

## ИЗПИТАНИЯ ПРЕД ПАРИЧНАТА И БЮДЖЕТНАТА ПОЛИТИКА В ЕВРОЗОНАТА И БЪЛГАРИЯ

*Изследвана е институционалната рамка в Еврозоната и в България. Разгледана е ролята на паричния съвет при провеждането на икономическата политика и икономическото развитие. Направен е сравнителен анализ на паричната и бюджетната политика в Еврозоната и България, като са представени основните предизвикателства пред тях в периода на световната финансово-икономическа криза.*

*JEL: E62; E52; H63; H61; G01*

### Въведение

Паричната и бюджетната политика на всяка държава са неразделна част от цялостната икономическа политика и спомагат за реализация на нейните основни цели: осигуряване на пълна заетост, икономически растеж, стабилни цени и повишаване благосъстоянието на хората. В основата на икономическата политика са формалните правила, създавани и налагани от държавата, които в най-голяма степен детерминират поведението на икономическите актьори и икономическите резултати. В този смисъл икономическото развитие на държавите е функция от постоянното действие и взаимодействие между политическите и икономическите институции и организации.

С въвеждането на обща централно управлявана валута в Еврозоната държавите-членки запазват суверенни права върху икономическите и фискалните си политики, а провеждането на паричната политика е възложено на наднационална централна банка – Европейската централна банка (ЕЦБ). От началото на съществуването на Еврозоната общата парична политика допринася за осъществяване на целите на националните икономически политики посредством договорното право на рефинансиране на търговски банки от ЕЦБ срещу приемане на обезпечение с ДЦК. По този начин редица правителства (например от Южна Европа) се "изкушават" да използват възможността да увеличат преразпределението чрез бюджета и да засилят държавната намеса в икономиката, разчитайки, че при необходимост ще бъдат

---

<sup>1</sup> Цветелина Маринова, Нов български университет, тел: 0896-84-149, e-mail: tsvetelina.marinova@gmail.com.

спасявани от ЕЦБ и развитите страни. Това доведе до разхлабване на фискалната дисциплина и високи нива на задлъжнялост в много държави преди кризата, а в условията на глобална криза увеличи уязвимостта на местните икономики към шокове и допринесе за загубата на доверие на пазарните участници в тях.

България е държава-членка с дерогация в паричния съюз и съгласно договора си за присъединяване към ЕС е поела ангажимент да спазва разпоредбите на Договора за функциониране на ЕС (ДФЕС), на Пакта за стабилност и растеж (ПСР) и да приеме общата валута. За разлика от всички страни-членки, извън Евроната в България и балтийските държави (Литва, Латвия и Естония – преди въвеждане на еврото) провеждането на парична и бюджетна политика е строго ограничено от прилаганите валутни режими на фиксирани курсове, както и от правилата на паричните съвети (с изключение на Латвия). Пасивната парична и разумната фискална политика са преди всичко резултат от прилагането на институционални ограничения. Съществено влияние оказват усилията на тези страни да приемат еврото, както и натрупания опит с финансови и икономически кризи в началото на прехода.

Целта на изследването е да представи основни изпитания пред паричната и бюджетна политика в Евроната и България. За Евроната те са свързани преди всичко с: активна стимулираща бюджетна и парична политика както преди, така и по време на кризата; високи равнища на бюджетните дефицити и растящи суверенни дългове на фона на слаб икономически растеж; голяма безработица и поява на дефлация. В условията на паричен съвет политическият риск и рискът от девалвация поставят на изпитание паричната и бюджетна политика. За България влизането в Евроната може да създаде изкушения за повишаване на бюджетния дефицит и дълга.

Изследвана е институционалната рамка в Евроната и в България. Разгледана е ролята на паричния съвет при провеждане на икономическата политика и за икономическото развитие. Направен е сравнителен анализ на паричната и бюджетната политика в Евроната и България, като са представени основните изпитания пред тях в периода на световната финансово-икономическа криза.

## **Методология**

В икономическата теория и практика ключови ограничения и детерминанти на икономическото развитие са институциите<sup>2</sup>, а политическите процеси представляват водещ източник на различия в икономическото представяне на отделните държави. Постоянното взаимодействие между институциите и организациите (политически, икономически, социални) в условията на ограничени ресурси и конкуренция

---

<sup>2</sup> Институциите са "правилата на играта" в едно общество, или това са създадени от хората ограничения, които структурират човешкото взаимодействие в политически, икономически и социален аспект. Те включват формални правила (закони, регулации) и неформални ограничения (обичаи, традиции, конвенции, норми на поведение, кодекс на управление), налагани в дадено общество, които, взети заедно, определят икономическото представяне и икономическия успех.

провокира институционална промяна. Тя се предизвиква от борбата на икономическите агенти и групи за преразпределяне на покупателната способност на парите и следователно на доходи и богатство в дадено общество (Неновски, 2007). Успешните политически и икономически системи са резултат от гъвкави институционални структури, които могат да се адаптират към шокове и промени, а не от властови институции, които имат преразпределителна роля (Норт, 1990).

Властовите (политическите) институции предопределят икономическите (парите и пазара), с които се намират в динамично взаимодействие. Чрез властта се поддържат и променят и двата типа институции във времето – отношенията между властта, от една страна, и пазара и парите, от друга. Вследствие на взаимодействието между тях се създават както екстрактивни, така и инклузивни политически и икономически институции.

Развитието на инклузивни политически институции е свързано с наличието на редица фактори<sup>3</sup>, които до голяма степен са исторически предопределени и се променят бавно във времето – "зависимост от пътя" (миналото), на англ. *path dependence* (Аджемоглу, Робинсън, 2013). Тези институции налагат ограничения върху упражняването на властта и се основават върху плуралистичното разпределение на политическата власт в обществото, спазващо върховенството на закона. Те поддържат инклузивни икономически институции, налагат закон и ред, изграждат основите на сигурните права на собственост и инклузивна пазарна икономика. Това води до по-равномерно разпределение на дохода, овластява широк сегмент от обществото и създава условия за политическа и икономическа конкуренция.

За разлика от инклузивните екстрактивните политически институции налагат малко ограничения върху упражняването на властта, така че на практика не съществуват правила, които да възпрепятстват употребата или злоупотребата с власт. Екстрактивните икономически институции не формират необходимите за хората стимули, за да пестят, да инвестират и да създават иновации. Поради това те често са способни да осигурят "някакво краткосрочно замогване", но растежът не е устойчив (Аджемоглу, Робинсън, 2013). В последствие те често водят до упадък и кризи.<sup>4</sup>

Взаимодействието между бюджетна и парична политика може да се разглежда в различни направления. Паричната политика е типичен пример за единство и борба на институциите за власт и сътрудничество, т.е. между екстрактивни и инклузивни институции (пазара и парите). От появата на монетите насам властите използват предимно регламентацията (монетния монопол) за екстрактивни цели. Тази екстрактивност достига върха си с одържавяването на кредитните пари и ликвидирането на златния стандарт, в паричната политика на централните банки. В

---

<sup>3</sup> Известна степен на централизиран ред; широки коалиции; институции на гражданско общество.

