Високи стойности могат да бъдат признак за неефективност, породена от високи оперативни разходи, слаба конкуренция, висо-

<sup>28</sup> Кредитният капацитет на банковата система, кредитът за частния сектор и БВП са в реално изражение.

ки недоходоносни минимални задължителни резерви и наличие на строги правила за провизиране. От 1999 г. насам абсолютната стойност на спреда намалява, макар че темповете са бавни.

Графика 6.2.

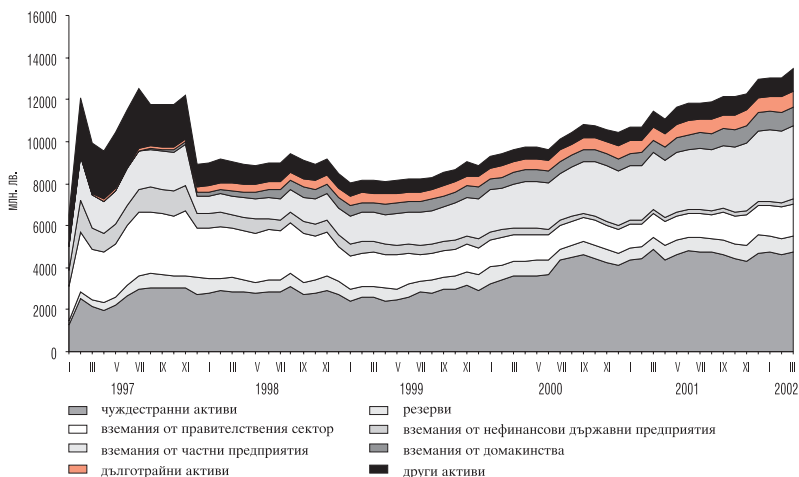
## ЛИХВЕН СПРЕД МЕЖДУ КРЕДИТИ И ДЕПОЗИТИ



Една от тенденциите, формирала се в банковата система след въвеждането на паричния съвет, е промяната в структурата на активите на търговските банки (вж. графика 6.3.). Кредитът за правителството се съкращава два пъти, освобождавайки ресурс за кредитиране на домакинствата и фирмите. Устойчиво нараства кредитът за частните предприятия, като средногодишните темпове на номинално нарастване са съответно 46% през 1999 г., 40% през 2000 г. и 25% през 2001 г. Делът на кредита за държавни предприятия бе съкратен значително вследствие на мащабния процес на приватизация и намаляването дела на държавните предприятия в добавената стойност. След въвеждането на паричния съвет домакинствата получиха достъп до кредитния пазар, като кредитите за домакинствата през последните пет години нараснаха от почти нулево равнище в средата на 1997 г. до 900 млн. лв. в началото на 2002 г. Значително нарасна делът на чуждестранните активи в структурата на активите на търговските банки. Това стана възможно след либерализацията на финансовата сметка на платежния баланс и премахване на ограничението за размера на откритите позиции в резервна валута.



Графика 6.3.  
СТРУКТУРА НА АКТИВИТЕ НА ТЪРГОВСКИТЕ БАНКИ



Често високият дял на чуждестранните активи (средногодишно 38% за 2001 г.) се разглежда като признак за невъзможността на банковата система да идентифицира печелившите инвестиционни проекти и за ниската и склонност към поемане на риск.

Същевременно съществува риск при рязка промяна на съотношението *външни/вътрешни активи* на банковата система. Финансовата стабилност и паричната политика могат да бъдат компрометирани от нарастване на лошите кредити в баланса на банковата система и инфлационно напрежение поради на увеличение на кредитния ресурс в страната и общото търсене на стоки и услуги в икономиката.

## VII. Предизвикателства и препоръки

Паричният съвет осигури необходимата за икономиката ценова стабилност. Като обобщение предлагаме неизчерпателен списък на средносрочните предизвикателства, пред които е изправена българската парична политика.

1. Режимът на паричен съвет изисква засилено внимание към фискалната политика, тъй като се очаква, че тя може да осигури приспособяване към неблагоприятни шокове.

Това налага прецизна оценка на рисковете пред нейното провеждане<sup>29</sup>. Основа на цялостната фискална стратегия е изготвянето, прилагането и спазването на държавния бюджет. Въпреки постигнатия напредък съществува необходимост от последващо развитие.

