

## ПАРИЧНИЯТ СЪВЕТ В ЕСТОНИЯ, ЛИТВА И БЪЛГАРИЯ: СРАВНИТЕЛЕН АНАЛИЗ

Акцентът е поставен върху институционалните и функционалните характеристики на трите парични съвета, както и върху историческия и политическия контекст на тяхното въвеждане. Задачите на изследването могат да се сведат до две: дескриптивна – систематизиране и обобщение на фактите относно функционирането на трите парични съвета и теоретична – изказване на някои хипотези относно функционирането на паричните съвети. Специално внимание е отделено на “автоматичния механизъм” на паричния съвет като често изтъквано негово предимство пред традиционната централна банка.

JEL: E63; E65; E31

Традиционната представа, че крайните форми на парични и валутно-курсони режими са неустойчиви и неефективни, отстъпи място в последните години на своята противоположност, известна като “*bipolar view* – биполярен поглед”. Според новото разбиране най-стабилните парични режими са: или крайна гъвкавост (свободно плаващ валутен курс), или крайна ригидност (паричен съвет, официална доларизация или паричен съюз). Стигна се дотам, че прагматичен икономист като Стенли Фишер (важна фигура при вземането на решения в МВФ) се изказа в подкрепа на “биполярния поглед” (Fischer, 2001), основавайки се върху мащабно емпирично изследване (вж. Приложение 1). Както е известно, в миналото, “биполярната” позиция беше подкрепяна преди всичко от смятащите се за “ексцентрични” икономисти като Милтън Фридман, Курт Шулер и др.

В динамиката на паричните режими в преходните икономики също се наблюдава посочената “тенденция към поляризиране”. В Естония, Литва, България, Босна и Херцеговина бяха въведени парични съвети (една от крайните форми на фиксираност).<sup>1</sup> Новото поколение ПС се отличава

---

<sup>1</sup> Обикновено привържениците на паричните съвети (ПС) изтъкват три основни техни характеристики (предимства), които ги отличават от другите парични режими. *Първо*, високата степен на доверие в паричните власти (ПС е своеобразна парична конституция), по-доброто циркулиране на информацията и като резултат от това – по-добра предсказуемост в икономиката. *Второ*, твърдите бюджетни ограничения, поставени пред всички икономически агенти, които трябва да “понасят” сами разходите от резултатите на своите действия. И *трето*, наличието на автоматичен, саморегулиращ се механизъм, преодоляващ различните шокове върху икономиката без дискреционната намеса на централната банка. Автоматичният механизъм (АМ) на ПС може да бъде открит практически във всяка публикация, разглеждаща по един или друг начин паричните съвети. Учудващото е обаче, че детайлни теоретични и емпирични анализи на АМ почти липсват. Представянето му най-често се свежда до изтъкване на връзката между динамиката на платежния баланс и динамиката на паричната маса (понякога резервите пари) на дадена страната. В посочения смисъл се декларира паралел с функционирането на златния

значително от ортодоксалните парични съвети, характерни за колониалната епоха. То запазва до голяма степен елементи от дискреционната политика на централната банка (ЦБ). Обяснението за това е, че новите ПС възникват хронологично след съществуването на ЦБ (своеобразна "зависимост от пътя" - *path dependence*), и че са "обкръжени физически и интелектуално" от многобройни ЦБ, използващи в една или друга степен инструментите на паричната политика.

Естония, Литва и България са типични представители на новото поколение ПС.<sup>2</sup> И трите страни преживяха почти половинвековен период, в който парите бяха лишени от основните им функции и паричното поведение на населението беше насилствено опростено и ограничено. Въвеждането на ПС в Естония се осъществи паралелно с "откъсването" на страната от зоната на рублата и въвеждането на националната валута, докато Литва и в по-голяма степен България въведоха паричен съвет след определен период на дискреционна ЦБ. Всяка от тези три страни в една или друга степен инкорпорира в структурата на ПС елементи на дискреционна парична политика, т.е. отклонява се от ортодоксалния дизайн на ПС. Сравнителният анализ на паричните съвети в България, Естония и Литва има и друго практическо измерение, свързано с интегрирането в Еврозоната. Би било полезно да се оцени способността ПС най-бързо и с най-малко разходи (да речем, "оптимално") да осигури интегриране в Европейския съюз и Европейския паричен съюз.