<sup>4</sup> От една страна, екстрактивните политически институции възпрепятстват инклузивните икономически институции, тъй като засилват политическата намеса в конкуренцията и на пазара. От друга страна, те неизбежно катализират появата на инклузивни икономически институции, тъй като пазарните участници постоянно реагират на намесата (Аджемоглу, Робинсън, 2013).

същото време реакцията на пазара създава граници посредством инфлацията и валутното заместване. Доверието към парите се измества от изходното доверие към другата страна по договора (сделката) и вътрешноприсъщата ценност на разменното средство към доверие спрямо държавата (властта) – емитент.<sup>5</sup>

Прилагането на традиционната интерпретация на институционалната икономика върху паричната система на държавите помага за определяне на основните характеристики на институционалната система на парите в дадено общество, в която централно място заемат паричният режим<sup>6</sup> и неформалните парични институции<sup>7</sup>. Валутнокурсният режим е неделима част от паричния режим във всяка икономика. Съществуват два типа парични режими: първо, широко скроени, които осигуряват възможности за напълно свободно икономическо и парично поведение на икономическите актьори, и второ, тясно скроени, които ограничават икономическото и паричното поведение на агентите. Във връзка с това паричният съвет (в България) е от първия тип, като в Еврозоната съществува и още по-широко скроен паричен режим. Там са премахнати ограниченията за съществуването на валутния курс и конвертируемостта, т.е. националните институционални рестрикции върху парите са елиминирани и остават да функционират единствено налаганите от ЕЦБ (делегирани на ограничения) (Неновски, Христов, 2001).

Различните парични режими (вътрешна котва) в съчетание с членството в Еврозоната (външна котва) моделират цялата структура на икономиката, като концентрират икономическа активност, рискове и механизми за приспособяване по различни начини.

На равнище икономическа политика водеща е бюджетната политика (държавните разходи, бюджетният дефицит и държавният дълг). В съвременни условия възможностите на властта сама да финансира разходите и дефицитите си са много, но не са безгранични. При наличието на „външни“ (непокрити) пари и екстрактивна парична политика пазарът (реакцията му към натрупания дълг) води до криза на суверенния дълг и до банкови кризи. В този смисъл кризата на суверенния дълг може да се разгледа като крайна форма на ограничение на разходите (наложено „отвън“ на властите).

---

<sup>5</sup> В съвременни условия „индивидуалната ценност“ на валутата се разглежда в следните насоки: първо, доверие (институция на сътрудничеството) към държавата (институция на властта), в т.ч. държавата като длъжник (бюджетната политика), второ, към валутния пазар и курс като израз на относителната (сравнителна) ценност на валутата на основата на доверието към емитента (държавата), трето, към лихвата, т.е. цената на парите във времето (паричната политика).

<sup>6</sup> Формални, легални правила за поведение и механизми за контрол на тяхното изпълнението.

<sup>7</sup> Навици, традиции при разплащане, предпочитания за спестяване и натрупване на богатство.

## **1. Институционални ограничения и възможности пред паричната и бюджетната политика в Евроната и България**

Икономическият и паричен съюз не е само твърдо фиксирани курсове. За разлика от паричния съвет, който е национална парична система, чието функциониране е обвързано с покритие (валутни резерви) и платежен баланс, респ. с фискален резултат поне в средносрочен план, еврото е с обща парична, но без обща фискална политика. Съгласно Договора от Маастрихт държавите-членки на паричния съюз запазват самостоятелност при водене на икономическата и фискалната си политика, а прехвърлят паричния си суверенитет на ЕЦБ. Членките на ЕС са задължени да провеждат благоразумна фискална и да поддържат здрава държавна бюджетна позиция, като дефицитът в държавния бюджет не бива да надвишава 3% от БВП, а държавният дълг – да не по-голям от 60% от БВП (т.нар. Маастрихтски критерии). За държавите от Евроната са предвидени финансови и политически санкции в случай на прекомерен бюджетен дефицит съгласно процедурата за свръхдефицит в Пакта за стабилност и растеж.

Договорните правила определят водеща роля на ЕЦБ, тъй като тя има правото да определя основните лихвени проценти, да влияе върху промените в паричното предлагане и лихвените проценти, а оттам и върху поведението на икономическите агенти и кредитните институции, търсенето и предлагането в икономиките и цените.

Съществуването на неявни гаранции в Евроната представлява основната разлика между нея (с твърдо фиксирания ѝ курс) и паричния съвет (и неговия фиксиран курс). Тези гаранции са публични и наднационални, формиращи своеобразен "гаранционен" или "застрахователен фонд". Наличието на такъв фонд увеличава илюзията за сигурност на различните икономически актьори и на националните правителства. Във времето гаранционният фонд, който е публичен, видим и включва застраховки най-вече в чуждестранни резерви, започна да намалява, както и фискалните излишъци за сметка на виртуални гаранции на европейските институции и ядрото на Евроната. Европейският гаранционен фонд е виртуален, което става ясно с началото и развитието на кризата (Nenovsky, Karpouzanov, 2011). По този начин общата валута се превръща в инструмент за налагане на по-ниски лихви, спасявания на банки и правителства при отказ от суверенитет и свободи (Bagus, 2010).

Съществува още една особеност на паричния съюз. В него финансовите пазари са до голяма степен интегрирани. Когато в една държава настъпят неравновесия, финансовите и банковите сектори в други страни, в които условията са добри, също се влошават, т.е. появяват се т.нар. външни (странични) ефекти (De Grauwe, 2011).

При влизане в паричния съюз държавите спират да имат контрол върху валутата, в която емитират дълг. По този начин, когато инвеститорите се опасяват от възникване на трудности за плащане на дълга, ликвидността от националния пазар започва да се изтегля. Държавата изпада в ликвидна криза, а лихвите се повишават, което води до криза, свързана с платежоспособността.

По време на кризата с Договора от Лисабон са въведени изменения в съществуващите норми и са създадени нови, като правомощията на наднационалните институции се засилват при определяне, координиране и наблюдение на икономическата политика на отделните държави. В Договора за функционирането на ЕС (ДФЕС) е регламентирана необходимостта от по-тясна координация на икономическите политики на държавите-членки, която трябва да бъде постигната чрез многостранно наблюдение от страна на Съвета върху политиките, тенденциите и процесите в икономическото развитие на всяка от тях относно изпълнението на общите насоки и редовното извършване на оценка. Във връзка с това е въведен т.нар. европейски семестър, процедура при макроикономически дисбаланси, създадени са нови европейски органи за финансов надзор и т.н.

На 1 януари 2013 г. влиза в сила Договорът за стабилност, координация и управление в ИПС.<sup>8</sup> Основни ангажименти на страните-членки са да включат в националните си законодателства максимални нива на бюджетен дефицит и дълг, както и да бъдат предвидени автоматични механизми за коригиране на нарушенията на тези правила. Съдът на ЕС получава компетенции да бъде сезиран при неизпълнение на Договора и може да налага парични санкции на нарушителите.