- A. Цитираното изследване акцентира върху необходимостта от промени в бюджетната процедура, която все още не е достатъчно ефективна. Наблюдава се дублиране на работата, създава се възможност за промени, след като бюджетът е бил одобрен от Народното събрание, регулативната рамка изглежда тромава, неустойчива, с недостатъчно дълъг времеви хоризонт на последователно прилагане.
  - B. Необходимо е да се оптимизира подготовката на бюджета чрез прилагането на съвременно бюджетно програмиране при засилване ролята на съответните министри в процеса на стратегическо вземане на решенията.
2. Бюджетният процес не изчерпва въпросите, стоящи за разрешаване от фискалната политика. Проблеми възникват от дефинирането на размера на държавните задължения и тяхната динамика във времето<sup>30</sup>. Често пренебрегвани фискални задължения са както тези, които се разглеждат като имплицитни и/или условни, така и онези, които имат средносрочен и дългосрочен характер.
- A. Бюджетите на общините, които имат важна роля при осигуряване на публични услуги в България, не биха могли да бъдат оставени да фалират. Фискална децентрализация при нарастващо социално неравенство; слаби управленски умения и недостатъчен опит в стратегическото планиране; липса на качествена инфраструктура (пътища и комуникации, комунални услуги) биха

<sup>29</sup> За теоретична база на оценката на фискалната политика и основните рискове, пред които е изправена, вж. **Polackova, H.** (1998) Government Contingent Liabilities a Hidden Risk to Fiscal Stability. *World Bank Policy Research Paper 1989*; **Hemming, R. and M. Petrie** (2000) A Framework for Assessing Fiscal Vulnerability. *IMF Working Paper WP/00/52*; **Chalk, N. and R. Hemming** (2000) Assessing Fiscal Sustainability in Theory and Practice. *IMF Working Paper WP/00/81*. Състоянието, рисковете и необходимите промени в процеса на бюджетниране са разгледани в: **Schiller, Brumby and Tanberg** (2001) Bulgaria: Continuing Budget Reform. *IMF Fiscal Affairs Department*.

<sup>30</sup> Вж. **Brixi, H. P., S. Shatalov and L. Zlaoui** (2000) Managing Fiscal Risk in Bulgaria. *World Bank Policy Research Working Paper 2282* за оценка на основните фискални рискове пред България.

могли да доведат до лавинообразно увеличаване на публичните дългове. Децентрализацията може да се приеме за правилна фискална стратегия само в случая на ясно дефиниране на функциите и отговорностите на местните и централния бюджети.

- В. Просрочените задължения към и на държавните предприятия могат да се разглеждат като източник на квазифискални дефицити.<sup>31</sup> Задължения към големите монополи (НЕК, БТК, Булгаргаз) се генерират също и от социално слаби групи от населението, което поставя под въпрос възможността за тяхното плащане.
- С. Реформаите в пенсионното и здравното осигуряване в дългосрочен план имат важно социално значение и предполагат имплицитни гаранции от страна на държавата, които биха утежили фиска при влошеното демографско състояние и неправилно планиране.
3. Кредитите за правителството, които съответстват на задълженията на БНБ по споразуменията с Международния валутен фонд. Тези кредити създават неяснота в отношенията между правителството и централната банка, ограничавайки независимостта на последната. Кредитирането на правителството от централната банка е нередно и противоречи на принципите, възприети в Икономическия и паричен съюз, което налага прекратяване на тази практика.
4. Централизацията на средствата на правителството в централната банка чрез изграждането на единната сметка подобрява управлението им посредством по-добрия контрол на Министерството на финансите. Липсва обаче ясна стратегия за това управление, която да е свързана с добре дефинирана стратегия за управление дълговете на правителството. Същевременно дизайнът на единната сметка потенциално, колкото и да е малко вероятно, позволява правителството да получава кредит от централната банка, което противоречи на принципа на паричния съвет. Техническата възможност правителството да бъде финансирано от централната банка при трудности с бюджетните приходи

<sup>31</sup> В новото споразумение с МВФ са посочени индикативни лимити за неизплатени задължения по данъци и социално осигуряване на списък от предприятия, като общата им сума е в размер на 683.1 млн. лв. към края на 2001 г., а през 2002 г. е предвидено тя да намалее с поне 120 млн. лв.