Статията има следната структура: във *втора, трета и четвърта част* представяме основните институционални, легални и политически и инструментални характеристики на ПС съответно в Естония, Литва и България. Специално акцентираме върху началните условия на въвеждането на ПС, които до голяма степен определят последващата му динамика, както и доброто функциониране на АМ. Успехът на ПС зависи в определяща степен и от цялостната политическа, легално-институционална и икономическа среда, в която той действа. Затова задачата ни в тук е да я представим. В *заключението* е направено систематизиране и кратък сравнителен анализ между ПС в Естония, Литва и България. Специално внимание е обърнато на функционирането на АМ на ПС, т.е. на синхронното и еднопосочно движение на платежния баланс и паричната маса (и резервните пари).

---

стандарт, където движението на платежния баланс, паричната маса (обвързана с динамиката на потоците от злато) и общото равнище на цените автоматично се уравновесяват. За съжаление сравнителен анализ между АМ на паричните съвети и АМ на златния стандарт също не може да бъде открит в икономическата литература. Доколкото ни е известно възможно най-детайлно и подробно описание на АМ на ортодоксален тип ПС е дадено от Стив Ханке, Курт Шулер и Ларс Жонунг (Hanke, Jonung, Schuler, 1993), а преди тях от Алън Уолтърс (Walters, 1989).

<sup>2</sup> Няма да сравняваме резултатите от функционирането на ПС в Източна Европа. Това е правено многократно (вж. Balino, T., Ch. Enoch, 1997; Pautola, N., P. Backe, 1998; Ghosh, A., A.-M. Gulde and H. Wolf, 2000).

За да опростим сравнението на ПС в България, Естония и Литва, групираме *основните му характеристики* в четири групи: 1) политическа воля за въвеждане и политически ангажимент за поддържане на режим на ПС; 2) легални характеристики и легален ангажимент; 3) институционални аспекти на ПС и възможности за парична дискреция; 4) общоикономическа либерализация като основа за функционирането на АМ. Поредността на изложение на страните се определя от хронологията на въвеждането на ПС, а именно Естония, Литва и България.

### **Естония - политическа решимост и икономическа либерализация**

Първата страна от бившия социалистически лагер (а и една от първите в света), въвела ПС, е *Естония* (20.06.1992 г.).<sup>3</sup> Стартът съвпадна със създаването на собствена национална валута (или възстановяването на старата, премахната през 1939-1940 г.).<sup>4</sup> По този начин Естония премина директно от зоната на съветската рубла, управлявана по планов път, към независима валута, покрита 100% с валутни резерви. Нямаше период на дискреционна ЦБ, провеждане на активна парична политика, както и паралелни и преходни валути (подобно на останалите балтийски страни).<sup>5</sup> Кроната наследи кратък период на спонтанна "доларизация", подкрепена и стимулирана от Естонската централна банка (ЕЦБ).<sup>6</sup>

*Политическата решимост* за въвеждане на ПС и покрита валута в Естония са забележителни. Още преди получаването на политическа независимост през август 1991 г. в страната се предприемат ходове за създаване на собствена стабилна национална валута, която да я откъсне от разпадащия се СССР и бързо обезценяващата се рубла.<sup>7</sup> През март 1991 г. е

<sup>3</sup> В 4 часа сутринта.

<sup>4</sup> Прибалтийските републики са анексирани напълно от СССР през 1944 г.

<sup>5</sup> Ако не се смята много краткият период на т. нар. "локална съветска рубла - Local Soviet Ruble", когато ЕЦБ започва да котира съветската рубла според пазара на черно (Kukk, 1997). Според Kalev Kukk това е своеобразна "локална девалвация на съветската рубла", което е равнозначно на своеобразно пускане в обръщение на нова стопроцентно покрита валута. За много кратък период ЕЦБ легализира два вида локални пари - тези на град Тарту и на Естонската спестовна банка, възникнали спонтанно и главно поради проблемите с дефицита на наличност (кеш).

<sup>6</sup> За решимостта на естонските власти да се откъснат от зоната на рублата и да въведат твърда валута говори и фактът, че правителството разработва план за "официална доларизация" още от началото на 1991 г. Поради крайната си несъвместимост с действащото съветско валутно законодателство този план не става официален (Kukk, 1997).