По време на кризата ЕЦБ получава нови правомощия по отношение на финансовата стабилност и банковия надзор в Еврозоната. По този начин освен монетарната тя вече ще изпълнява и надзорна функция във финансовата система на държавите от ЕС, които са част от единния банков надзор. Създаването на Европейския механизъм за стабилност ще му позволи директно да рекапитализира банки. Неговата цел е да пренесе риска от данъкоплатците към акционерите на банките и притежателите на дълг, водейки до трансгранична застраховка. По този начин правителствата ще бъдат освободени от поемането на нови дългове на банковия сектор. Това обаче може да доведе до по-голяма "фискална застраховка" между държавите (Buegel, WP 2014/04). От една страна, единният банков надзор би трябвало да допринесе за прекъсване на връзките между суверена и банките, но от друга, моралният риск остава и правителствата ще могат да продължат да харчат повече.

Извън паричния съюз в четири държави-членки на ЕС функционират парични режими на фиксирани курсове. Това са страни в преход към пазарна икономика, които през периода на европейска икономическа и парична интеграция прилагат фиксирани валутни курсове и парични съвети (Естония<sup>9</sup>, Литва<sup>10</sup> и България). Целта на тези държави е да се откъснат от зоната на рублата и да се интегрират в европейската и глобалната парична система (Nenovsky, 2009). По време на глобалната криза към Еврозоната се присъедини Естония (2011 г.), през 2014 г. Латвия<sup>11</sup> и на 1 януари 2015 г. Литва приема еврото.

---

<sup>8</sup> Договорът е подписан от 25 държави-членки на ЕС с изключение на Чехия и Великобритания.

<sup>9</sup> Естония е първата държава, която въвежда паричен съвет през 1992 г.

<sup>10</sup> От 1994 г. паричен съвет функционира и в Литва.

<sup>11</sup> От 1994 г. Латвия прилага режим на покритие на паричната база и фиксиран валутен курс първоначално към СПТ, а от 2005 г. към еврото.

В началото на прехода България започва с прилагането на плаващ валутен курс за разлика от останалите страни от Централна и Източна Европа. След периода на банкова криза, хиперинфлация и загуба на огромни валутни резерви, под натиска на Международния валутен фонд (МВФ) през юли 1997 г. в страната също е въведен паричен съвет (ПС), което предизвиква съществени промени в икономическото поведение на правителството, гражданите и финансовите организации.

Паричният съвет (ПС) е паричен режим, основан на правила, който дисциплинира макроикономическата политика, като налага дисциплината на пазарите и движението на капиталите. Той разчита на два основни ефекта: на дисциплината (ограниченията върху паричната политика<sup>12</sup>) и на доверието, идващо от фиксирания курс и покритието на паричната база (Неновски, 2007). Динамиката на паричната база (и косвено паричното предлагане) следват тази на платежния баланс. Ограниченията върху паричната политика не позволяват на изпълнителната власт да разчита на печатарската машина на централната банка, за да финансира постигането на политически цели, и налага провеждането на благоразумна бюджетна политика. Твърди бюджетни ограничения се въвеждат за пред всички икономически агенти, които трябва да понасят сами разходите от своите действия.

Съществуващите в условията на паричен съвет бюджетни правила са много по-строги, отколкото определените в Договора от Маастрихт и Пакта за стабилност и растеж. От гледна точка на стабилността на парите това е плюс, който осигурява основа за стабилен растеж. Основен риск при този вид паричен режим е политическият, свързан с възможността да се премахне фиксираният курс и оттам да се девалвира националната валута. Поддържането на устойчив бюджетен дефицит и нарастването на публичния дълг е опасно, тъй като може да доведе до загуба на международни резерви и дефицит в платежния баланс. Дефицитите в бюджета и в текущата сметка на платежния баланс (при недостатъчен размер на актива по финансовата сметка, особено от приток на преки инвестиции) от своя страна могат да предизвикат валутна криза, девалвация на местната парична единица и колапс на фиксирания режим.

Налице са някои особености на ПС в България, които го правят в известна степен по-гъвкав от ортодоксалния паричен съвет (Добрев, 1999).<sup>13</sup> Основните различия с ортодоксалния паричен съвет са, че у нас той:

- осигурява покритие на банкноти, монети и депозити (депозити на правителството и резерви на търговските банки);
- регулира търговските банки, но функциите му на кредитор от последна инстанция са силно ограничени.

---

<sup>12</sup> Паричната база е покрита 100% (и повече) от валутни резерви, валутният курс е фиксиран със закон и няма възможност да се води парична политика.

<sup>13</sup> По силата на Закона за БНБ той притежава следните общи основни черти с ортодоксалния: поддържа пълно валутно покритие на своите задължения (банкноти, монети, депозити); поддържа фиксиран обменен курс спрямо резервната валута; не може да финансира правителствени разходи.

В условията на ПС централната банка може да рефинансира кредитни институции само при възникване на сериозни рискове за стабилността на финансовата система, и то единствено до размера на превишението на левовия еквивалент на валутните резерви над общата сума парични задължения на БНБ (депозит на управление "Банково" в управление "Емисионно"). Твърде ограничената функция на кредитор от последна инстанция спомага за намаляване на моралния риск във финансовата система. Българска народна банка (БНБ) може да предоставя кредити единствено на платежоспособни банки, изпитващи неотложна потребност от ликвидност само срещу залог на ликвидни активи.

Характерна особеност на паричния съвет в България е, че се прехвърля по-голяма отговорност за финансовите условия от банковия сектор върху бюджетната политика на правителството. При определени условия при увеличаване на депозита резервните пари намаляват, и обратно. Тези 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. По такъв начин състоянието на бюджета (неговият дефицит или излишък) се превръща във важен фактор за стабилността и ликвидността на паричната система (Аврамов, 1999). На практика правителството има възможност чрез фискалния резерв да извършва операции на паричната политика.<sup>14</sup> Във връзка с това ПС е толкова по-уязвим, колкото по-голямо е разминаването между бюджетната политика и държавния дълг, от една страна, и спазването на правилата на пазара, от друга (бюджетните ограничения – „ресурсите са ограничени“).

## **2. Сравнителен анализ на паричната и бюджетната политика в Еврозоната и България**

През периода след въвеждане на еврото до началото на глобалната криза силно влияние върху паричната и бюджетната политика в Еврозоната оказват националните правителства. Провежданите икономически политики като намаляването на рисковите премии и ниските лихвени проценти спомагат за постигане на политическите им цели. Следваните от държавите икономически политики в най-голяма степен отразяват "зависимостта от пътя (миналото)".<sup>15</sup> Голямата част от

<sup>14</sup> Паричната маса в режима на паричен съвет в България се определя от формулата:  $M = m (FX - G - B)$ , където  $m$  е мултипликаторът,  $FX$  – валутните резерви,  $G$  – правителственият депозит,  $B$  – депозитът на управление "Банково" в управление "Емисионно".

<sup>15</sup> През XX век ролята на държавата в икономиката нараства постепенно и значително. Факторите за увеличаване на дела на публичните разходи в БВП са както политически, така и идеологически. Златният период за правителствена намеса е между 1950 и 1960 г., когато правителствата се смятат за решение на почти всички проблеми. Действията са насочени към повишаване на благосъстоянието, на регулациите, на разходите за здравеопазване, образование, социални дейности. През последните години ролята на държавата се променя от съперническа с пазара в разширяваща и подобряваща неговото функциониране. Политиците обаче бавно осъзнават, че правителството не трябва да замества пазара при разпределението на ресурсите, а да предприеме действия той да работи по-добре (IMF, 1997).