- ди трябва да бъде премахната.
5. В средносрочен период устойчивостта на платежния баланс ще се определя от темповете на нарастване на преките чуждестранни инвестиции в страната. Забавянето на тези темпове ще е реалния риск за устойчивостта на платежния баланс, а не динамиката на търговския баланс. Правителството следва приоритетно да създава среда за привличане на директни инвестиции в икономиката (данъчна политика, ефективност на администрацията и съдебната система, качество на човешкия капитал), а не да стимулира износа чрез различни правителствени програми.
  6. Високият дял на чуждестранните активи в баланса на търговските банки отразява ниската степен на риск, който банковата система е склонна да поема, инвестирайки във вътрешни активи. В средносрочен период определен риск за финансовата стабилност и паричната политика може да бъде създаден от много бърз процес на трансформация на чуждестранните активи на търговските банки във вътрешни. Това може да е съпроводено с нарастване на лошите кредити в баланса на банковата система и инфлационно напрежение вследствие увеличението на кредитният ресурс в страната и общото търсене на стоки и услуги в икономиката.
  7. Присъединяването на страната към Европейския съюз и впоследствие към Икономическия и паричен съюз предполага редица решения от стратегически, нормативен и функционален характер, касаещи централната банка, правителството и парламента.
    - А. На първо място страната трябва да направи стратегически избор за режима на валутен курс и паричната политика в преходния период след влизането в ЕС и преди пълноправното членство в Икономическия и паричен съюз. Докато едностранната евроизация е политически неприемлива за Европейската централна банка и Европейската комисия, паричният съвет е най-добрата алтернатива, съвместима с валутния механизъм (ERM II). Изграждането на достоверна алтернативна стратегия на парична политика е възможно, но ползите биха били неясни и несигурни. Възприемането на фиксиран валутен курс, колебаещ се в широк коридор ( $\pm 15\%$ ), би

създадо множество потенциални рискове за цената и финансовата стабилност на страната.

- В.** В процеса на преговорите по глава 11 (Икономически и паричен съюз) България се е ангажирала с приемането на конкретни промени, увеличаващи институционалната независимост на централната банка. Тези промени касаят управленската и бюджетната независимост на централната банка и взаимоотношенията ѝ с Министерството на финансите и изискват законодателни решения в закона за БНБ.
- С.** Непрекъснатата и бърза промяна на световната и европейската политика, икономика и финанси налагат неизбежно адаптиране на институциите, включително Европейската комисия и Европейската система на централни банки. За да бъде успешна българската парична политика централната банка трябва да притежава необходимата степен на гъвкавост (опит, умения и знания), даваща ѝ възможност да реагира адекватно на тези промени.

Изложените в този материал разсъждения и констатации за паричната политика в България през последните пет години са силно зависими от нашите възгледи за икономиката и света. При съгласие с тези възгледи би било неестествено да се предлагат промени във философията на паричната политика. С други думи нормалното развитие според нас предполага запазване на текущата парична политика до включването в паричната политика на еврозоната.

Друг извод би бил възможен при друго разбиране за света и икономиката. Този текст не си поставя за цел да обсъжда верността на различните светогледи. Целта му е да изрази ясни изводи при наличието на недвусмислена и категорична позиция.

## References

- Allsopp, C. and D. Vines** (2000) *The Assessment: Macroeconomic Policy, Oxford Review of Economic Policy*, Vol. 16, No. 4, pp. 1–32.
- Brixi, H. P., S. Shatalov and L. Zlaoui** (2000) *Managing Fiscal Risk in Bulgaria, World Bank Policy Research Working Paper 2282*.
- Chalk, N. and R. Hemming** (2001) *Assessing Fiscal Sustainability in Theory and Practice, IMF Working Paper WP/00/81*.
- Clark, P.** (1970) *Optimum International Reserves and the Speed of Adjust-*