<sup>7</sup> Съветският съюз се разпада през декември 1991 г. През 1992 г. инфлацията в Естония достига 1000% (Melliss, Cornelius, 1994). Интересно е да се отбележи, че още в края на 90-те години в Московския университет (където авторът на тази статия беше студент) беше създадена работна група от експерти (включваща студенти от Прибалтика) и известна като група на

учреден Комитет по парична реформа със задача да подготви въвеждането на кроната,<sup>8</sup> което се разглежда като символ на национален суверенитет и скъсване с политическия и икономическия диктат от страна на Москва. Решаваща за вътрешната политическа категоричност на естонските власти е и политическата и финансова подкрепа отвън. Известно е, че Естония много бързо получи "замразените" си след Втората световна война авоари (общо 11.3 т злато от Англия, Банката за международни разплащания и Швеция), което ѝ помогна да стартира своя ПС (т.е. да покрие парите в обръщение, сметките на търговските банки и някои спестовни депозити).<sup>9</sup> Малко известен обаче е фактът, че на 8 май 1992 г. се състоя среща на председателя на ЕЦБ с президента на Бундесбанк, след което се взе политическо решение кроната да се прикрепи към германската марка (ВОНЕ, 2000). Първоначално МВФ е скептичен към въвеждането на национални валути в Прибалтика и особено в Естония (Lainela, Sutela, 1994). Една от причините за това е намерението на Фонда да въведе традиционни ЦБ, което не се вписва в плановете на естонските власти за използването на ПС. Този факт говори в полза на твърдението, че за разлика от Литва и особено България, в Естония решението за ПС беше преди всичко национален избор.

Едновременното въвеждане на ПС и кроната се осъществява чрез трите основни закона от 20 май 1992 г. (Закон за валутата на Република Естония, Закон на Република Естония за стабилността на естонската крона и Закон на Република Естония за чуждестранната валута).<sup>10</sup> Почти една година по късно (18 май 1993 г.) се приема Законът за Естонската централна банка.<sup>11</sup> Заедно с обмяната на рублите с нови крони по курс 1 крона за 10 рубли (или

---

Медведев-Нит, която имаше за цел да проучи възможностите за пускане на самостоятелна валута в Прибалтика по подобие на златния червонец от началото на 20 -години на НЕМ (вж. за това също Kukk, 1997; Lainela, Sutela, 1994).

<sup>8</sup> Новите пари са отпечатани в Англия. Важно е да се отчете необходимостта от технологично време за тяхното производство, което варира между 18 месеца и 3 години, но може да се съкрати до 6 - 10 месеца (Abrams, Cortes-Douglas, 1993).

<sup>9</sup> В действителност ПС в Естония не стартира със 100-процентно покритие на избраните пасиви в Емисионно управление, като в баланса се появява статия "Капитал", която отразява нетната (в случая отрицателна стойност) на ПС (Bennett, 1993). След получаването на втория транш от злато от БМР (BIS) през септември, това покритие е достигнато. Латвия получава общо 7 т злато, а Литва - 6 тона.

<sup>10</sup> Последният закон престава да бъде в сила през август 1994 г., когато Естония приема чл. VIII на МВФ, либерализирайки капиталовата си сметка. Страната става член на МВФ на 25 май 1992 г., 5 дена след приемането на трите основни закона за въвеждането на ПС и кроната и 1 месец преди фактическото му стартиране.

<sup>11</sup> Интересно е да се отбележи, че за разлика от Закона за БНБ, в който изрично са записани правилата на ПС, в Закона за ЕЦБ това не е направено. В последния правилата на паричния режим и паричната политика са формулиране пределно общо и по традиционен начин. Осъществяването на първоначалната версия на закона е записано, че ЕЦБ няма право да отпуска кредити на правителството и местните власти - чл.16 (ВОНЕ, 1993).

1 крона за 50 рубли)<sup>12</sup> новата крона се фиксира към марката в отношение 1 DEM=8 ЕЕК. Трябва да се има предвид, че появата на ПС, както и на националната парична единица, означава фактически и поява на един нов доход за страната - сеньораж (ще видим по-нататък, че в случая на България въвеждането на ПС води до намаляване на сеньоража).