хората продължават да подкрепят значителната правителствена намеса в повечето икономически дейности.<sup>16</sup>

След приемането на еврото рисковата премия и цената на поемане на риск в т.нар периферия не отразяват действителното си ниво поради появата на безплатна застраховка (или допълнителна премия от присъединяването към ЕС). Държавите от Южна Европа, както и Ирландия разчитат на гаранции за спасяване от ЕС и от развитите държави. Скрытата субсидия предизвиква големи потоци от ресурси и капитали от ядрото към периферията на Евроната, което води до нарастване на външния публичен и частен дълг в Южна Европа. Притокът на външни спестявания и заеми допринася за разхлабване на условията за кредитиране, по-големи заплати и потребление, по-висока инфлация и неефективни инвестиции. Стимулирани са неефективни производства, а секторът на недвижимите имоти и финансовите услуги процъфтява. Цената на труда в южните страни расте по-бързо, отколкото реалната производителност.

Съществена роля за експанзионистичната кредитна политика преди глобалната криза има институционалната рамка на европейската парична система, която позволява финансиране на търговски банки от ЕЦБ срещу приемане на обезпечение с ДЦК. По този начин банките не поемат сами рисковете за отпусканите кредити. Правителствата в Европа получават възможност да увеличат преразпределението чрез бюджета и да засилят държавната намеса в икономиката, тъй като могат да се финансират от ЕЦБ. Възможностите за монетизиране на дълга увеличават многократно моралния риск, тъй като правителствата са убедени, че могат да харчат и да трупат дълг, а когато изпаднат в затруднение, ще бъдат спасени.

След 2002 г. до началото на кризата паричната политика в Евроната се характеризира със следното:

- определянето на основния лихвен процент от ЕЦБ следва лихвата по американските федерални бонове;
- постоянно нарастване на паричното предлагане – силно експанзионистична политика.

През 2003 г. основният лихвен процент в Евроната достига своя минимум от 2%, като е запазен на това ниво до 2005 г. Целта на експанзионистичната парична политика на ЕЦБ е да залее пазарите с ликвидност и да стимулира кредитирането.

---

<sup>16</sup> В "Markets, morals and policy-making. A new defence for free-market economy" Е. Коломбато поставя въпроса за легитимността на правителствената намеса. Според него икономистите не са способни да си представят каквато и да било форма за действие и развитие, която да не включва повече държавна намеса за общото благо, тъй като са забравили за основния принцип на пазарното мислене – етиката. Целите и резултатите, които държава си поставя, не отчитат индивида и естествените му права. Всичко това води до все повече държавна намеса, повече колективно благосъстояние, повече принуда и по-малко свобода. Живеем в свят на социална отговорност, чиято основа е рентата, печалбата, в който индивидуалната отговорност е изчезнала и е заместена от социалната отговорност. В такова общество няма място за свободен пазар (Marciano, 2012).

Данните показват, че след 2000 г. годишният ръст на паричното предлагане в Еврозоната расте, достигайки 12% през 2008 г.

По-ниските лихвени проценти са в основата на бързото увеличаване на кредитирането и надуването на балона на имотния пазар, но те са резултат и от провежданата експанзионистичната парична политика на ЕЦБ преди началото на световната финансова криза.

Ръстът в паричното предлагане в Еврозоната е двигателят на икономическото развитие на държавите от периферията, който заедно с по-високата инфлация води до натрупване на огромни вътрешни дисбаланси и загуба на конкурентоспособност. Всичко това доказва екстрактивният характер на общата парична политика, чрез която се реализира ефектът на Кантийон.<sup>17</sup> Експанзионистичната парична политика допринася и за разхлабване на бюджетната дисциплина. На ниво Еврозона бюджетният дефицит надминава ограниченията на ПСР през повечето години след въвеждане на еврото до 2007 г. От самото начало на ИПС правилата за бюджетна дисциплина в много от държавите-членки не са спазвани, а правителствата увеличават дефицита.

Фигура 1



Източник: ЕЦБ

Преди кризата в бюджетната политика в Еврозоната се наблюдава тенденция към разхлабване на дисциплината и засилване на преразпределителната роля на бюджета особено в Гърция, Португалия и Италия. До началото на глобалната криза

<sup>17</sup> При него промените в паричните институции (което се отразява върху обема и структурата на паричната маса) предизвикват многообразни, комплексни и трудно анализируеми изменения в системата на относителните цени и като следствие предизвикват многообразни и комплексни преразпределителни процеси на богатството и в социалния статус на отделните икономически актьори и групи актьори (Неновски, 2007).

държавните разходи на Гърция и Италия достигат почти 50% от БВП. След въвеждане на еврото с най-висок бюджетен дефицит в Еврзоната се отличават Гърция и Португалия, а правителствата на Испания и Ирландия провеждат по-благоразумна фискална политика, като през отделни години отчитат дори бюджетни излишъци (вж. табл. 1). Гърция е единствената страна, която постоянно нарушава правилата за държавна бюджетна позиция при увеличаване дела на публичния сектор в икономиката. Това е страната, която отчита постоянно най-високи бюджетни дефицити в Еврзоната от въвеждането на общата валута. Проблемите ѝ в кризата са резултат от наличието на институционални слабости и икономически неуспехи след присъединяването ѝ към ЕС,<sup>18</sup> което рано или късно води до кризи на суверенния дълг.

Таблица 1

Бюджетен дефицит/излишък в Южна Европа и Ирландия (% от БВП)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Португалия	-3.4	-3.7	-4.0	-6.5	-4.6	-3.1	-3.6	-10.2	-9.8	-4.4	-6.4	-4.9
Ирландия	-0.4	0.4	1.4	1.7	2.9	0.1	-7.4	-13.9	-30.8	-13.4	-7.6	-7.2
Гърция	-4.8	-5.6	-7.5	-5.2	-5.7	-6.5	-9.8	-15.6	-10.7	-9.5	-10	-12.7
Испания	-0.2	-0.3	-0.1	1.3	2.4	1.9	-4.5	-11.2	-9.7	-9.4	-10.6	-7.1
Италия	-3.1	-3.6	-3.5	-4.4	-3.4	-1.6	-2.7	-5.5	-4.5	-3.8	-3.0	-3.0

Източник: Евростат.

Натрупването и поддържането на високи бюджетни дефицити в държави-членки на Еврзоната довежда и до постоянно нарастване на суверенния дълг в паричния съюз (вж. фиг. 2).

На равнище Еврizona правилото за размера на държавен дълг (до 60% от БВП) е постоянно нарушавано, а рисковете от системни и заразни процеси в много държави-членки на Съюза постоянно растат (вж. фиг. 3).

През 2002-2007 г. в Гърция и Италия суверенният дълг превишава 100% от БВП (с изключение на 2003 и 2004 г. за Гърция). В Испания и Ирландия неговите нива са пониски, но постоянният ръст в кредитирането на частния сектор и нарастването на дела на инвестициите в сектора на недвижимите имоти предизвикват появата на значителни макроикономически дисбаланси, които повишават уязвимостта на икономиките към външни шокове.