- ment, *The Journal of Political Economy*, Vol. 78, Issue 2, pp. 356–376.
- Driver, R. and P. Westaway** (2001) Concepts of Equilibrium Real Exchange Rates, *Bank of England Working Paper* (forthcoming).
- Flood, R. and N. Marion** (2002) Holding International Reserves in an Era of High Capital Mobility, *IMF Working Paper* WP/02/62.
- Garibaldi, P. N. Mora, R. Sahay and J. Zettelmeyer** (2001) What Moves Capital to Transition Economies?, *IMF Staff Papers*, Vol. 48, Special Issue, pp. 109–145.
- Glick, R. and A. Rose** (2002) Does Currency Union Affect Trade? The Time Series Evidence, *European Economic Review* 46, pp. 1125–1151.
- Greenspan, A.** (1999) Maintaining Economic Vitality, Millennium Lecture Series sponsored by the Gerald R. Ford Foundation and Grand Valley State University, September 8.
- Hemming, R. and M. Petrie** (2000) A Framework for Assessing Fiscal Vulnerability, *IMF Working Paper* WR/00/52.
- Lane, P. and D. Burke** (2001) The Empirics of Foreign Reserves, *Open Economies Review* 12, pp. 423–434.
- Laurens, B. and E. G. de la Piedra** (1998) Coordination of Monetary and Fiscal Policies, *IMF Working Paper* WP/98/25.
- Levine, R.** (1997) Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda, *Journal of Economic Literature*, Vol. 35, Issue 2, pp. 688–727.
- Masson, P., M. Savastano and S. Sharma** (1997) The Scope of Inflation Targeting in Developing Countries, *IMF Working Paper* WP/97/130.
- Miller, J.** (1999) The Currency Board in Bulgaria: The First Two Years, *BNB Discussion Papers* DP/11/1999.
- Mody, A. and K. Yilmaz** (2002) Imported Machinery for Export Competitiveness, *The World Bank Economic Review*, Vol. 16, No. 1, pp. 23–48.
- Mussa, M.** (2002) Argentina and the Fund: From Triumph to Tragedy, Policy Analyses in: *International Economics* 67, Institute for International Economics, May 2002.
- Nenovsky, N. and K. Hristov** (2002) The New Currency Boards and Discretion: Empirical Evidence from Bulgaria, *Economic Systems* 26, pp. 55–72.
- Polackova, H.** (1998) Government Contingent Liabilities: a Hidden Risk to Fiscal Stability, *World Bank Policy Research Paper* 1989.
- Rogoff, K.** (1996) The Purchasing Power Parity Puzzle, *Journal of Economic Literature*, Vol. 43, Issue 2, pp. 647–668.
- Rose, A.** (2000) One Money, One Market: Estimating the Effect of Common Currencies on Trade, *Economic Policy*, Vol. 15, Issue 30, pp. 7–46.
- Sargent, T.** (1999) A Primer on Monetary and Fiscal Policy, *Journal of Banking and Finance* 23, pp. 1463–1482.
- Schiller, Brumby and Tanberg** (2000) Bulgaria: Continuing Budget Reform, *IMF Fiscal Affairs Department*.
- Svensson, L.** (2001) Independent Review of the Operation of Monetary Policy in New Zealand: *Report to the Minister of Finance*, [www.rbnz.govt.nz](http://www.rbnz.govt.nz).

## 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/9/1999 **Паричният съвет в България: устройство, особености и управление на валутния резерв**  
Добрислав Добрев
- DP/10/1999 **Паричните режими и реалната икономика (Емпиричен тест преди и след въвеждането на паричен съвет в България)**  
Николай Неновски, Калин Христов
- DP/11/2000 **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 (транзакционно търсене, натрупване, скрита икономика)**  
Николай Неновски, Калин Христов
- DP/14/2000 **Макроикономическите модели на Международния валутен фонд и Световната банка (анализ на теоретичните подходи и оценка на ефективността от прилагането им в България)**  
Виктор Йоцов

- DP/15/2000 **Динамика на банковите резерви при паричен съвет**  
Борис Петров
- DP/16/2000 **Един възможен подход за изграждане на симулационен макроикономически модел на България**  
Виктор Йоцов
- DP/17/2001 **Надзор на консолидирана основа**  
Маргарита Пранджева
- DP/18/2000 **Ригидност (негъвкавост) на реалните работни заплати и избор на паричен режим**  
Николай Неновски, Дарина Колева
- DP/19/2001 **The Financial System in the Bulgarian Economy**  
Jeffrey Miller, Stefan Petranov
- DP/20/2002 **Forecasting Inflation via Electronic Markets Results from a Prototype Experiment**  
Michael Berlemann
- DP/21/2002 **Корпоративен имидж на търговските банки (1996–1997 г.)**  
Мирослав Неделчев
- DP/22/2002 **Fundamental Equilibrium Exchange Rates and Currency Boards: Evidence from Argentina and Estonia in the 90's**  
Kalin Hristov
- DP/23/2002 **Кредитна активност на търговските банки и рაციониране на кредитния пазар в България**  
Калин Христов, Михаил Михайлов
- DP/24/2002 **Ефектът Balassa – Samuelson в България**  
Георги Чукалев
- DP/25/2002 **Пари и парични задължения: същност, уговаряне, изпълнение**  
Станислав Нацев, Начко Стайков, Филко Розов
- DP/26/2002 **Относно едностранната „евроизация“ на България**  
Иван Костов, Яна Костова
- DP/28/2002 **Improving Monetary Theory in Post-communist Countries – Looking Back to Cantillon**  
Nikolay Nenovsky
- DP/29/2003 **Дуална инфлация в условията на паричен съвет. Предизвикателства пред присъединяването на България към ЕС**  
Николай Неновски, Калина Димитрова
- DP/30/2003 **Exchange Rate Arrangements, Economic Policy and Inflation: Empirical Evidence for Latin America**  
Andreas Freytag