Политическата воля за поддържане на ПС намира израз и в строгата *легалната рамка* (първите от посочените закони) на функционирането му в Естония. ЕЦБ няма право да девалвира курса на кроната (ревалвацията не е отречена), като това може да стори единствено парламентът при наличието на квалифицирано мнозинство.<sup>13</sup>

Въпреки "строгия" политически и юридически ангажимент за ПС, *институционалната структура* на ЕЦБ дава възможност за определения отклонения от ортодоксалния му дизайн. Първото, което се забелязва, е разделянето на баланса на банката на две. Подобно на английската ЦБ от XVIII век, ЕЦБ се състои от Емисионно управление, в което са концентрирани всички високоликвидни активи и пасиви (фактически ПС), и Банково управление, в което освен по-нисколиквидните активи и пасиви като актив се отчита и нетната стойност на ПС (сумата от валутни резерви свръх покритието на паричните задължения).<sup>14</sup> Наличието на този свръхрезерв (или буфер) дава възможност за финансова намеса от страна на ЕЦБ при възникването на ликвидни затруднения в банковата система, т.е. за изпълнение на *функциите на КПИ*.<sup>15</sup> Втората особеност на ПС в Естония е наличието на *депозитни сертификати*, емитирани от ЕЦБ (от март 1993 г.), които въпреки твърдението, че се използват за стимулиране развитието на междубанковия пазар (служат за колатерал) и въпреки слабите обеми, *strictu sensu* са отклонение от принципите на ПС (Aima, 1998; Lepik, 2000). Третата особеност е *активното* използване на равнището и методиката на

<sup>12</sup> Относно условията за обмяна на рубли в крони вж. ЕЦБ (2001) или Kukk (1997). Паричната реформа може да се разглежда като алтернатива на шоковата либерализация на цените при решаването на феномена на "надвисналата ликвидност".

<sup>13</sup> Любопитно е, че до 1996 г. министърът на финансите участва при вземането на решения на Управителния съвет на ЕЦБ (Aima, 1998).

<sup>14</sup> При първоначалното разделяне на баланса на ЕЦБ на две части възникват определени затруднения. Те отчасти се свързват с принудителното включване на някои позиции в пасива на Емисионно управление. Например като задължения са отчетени спестовните депозити на населението в естонските клонове на съветската Сберкасса, които са покрити с валутни резерви. Първоначално в баланса на Банково управление се появяват и други "нетрадиционни" позиции, свързани предимно с взаимоотношенията на Естония с Русия. Такива са например задълженията към руската армия в Естония и др., за чието покритие няма достатъчен валутен резерв. Впоследствие те се преместват като кешови задължения в Емисионно управление заедно с еквивалентен запас от валутни резерви (Bennett, 1993).

<sup>15</sup> Още в самото началото на функционирането на ПС (1992/1993) този излишък се използва от ЕЦБ за рекапитализация на някои търговски банки (Bennett, 1993; Abrams, Cortes-Douglas, 1993).

определяне на *задължителните резерви* на търговските банки. Практически честото манипулиране на този инструмент (10-15 пъти от началото на ПС) го приближава до дискреционните инструменти на ЦБ за въздействие върху паричното предлагане.

През юли 1996 г. се премахва спредът на валутния курс, като по този начин се оказва еднократен шок върху ликвидността в икономиката. През август 1994 г. се либерализира капиталовата сметка, което облекчава функционирането на АМ. Важно, е да се подчертае, че сред факторите, осигуряващи АМ да се движи по-плавно, са и структурата на естонската банкова система, и особено наличието на клонове на чужди банки (Bennett, 1993). Според I. Korhonen (1996) Естония изпреварва значително Литва и Латвия при реформиране на банковата си система (тя е органично свързана с останалите финансови посредници).<sup>16</sup> За разлика от България и Литва правителството не държи своите пари в ПС, което прави по-прозрачна връзката между валутните резерви и резервните пари. Създаването на Фонд за гарантиране на депозитите се осъществява едва през 1998 г. Това означава, че през периода 1991-1998 г. проблемите с асиметрията на информацията са били решавани по пазарен път (въпреки че е възможно и друго тълкуване).