<sup>18</sup> Гърция е единствената държава, която след присъединяването си към ЕС отчита по-малък ръст на БВП и на производителността. През периода 1981-1996 г. разликата между нея и средния за ЕС БВП относително нараства за повече от 5 години след присъединяването. В същото време БВП и производителността се увеличават най-съществено след приемането в ЕС на Ирландия, Португалия и Испания (Campos, Corricelli, Moretti, 2013).

Фигура 2



Източник: ЕЦБ.

Фигура 3



Източник: ЕЦБ.

Таблица 2

Суверенен дълг в Южна Европа и Ирландия (% от БВП)

Страни	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Гърция	101.7	97.4	98.6	100.0	106.1	107.4	112.9	129.7	148.3	170.3	156.9	175.1
Испания	52.6	48.8	46.3	43.2	39.7	36.3	40.2	53.9	61.5	69.3	84.2	93.9
Италия	105.4	104.1	103.7	105.7	106.3	103.3	106.1	116.4	119.3	120.8	127.0	132.6
Португалия	56.8	59.4	61.9	67.7	69.4	68.4	71.7	83.7	94.0	108.3	123.6	129.0
Ирландия	32.0	30.7	29.5	27.3	24.6	25.1	44.5	64.8	92.1	106.4	117.6	123.7

Източник: Евростат.

В България и балтийските държави (особено Естония) ограниченията, произтичащи от паричните и валутнокурсните режими, заедно с тези, заложили в договорната основа на ЕС, се изпълняват стриктно, а благоприятно въздействие върху държавните бюджетни позиции оказват също притокът на инвестиции, ускореният ръст на БВП и стремежът към бързо приемане на еврото.<sup>19</sup>

Сред страните с фиксирани курсове в ЕС през периода 2002-2007 г. Естония и България натрупват бюджетни излишъци и буфери в резултат от разумната фискална политика. През 2006 г. непосредствено преди глобалната криза бюджетният излишък у нас достига 1.9% от БВП, а в Естония – 2.5%. В началото на кризата (2007 г.) двете държави са единствените от ЦИЕ и сред малкото в ЕС, които отчитат бюджетни излишъци. В Латвия и Литва правителствата поддържат постоянни бюджетни дефицити след 2002 г., но те са в пъти по-ниски от тези в Португалия, Гърция и Италия. След началото на глобалната криза дефицитите в трите балтийски страни нарастват значително поради резкия спад в БВП и банковата криза (вж. табл. 3).

Таблица 3  
Бюджетен дефицит/излишък в България и балтийските държави (% от БВП)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
България	-1.2	-0.4	1.9	1.0	1.9	1.2	1.7	-4.3	-3.1	-2.0	-0.8	-1.5
Естония	0.3	1.7	1.6	1.6	2.5	2.4	-2.9	-2.0	0.2	1.2	-0.3	-0.2
Латвия	-2.3	-1.6	-1.0	-0.4	-0.5	-0.4	-4.2	-9.8	-8.1	-3.6	-1.2	-1.0
Литва	-1.9	-1.3	-1.5	-0.5	-0.4	-1	-3.3	-9.4	-7.2	-5.5	-3.2	-2.2

Източник: Евростат.

След въвеждането на ПС БНБ не провежда парична политика поради наложените законови ограничения върху възможностите за определяне на лихвените проценти и извършване на операции на открития пазар. Основният лихвен процент, който централната банка публикува, е само част от механизма на прилагания валутнокурсен режим в страната и няма определяща роля при формиране на пазарните лихвени проценти, които са пазарнообусловени. В този смисъл паричната политика е преди всичко инклузивна. Банките в страната поддържат задължителни минимални резерви в размер на 12% от депозитната база преди кризата, който е в пъти по-висок от този на минималните задължителни резерви на банките от Еврозоната в ЕЦБ.

В условията на ПС и невъзможност на БНБ да провежда дискреционна парична политика, ключов фактор за поддържане на стабилността на паричния режим е следваната от правителството бюджетна политика. Въвеждането на режима на ПС допринася за значително подобряване на държавната бюджетна позиция на страната, като налага дисциплина в управлението на публичните финанси. В България се наблюдава постоянно намаляване на правителствените разходи от около 40% от БВП през 2002 г. до 34% преди началото на глобалната финансова и икономическа криза,

<sup>19</sup> Естония, Латвия и Литва са сред държавите-членки на ЕС, чийто БВП ръст е най-висок след присъединяването към Съюза и следователно ползите от членството им са значителни (Campos, Corricelli, Moretti, 2013).

както голям и постоянно увеличаване на дела на частния сектор в икономиката. Особено показателен е ръстът на преките чуждестранни инвестиции след 2002 г. До 2009 г. те се увеличават непрекъснато, като най-голям размер достигат през 2007 г. – 8.832 млрд. евро (29.4% от БВП). През същия период БВП расте със средно 5% на годишна база. Независимо че до 2008 г. вкл. е отчетен дефицит по текущата сметка (достига през 2008 г. 8653 млн. евро, или 25.4% в отношение към БВП), притокът на преки инвестиции, до 2007 г. вкл., е достатъчен не само за финансирането му, но и създава условия за растеж на валутните резерви.

След 2002 балтийските държави и България имат ниски равнища на държавен дълг в сравнение с Южна Европа и Ирландия. В България след 1997 г. се наблюдава низходяща тенденция в размера и съотношението на държавния дълг към БВП. През 2002 г. той е 52.4% от БВП и е най-високият спрямо държавите с фиксирани курсове, като до началото на глобалната криза намалява 3 пъти. През 2007 г. Естония отчита държавен дълг от 3.7% от БВП, който е най-ниският в ЕС-27, докато в нашата страна той е 17.2% от БВП. Ниските нива на държавен дълг са естествен резултат от разумната бюджетна политика. Функционирането на ПС увеличава дисциплината в публичния сектор и публичните финанси и доверието в националната валута и икономика се засилва (вж. табл. 4).

Таблица 4

Суверенен дълг в България и Балтийските страни (% от БВП)

Страни	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
България	52.4	44.4	37	27.5	21.6	17.2	13.7	14.6	16.2	16.3	18.5	18.9
Естония	5.7	5.6	5.0	4.6	4.4	3.7	4.5	7.2	6.7	6.2	10.1	10.0
Латвия	13.6	14.7	15.0	12.5	10.7	9.0	19.8	36.9	44.4	41.9	40.7	38.1
Литва	22.2	21.0	19.3	18.3	17.9	16.8	15.5	29.3	37.9	38.5	40.7	39.4

Източник: Евростат.

Здравите публични финанси и благоразумната фискална политика са неделима част от изискванията към държавите-кандидатки и членки на Еврозоната. През периода 2002-2007 г. България и Балтийските държави спазват ограниченията за държавна бюджетна позиция за разлика от страните-членки на Еврозоната от Южна Европа.

В България външният държавен и държавногарантиран дълг намалява постоянно. От около 9.25 млрд. евро през 2000 г., той достига 4.06 млрд. евро в края на 2013 г. (10.2% към БВП). През март 2007 г. приключва последното споразумение с МВФ, което има „предпазен” характер. През 2002-2005 г. се изплащат задълженията на страната по „Брейди” облигациите, като погасяването им се финансира отчасти за сметка на държавния резерв и чрез емисията на международни облигации с падеж през 2007, 2013 и 2015 г.

Загубата на дисциплина е концентрирана най-вече в частния сектор у нас. След 2002 г. външният частен дълг непрекъснато расте – от 16.5% от БВП през 2002 г. до 81% от БВП през 2007 г.; от 1.45 млрд. евро през 1999 г. той достига до 36.58 млрд. в края на 2008 г. Това предполага появата и постоянното нарастване на моралния риск от

страна на частния сектор, като роля изиграва и приемането ни в ЕС. През 2008 г. той достига 94% от БВП (вж. табл. 5).

Таблица 5

Външен дълг на публичния сектор и частния сектор в България (% от БВП)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Публичен дълг	46.9	38.5	31.6	22.3	18.0	13.3	11.1	12.0	12.0	10.9	11.5	10.2
Частен дълг	16.5	19.6	30.1	44.3	64.0	81.0	94.0	96.2	90.7	83.3	83.2	83.3

Източник: Българска народна банка.

Друга тенденция за периода до началото на кризата е увеличаването на краткосрочната част на външния дълг в брутният външен дълг на страната. Докато през 2002 г. краткосрочният дълг е 14.1% от БВП, към края на 2008 г. относителният му дял вече е около 35%.

Сега паричният режим в България играе ролята на вътрешна котва, а членството в ЕС – на външна (политическа). Те координират очакванията и поведението на икономическите агенти и имат две основни роли: дисциплиниращ ефект и ефект на доверие (Nenovsky, Villieu, 2011). С приемането на общата валута дисциплиниращият ефект вероятно ще изчезне и правителствата ще се изкушат и ще използват неявните гаранции в Евророната, за да разхлабят бюджетната дисциплина.

### 3. Предиизвикателства пред паричната и бюджетна политика

В условията на бюджетни икономии и ограничения правителствата на страните от Евророната разчитат на паричната политика като двигател на възстановяването и растежа. По време на кризата Европейската централна банка използва както конвенционални, така и нетрадиционни мерки. От началото на глобалната криза ЕЦБ намалява постоянно ОЛП, като от 11 юни 2014 г. са в сила: ОЛП, по който рефинансира банки -0.15%; кредитно улеснение – 0.40%; депозитно улеснение – -0.10%. В подкрепа на кредитната дейност на банките тя увеличава матуритета и дела на дългосрочните рефинансиращи операции до 3 години, а размерът на минималните задължителни резерви е намален от 2 на 1%. От началото на дълговата криза ЕЦБ изпълнява програми за изкупуване на частни и държавни ценни книжа на практика без ограничения по линия на рисковост.

Сегашните трудности и кризата в Евророната са до голяма степен резултат от институционалната рамка на паричния съюз, осигуряваща възможност за финансиране на правителствата, т.е нейната екстрактивна природа. Механизмът, по който правителствата използват ЕЦБ за финансиране на дефицитите, е следният: Банките създават нови пари чрез кредитна експанзия, разменят ги срещу държавни ценни книжа, които използват за рефинансиране при ЕЦБ. По такъв начин последната финансира бюджетните дефицити, като изкупува тези книжа, или като ги приема в залог за заемите, предоставяни на банките. От май 2010 г. ЕЦБ

„индиректно“ изкупува държавните облигации на по-слабите страни в Еврозоната, опитвайки се да подпомогне финансирането им. Това става на вторичния пазар на облигации. Като резултат балансът на ЕЦБ се разширява, банките получават възможност да генерират печалби вследствие на разликите в лихвите по кредитите, които получават и отпускат, а правителствата продължават да разполагат с източник, чрез който да финансират дефицитите си. Програма за покупка на обезпечени облигации започва през 2009 г., като банката изкупува директно обезпечени облигации, деноминирани в евро с висок кредитен рейтинг.

На практика правителствата и банките печелят толкова повече, колкото повече се увеличават бюджетните дефицити, причиняващи повишаване на цените по веригата на разпространение на новите пари (ефект на Кантийон). Когато цените и доходите в държавите с най-големи дефицити нараснат, новите пари започват да изтичат в останалите страни, където цените още не са се покачили. Печелят държавите с най-големи бюджетни дефицити, които първи използват новите пари. Новите пари достигат най-късно до страните с по-ниски дефицити и там цените, а след тях и доходите се повишават по-късно.

Сега ЕЦБ е изправена пред сериозно изпитание – дефлацията. Съгласно договорната основа банката се стреми към средногодишен темп на нарастване на цените близо до и около 2%. Данните на Евростат за инфлацията в Еврозоната през юни 2014 г. показват, че тя е 0.1% на месечна основа, а на годишна база през април е едва 0.5%. В Гърция и Португалия дефлацията продължава – през юни 2014 г. в Гърция е отчетена отрицателна инфлация от – 1.5%, а в Португалия – -0.2%. Инвеститорите отново трупат дълг на периферните икономики от Еврозоната, като по този начин намаляват номиналните лихвени проценти до нива от началото на общата валута. В условията на дефлация обаче с намаляването на цените в много периферни икономики истинският товар на дълговете им расте. Преди година в Испания лихвените проценти са 4.7%, а инфлацията – 1.5%, а сега лихвените проценти са 3%, но инфлацията падна под нула. Реалният лихвен процент върху правителствените облигации след приспособяването му към инфлацията е спаднал слабо и все още лихвите в периферията са по-високи от тези в страните в ядрото на Еврозоната. Тежестта на държавния дълг зависи от това колко дължи правителството и от разликата между растежа и реалния лихвен процент, който то трябва да плаща. Повечето от тях имат над 100% от БВП публичен дълг, а очакванията са, че производството ще остане слабо, дефлацията ще продължи и дългът ще продължава да расте. През юни 2014 г. за справяне с дефлацията ЕЦБ намалява ОЛП, като се очаква, че тя може да предприеме и неконвенционални мерки. Тези действия засега не дават търсения резултат. „Стимулиране“ на растежа не се получава, а само тогава би могла да се очаква „нормална“ инфлация. Има реална опасност различните форми на парична експанзия да доведат (отново) до балони, които биха повишили ценовите индекси, но в даден момент неизбежно ще се спукат.

В периода на глобална финансова и икономическа криза интервенциите за подкрепа на финансовите сектори и увеличените социални разходи влошат фискалните позиции и предизвикват рязко нарастване на дефицитите и дълговете в Южна Европа и Ирландия. Заради намалелите приходи и растящите разходи дефицитите и



дълговете на правителствата набъбва, а загубата на доверие на пазарите в институциите допълнително усложнява финансирането на правителствата, което довежда до дълговата криза през пролетта на 2010 г. Екстрактивният характер на фискалната политика се запазва и дори засилва по време на кризата.