Знаем, че за най-ефективното функциониране на АМ на ПС е нужна пълна *либерализация на икономиката*. Естонският случай е най-близо до тази идеална ситуация. Основните пазари и цени в икономиката много бързо са либерализирани (Bennett, 1993; Saarniit, Tamla, Randveer, 2000). Цените на нетъргуемите стоки се определят по пазарен принцип, а пазарът на труда е много гъвкав и безработицата относително ниска - около 4-5 % (Saarniit, 2000). Смяната на собствеността и реструктурирането на икономиката също са бързи и радикални (повече от 70% от БВП се генерират от частния сектор, а третичният сектор произвежда около 2/3 от БВП). И накрая е нужно да отбележим, че АМ на естонския ПС беше тестван няколко пъти, като най-сериозно - по време на азиатската и руската криза през 1997 - 1998 г. Бързата "реакция" на естонските лихвени проценти (важно звено от сложната верига на уравнивяване) е косвено доказателство за "доброто здраве" на АМ.

Във връзка с бъдещото (в близките няколко години) членство в ЕС и с цел да засили своята преговорна позиция, в края на 2000 г. ЕЦБ прие план за *реформа на паричната си стратегия* (BOE, 2000). ПС се запазва като носеща конструкция при прехода към Еврозоната. Веднага е нужно да се спомене, че независимо от водещата си позиция в реформите в сравнение с останалите страни от ЦИЕ Естония беше една от държавите, които най-

---

<sup>16</sup> Надзорът върху банковия сектор и небанковите финансови посредници се осъществява от общ орган.

твърдо защитаваха запазването на ПС и неговата съвместимост с ERM II тогава, когато Европейската централна банка и Европейската комисия изказаха съмнения относно качествата на ПС като преходен паричен режим. Планът за реформа на паричната стратегия на Естония се състои от две фази - до средата на 2001 и след 2001 г. Основният елемент от измененията обхваща системата на задължителни резерви - плавно достигане равнищата в ЕС от 2% и акцентиране върху ликвидните изисквания (като тези в Аржентина). Предвижда се възможност за интрадей кредит (в рамките на деня), свързан с нуждите на платежната система. Операциите на открития пазар, когато в ПС ще се появят вътрешни активи, се предвиждат за периода след влизане в Европейския паричен съюз.

### **Литва - постоянна несигурност относно бъдещето на ПС**

Въвеждането на ПС в Литва, както и по-нататъшното му функциониране се отличават значително от естонското решение въпреки сходството и общата историческа съдба на двете страни. Различният политически избор за паричен режим в началото на прехода определя до голяма степен функционирането на АМ впоследствие.

Ако трябва да се характеризира накратко литовският подход към ПС, то това са *политически* "колебания и несигурност" през целия период на неговото въвеждане и функциониране. Докато в Естония бордът е използван като средство за спечелване на доверието в новоустановената национална валута, то в Литва решението за прилагането му е повлияно по-скоро от отсъствието на правило за паричната политика може да създаде условия за натиск върху централната банка (да финансира бюджетните дефицити). За разлика от Естония Литва прибегва до помощта на ПС след период на дискреционна ЦБ, съществуването на временна валута и период на плаващ курс на новите национални пари.

Въпреки че литовският парламент приема Закона за националната валута още през декември 1991 г., политическите дебати отлагат за известно време напускането на зоната на рублата.<sup>17</sup> През май 1992 г. литовските власти въвеждат временна валута талонас (talonas), която има стойността на руската рубла (1:1). До октомври 1992 г. новата валута циркулира паралелно с рублата, след което последната престава да бъде платежно средство.<sup>18</sup> На 25 юни 1993 г. властите оповестяват въвеждането на нова национална валута литас (litas), а след юли 1993 г. талонас престават да бъдат законно

<sup>17</sup> Интересно е да се отбележи, че Литва декларира политическа независимост още през март 1990 г. (преди Естония). Централната банка на страната (ЦБЛ) се създава (т.е. се "възстановява") през 1990 г.

<sup>18</sup> ЦБЛ започва да изтегля рублите от обръщение през септември 1992 г.

платежно средство. Забранява се и използването на чуждестранна валута за обслужване на транзакциите.