През 2010 г. бюджетният дефицит в паричния съюз достига 6.4% от БВП, като този в Ирландия надвишава 30% поради спасяването на банки от държавата, а в Гърция е 15%. През 2011 г. суверенният дълг на Гърция е 170.3% от БВП, а този на Италия – 120.8%. През 2012 г. държавният дълг в Еврозоната е 90.6% от БВП, а през 2013 г. възходящата тенденция се запазва, достигайки 92.6%. През 2013 г. най-висок размер на държавния дълг отчитат Гърция (175.1% от БВП), Италия (132.6%), Португалия (129%) и Ирландия (123.7%). Прогнозите на ЕЦБ и Европейската комисия показват, че и през 2014 г. устойчивата тенденция към нарастване на дълга в Еврозоната ще продължи, като той ще надхвърли 92% от БВП. През 2014 г. нуждите за финансиране на държавите от Южна Европа остават на високи нива спрямо БВП (Италия – 28.4%, Португалия – 20.7%, Испания – 20.7%, Гърция – 15.8%), като тенденцията ще се запази поне до 2016 г. (МВФ, 2014).

От началото на дълговата криза най-ниски равнища на държавен дълг, притежаван от чужденци, в държавите от Южна Европа имат Испания и Италия – са съответно 29 и 35.1% от общия държавен дълг през 2012 г. Външният държавен дълг на гръцкото правителство е 68.2% от общия суверенен дълг, а този на Ирландия и Португалия съответно 63.9 и 60.4% от общия публичен дълг (МВФ, 2012). Разграничението между външен и вътрешен дълг е много важно в контекста на кризата в еврозоната, защото държавите не могат да девалвират валутата си, за да увеличат износа и да могат да обслужват външния си дълг. Кризата в Еврозоната е криза на външния дълг. Единствено страните, които имат големи дефицити по текущите сметки, са засегнати сериозно от кризата (Неновски, Маринова, 2014).

След първоначалното увеличаване на бюджетните разходи за спасяване на финансовите сектори, правителствата обявяват мерки за бюджетна консолидация или т.нар бюджетни икономии. За държавите от Южна Европа и Ирландия това се превръща във важно условие за получаване на финансова помощ от международните финансови институции. Проблемът е обаче, че бюджетни ограничения и икономически реформи продължават да се извършват преди всичко поради "външен натиск", което увеличава неодобрението към международните организации и води до появата националистически и антиевропейски движения в тези страни.

За справяне с кризата са направени съществени промени и са приети нови правила, свързани с координацията на икономическите политики на наднационално ниво, финансовия надзор, както и с изграждането на банков съюз. С мерките на европейско ниво за справяне с кризата (например създаването на Европейския механизъм за стабилност, промените в ПСР, Договора за стабилност и координация в ИПС, Единния надзорен механизъм) се засилва централизацията на наднационално ниво, което вероятно ще увеличи моралния риск във финансовите и икономическите системи и може да предизвика нови кризи. Тези действия на практика показват, че екстрактивната институционална рамка на Съюза се запазва и развива. В този смисъл главната пречка за прилагането на политики, които биха насърчили икономическия

растеж, е не незнанието на политиците, а стимулите и ограниченията, пред които се изправят те от страна на политическите и икономическите институции в техните общества (Аджемоглу, Робинсън, 2013).

Глобалната финансова и икономическа криза и кризата в ИПС оказват голямо негативно въздействие върху икономиките на балтийските държави и България. В условията на фиксирани курсове към еврото конюнктурата в Еврозоната влияе силно върху финансовия и реалния им сектор. В добри за икономиката времена икономическата ситуация в Еврозоната спомага за тяхното развитие и сближаване, а през периоди на криза затруднява тези процеси. В България и балтийските държави кризата започва с известно закъснение (през 2009 г.). В нашата страна е отчетен отрицателен растеж от -5.5% през 2009 г. при 6.2% годишен ръст на БВП за 2008 г., а в балтийските държави спадът е още по-голям – в Латвия през 2009 г. достига -17.7%, в Литва -14.8%, а в Естония – 14.1%.

През 2010 г. БНБ намалява размера на задължителните минимални резерви, които търговските банки трябва да държат от 12 на 10% от депозитната им база. Целта на тази промяна е недопускане на рязко свиване на кредитната дейност на банките, която се отразява върху реалния сектор на икономиката посредством спад в производството и потреблението. По данни на БНБ към края на първото тримесечие на 2014 г. банковата система на страната е доминирана от дъщерни банки от ЕС (над 60%), а пазарният дял на групата на местните банки достига 30.8%. От началото на световната финансова криза финансовата система на страната остава стабилна, което проличава от капиталовата адекватност и стойността на коефициента на ликвидни активи на търговските банки. През 2009 г. те са съответно 17.04 и 21.90%, а в края на първото тримесечие на 2014 г. – 20.42 и 27.12% (БНБ, 2014).

При режима на ПС в България ограничената роля на кредитор от последна инстанция силно лимитира и дори изключва опасно нарастване на ликвидността на банковата система, което е и основна причина за липса на криза в нея у нас. Във връзка с това "банковата криза" може да има политически източници (например случая с Корпоративна търговска банка). В този случай ПС има по-малко възможности за реакция в сравнение с типичната централна банка (например лихвена политика, операции на открития пазар, репо сделки и др.). Присъединяването към Европейския надзорен механизъм ще намали възможността банкови кризи да бъдат предизвиквани от политически действия, но в същото време ще се въведат "гаранции", които вероятно ще увеличат моралния риск в системата.

В балтийските държави и България паричната политика също е пасивна, като се запазва тенденцията отпреди кризата към провеждане на разумна фискална политика. Държавните разходи нарастват най-съществено през 2009 г., като най-високи са в Естония – 45.5%. В Литва и Латвия увеличаването на бюджетните разходи е резултат от банковите кризи и спасяването на финансовия сектор. След 2009 г. се наблюдава низходяща тенденция в разходите и в четирите държави, а правителствата провеждат рестриктивна фискална политика. В България най-висок бюджетен дефицит – 4.3% бе отчетен през 2009 г., през 2010 г. той е 3.1% от БВП, а през 2013 г. достигна 1.5%, т.е страната спазва ограничението на ПСР. За сравнение Еврозона 18 бюджетният дефицит е 3% от БВП.

По време на кризата в балтийските държави и България се наблюдава тенденция към повишаване на публичните дългове, но с много по-ниски темпове от тези в Еврозоната. През 2012 г. най-ниски нива на държавен дълг в ЕС-27 отчитат Естония и България респ. 10.1 и 18.5% от БВП. През 2013 г. балтийските държави и България са сред страните в ЕС с най-ниски нива на публичен дълг. В Естония той е 10% от БВП, в България – 18.9%, а в Латвия и Литва съответно 38.1 и 39.4%. Въпреки влошените бюджетни позиции и икономическата криза в тези държави криза на суверенните дългове няма, а стабилността на ПС се запазва. Естония успява да изпълни маастрихтските критерии и да приеме еврото на 1 януари 2011 г., а от 1 януари 2014 г. Латвия се превръща в 18-та държава-членка на паричния съюз. На 1 януари 2015 г. предстои присъединяването на Литва. Една от положителните тенденции в България в условията на криза е свързана с размера на частния външен дълг в страната. От началото на кризата той постепенно намалява, като през 2013 г. достигна 83% от БВП.