В началото на реформите Литва (подобно на Естония) преживява проблеми, свързани със структурните промени в икономиката, либерализирането на административно поддържаните цени, шоковете в международната търговия и хиперинфлационните процеси в зоната на рублата. Отсъствието на строга фискална и парична политика през този период допълнително поражда нестабилност. Вследствие на това временната национална валута (талонас) се обезценява с над 50% за периода между октомври 1992 г. и април 1993 г., а голяма част от сделките се осъществяват в чуждестранна валута - около 80-90% (Vetlov, 2001). Въвеждането на литас и затягането на паричната политика през април 1993 г. води до рязко поскъпване на националната валута и бързо намаляване на инфлацията. Към средата на август 1993 г. литовската валута възстановява повече от половината загуба на стойността си спрямо долара, след което валутният курс остава относително стабилен, а доларизацията се установява и до днес на около 50%.<sup>19</sup>

Паричният съвет се въвежда хронологически след пускането в обръщение на литаса и след период на дискреционна парична политика и плаващ валутен курс.<sup>20</sup> Предложението за преминаване към ПС е направено от министър-председателя по време на пресконференция през октомври 1993 г. и става обект на оживени и продължителни дебати,<sup>21</sup> сблъсък на разнопосочни икономически, политически и идеологически интереси (Samard 1996). За разлика от Естония в Литва няма консенсус за въвеждането му. Идеята за ПС се подкрепя от правителството и МВФ,<sup>22</sup> а намира противници в лицето на централната банка (старото и новото ръководство<sup>23</sup>), търговските банки и много индустриалци. Централната банка се обявява открито срещу въвеждането на ПС с мотива, че е провеждала успешна парична политика, довела до намаляване на инфлацията и стабилизиране на

---

<sup>19</sup> Вж. Vetlov (2001).

<sup>20</sup> Изчерпателен сравнителен анализ на новите пари в трите прибалтийски републики е направен в Kukk (1997).

<sup>21</sup> Половин година (Niaura, 1998).

<sup>22</sup> Тук позицията на МВФ е различна от тази в Естония. Към привържениците на ПС могат да се отнесат и някои влиятелни неправителствени организации, например Lithuanian Free Market Institute, споделящ либерални идеи. Някои икономисти от този институт предлагат ПС да бъде в крайно ортодоксална форма и неговото седалище да се изнесе извън страната. Предлага се ПС да функционира като инвестиционен фонд, което е крайно либерална форма на парична организация, изказвана само в рамките на теоретична хипотеза (например от Кевин Доун). Привържениците на паричните съвети и свободните банки са също едни от вдъхновителите на паричната реформа в Литва (Селджин, 1995).

<sup>23</sup> Вж. Aima (1998).



валутния курс. Федерацията на индустриалците настоява за фиксиране на курса на по-високо равнище, за да се запази конкурентоспособността на литовския износ. Срещу предложението за фиксиран курс се обявява Асоциацията на търговските банки, чиито членове до този момент са реализирали значителни печалби от търговията с чуждестранна валута. Тази "политическа несигурност" по отношение на ПС продължава през целия период на съществуването му и го прави заложник на ниско доверие. А именно такива характеристики са основното предимство на ПС и гарант за неговата стабилност.

Слабият политически ангажимент към ПС намира отражение и в *законовата му уредба*. Паричният съвет е установен със Закон за стабилността на лита (Litas Stability Law) от 17 март 1994 г., влязъл в сила на 1 април същата година. В него не се посочва нито равнището на фиксиране на курса, нито към коя валута да стане това (!). Записано е също, че смяната на равнището на курса е прерогатив на правителството. Едва на 20 юли 1994 г. с поправка в закона се дават и определени права на ЦБЛ по отношение на валутния курс. Равнището му, както и резервната валута са определени единствено в Меморандума на Литва и МВФ от 1994 г. За резервна валута е избран щатският долар, като валутният курс е фиксиран на равнище 1USD=4LTL.

За разлика от ПС в Естония и България *институционалната и организационната структура* на ЦБЛ остава непроменена. Балансът на банката не е разделен на две части, което прави по-малко прозрачно правилото на ПС. Съгласно закона банката е длъжна при поискване да продава долари срещу емитираните от нея банкноти и другите ѝ ликвидни задължения, които включват резерви и депозити на търговските банки, депозитите на правителството и салдата по сметките на други централни банки.<sup>24</sup> Първоначално покритието на паричната база с нетните международни резерви е под 100%.<sup>25</sup> В сравнение с паричните власти в балтийските страни ЦБЛ започва реформите с най-малко чуждестранни резерви от гледна точка размера на икономиката.<sup>26</sup> Страната подсилва своите резерви след сключването на споразумение с МВФ, получените средства по което трябва да се върнат до 10 години. Поради дългосрочния характер на заетите от Фонда ресурси те се смятат за надеждно покритие на паричната база. В рамките на няколко месеца вследствие притока на капитали паричната база получава не

<sup>24</sup> Само лицензирани банки имат право да обменят валута директно с ЦБЛ.