Последиците от кризата се очертават ясно в динамиката на основните показатели в платежния баланс – салдото по текущата сметка и чуждестранните инвестиции. Отрицателното салдо по текущата сметка не само рязко се свива, но през 2011 и 2013 г. отбелязва излишък. В същото време неколкостранно намаляват и ПЧИ в страната (вж. табл. 6).

Таблица 6

Салдо по текущата сметка на платежния баланс и преки инвестиции в България  
(млн.евро)

	2009	2010	2011	2012	2013
Салдо по текущата сметка	-3116.2	-533.1	+32.2	-333.9	+751.3
Преки чуждестранни инвестиции	2505.3	977.3	1212.7	802.0	957.3

Източник: БНБ.

Сега в България основният риск пред състоянието на публичните финанси в страната и развитието на икономиката е свързан с политическата нестабилност и загубата на доверие от страна на българските граждани и чуждестранните инвеститори в местните институции. Възстановяването и развитието на българската икономика от кризата е силно зависимо и от процесите и тенденциите в ЕС поради високата степен на отвореност на националната икономика към тези на Съюза. По данни на БНБ през 2009 г. външнотърговският оборот на страната представлява 79% от БВП, а през 2013 г. достига до 117.2% от БВП. От особено значение е и поддържането на сериозен фискален резерв, който спомага за намаляване на уязвимостта от външни финансови кризи. Това е свързано с ограничаване на преразпределителната роля на държавата и със създаването на по-добра бизнес-среда, т.е с по-нататъшното развитие на инклузивни институции. Наличието на такъв резерв към края на 2008 г. ограничава влиянието на финансовата криза върху българската икономика.

## **Заклучение**

За държавите с общата валута изпитанията в държавните бюджетни позиции и пред общата парична политика се предопределят до голяма степен от институционалната рамка на паричния съюз и от националните икономически политики преди и в условията на глобална криза. На ниво ЕС архитектурата на паричния съюз има предимно екстрактивна природа поради "неявната гаранция" и правилата за държавна бюджетна позиция, която се запазва и по време на кризата. Създаването на банков съюз и Европейския механизъм за стабилност засилва екстрактивния характер на институционалната рамка на Съюза, увеличава моралния риск и стимулира експанзионистична бюджетна политика в държави от Евроната. Членството в нея увеличава чувството за сигурност в националните правителства и икономическите агенти, но е съпроводено от загуба на фискална и финансова дисциплина. Изпитанията, свързани с държавните бюджетни позиции, дефлацията, огромния публичен дълг, в т.ч. външен, и в същото време високата безработица и слабият растеж могат да бъдат преодоляни с усилия както на национално (например разумни икономически политики, спазване на ограниченията на бюджетната политика и намаляване на преразпределителната роля на държавата), така и на наднационално ниво (например санкции при неспазване на бюджетните правила, доизграждане на вътрешния пазар и следователно свободно движение на хора, стоки, услуги и капитали).

В балтийските държави и България валутнокурсният режим (в т.ч. този на фиксиран курс при паричен съвет) има ограничаваща роля за провежданата парична политика и за фискалния резултат и оттам – за публичния дълг, вкл. външен. Комбинацията между ограничения, произтичащи от прилагания режим на паричен съвет, и изискванията на маастрихтските критерии за бюджетна позиция довежда до здрави публични финанси в България и Естония, добри бюджетни позиции и устойчиви нива на държавен дълг по време на кризата. Тази комбинация е свързана с по-добро състояние на фискалните сектори в държавите преди и в кризата, отколкото при еврото и неговата обща парична политика. Влизането в Евроната може да създаде изкушения за нарастване на бюджетния дефицит и дълга поради отпадане на задължението за пълно покритие на паричната база с валутни резерви и възможността дефицитът да бъде увеличен до 3% (и повече).

Сега основен риск пред бюджетната позиция на България е политическият. Огромно значение за процеса на възстановяване на икономиката има ситуацията в Евроната, където са основните търговски партньори на страната. В контекста на политическата нестабилност и "кризата" около четвъртата по големина банка в страната на дневен ред отново се поставя въпросът за присъединяването ни към паричния съюз.

## **Използвана литература**

Аврамов, Р. (1999). Паричен съвет и финансови кризи – опитът на България. – БНБ, ДР/6/1999.  
Аджемоглу, Д., Робинсън, Д. (2013). Защо нациите се провалят. Къде са корените на силата, просперитета и бедността. С.: Изд. Изток-Запад.

- Българска народна банка. (2014). Банките в България, януари-март.
- Добрев, Д. (2000). Паричният съвет в България: устройство, особености и управление на валутния резерв. – БНБ, ДР/9/1999.
- Договор за присъединяване на България към ЕС, подписан на 25.04.2005 г., в сила от 1 януари 2007 г.
- Договор от Лисабон за изменение на Договора за ЕС и Договора за създаване на Европейската общност, в сила от 1 декември 2009 г., Официален вестник на ЕС, бр. 50 от 17 декември 2007 г.
- Договор за стабилност, координация и управление в ИПС, подписан на 2 март 2012 г., в сила от 1 януари 2013 г.
- Неновски, Н. (2007). Паричният ред. С.: изд. Сиела.
- Неновски, Н., Маринова, Ц. (2014). Сравнителен анализ на суверенните дългове на държавите от Източна и Южна Европа. – Икономически и социални алтернативи, N 2.
- Неновски, Н., Христов, К., Петров, Б. (2001). От лев към евро. С.: изд. Сиела.
- Норт, Д. (2000). Институции, институционална промяна и икономически резултати. С.: Изд. Лик.
- Bagus, P. (2010). The tragedy of the euro. Auburn, Alabama: Ludvig von Mises Institute.
- Bruegel. (2014). Cross country insurance mechanisms in currency unions: an empirical assessment. – WP/2014/04.
- Campos, N., Corricelli, F., Moretti, L. (2013). Economic growth and European integration. A counterfactual analysis.
- De Grauwe, P. (2011). The governance of a fragile euro zone. – CEPS WP №346.
- IMF. (2014). Fiscal monitor. Public expenditure reform – making difficult choices.
- IMF. (2012). Fiscal monitor. Balancing fiscal policy risk.
- IMF. (1997). The changing role of the state in the economy: A historical perspective. – WP/97/114.
- Marciano, A. (2012). A review of Enrico Colombatto. – Markets, morals, and policy-making. A new defence of free-market economics, EACES, Vol.9, p. 331-334.
- Nenovsky, N. (2009). Monetary regimes in post – communist countries. Some long-term reflections. – AEAF WP N 2.
- Nenovsky, N., Karpouzanov, M. (2013). The Endogenous Fragility at the European Periphery: a Theoretical Interpretation. – In: Maltritz, D., Berlemann, M. (eds.). Financial Crises, Sovereign Risk and the Role of Institutions, Springer, p. 65-79.
- Nenovsy, N, Villieu, P. (2011). EU enlargement and monetary regimes from the insurance model perspective. – Post-Communist Economies 23 (4), p. 433-447.