<sup>25</sup> Подобно на Естония.

<sup>26</sup> Литва получава замразените си златни резерви в Banque de France и Bank of England през 1992 г.

само пълно покритие спрямо нетните външни резерви, но се реализира и излишък.

С установяването на ПС се премахва възможността за финансиране на правителството от централната банка, макар че в Литва това не налага промяна в практиката, тъй като още преди въвеждането на борда правителството няма задължения към нея. За сметка на това фискалният резерв на правителството<sup>27</sup> е в пасива на ЦБЛ и неговите колебания влияят върху паричното предлагане (подобно на българския случай).<sup>28</sup> Правителството се намесва и по други начини във функционирането на ПС. Показателен е случаят, когато през декември 1994 г. то залага активите на борда, за да получи заем от частна германска банка (Camard, 1996). Законодателната власт също не остава по-назад - в парламента се появяват подписки и открити писма от депутати за отмяната на борда и слуховете за девалвация са постоянни.

Институционалният дизайн на ПС в Литва позволява провеждането на дискреционна парична политика и упражняването на функцията си на кредитор от последна инстанция. Kustaa Aima е още по краен в оценките си, като предполага, че в Литва не съществува режим на ПС: "В действителност литовската система е обикновена система на фиксиран валутен курс с определени ограничения върху паричното предлагане. Иначе, литовската система отговаря на нормалните критерии за ПС и се твърди, че Литва има ПС, докато в действителност това не е така" (Aima, 1998, p. 23).

Два са *инструментите на парична политика* – минималните задължителни резерви (които нормативно често се преразглеждат)<sup>29</sup> и краткосрочното финансиране на търговските банки. Когато през декември 1994 г. някои банки преживяват ликвидни проблеми, ЦБЛ предприема действия, които нарушават установените принципи. В замяна на отпускането на заем за националната енергийна система най-голямата банка в Литва е освободена от поддържането на задължителни резерви. В края на декември на банките се разрешава да отчитат като задължителни резерви притежаваните от тях съкровищни бонове. Другата особеност, позволяваща провеждането на парична политика, е че всеки излишък на чуждестранните резерви над паричната база може да се използва за операции на кредитор от

---

<sup>27</sup> Вж. Pautola, Backe (1998).

<sup>28</sup> За влиянието на динамиката в паричните потоци на правителството върху паричната политика вж. Almuina (1999).

<sup>29</sup> Когато през 1995 г. се усещат признаци за настъпване на банкова криза, централната банка намалява минималните задължителни резерви от 12 на 10% (през април 1995 г.) и до 5% (през май 1996 г.) В допълнение на това през март 1996 г. се премахват санкциите при поддържане на недостатъчен обем задължителни резерви. След затихването на банковата криза тези санкции се възстановяват през юни 1996 г. и задължителните резерви са възстановени до равнището от 10%.

последна инстанция. Така централната банка може да разширява краткосрочните заеми за търговските банки или да купува от тях държавни ценни книжа, когато ликвидните проблеми в банковия сектор представляват заплаха за финансовата стабилност на системата.

Нужно е да се отбележи, че функционирането на ПС в Литва става на общия фон на най-бавната от прибалтийските реформи - колеблива либерализация на цените, късно отделяне от рублевата зона, ниска автономност на ЦБ (Aima, 1998), политически скандали и диспути, по-слаба "идентификация" със северните съседни страни и т.н. (Lainela, Sutela, 1994).

Въпреки успеха на ПС в Литва, в края на 1996 г. сред политическите среди започва да се лансира идеята, че страната постепенно трябва да изостави ПС, като същевременно запази режима на фиксиран курс (Niaura, 1998). Властите оправдават предложенията за промяна с нуждата от регулиране и неутрализиране на колебанията на паричния пазар, необходимостта от по-широко прилагане на функцията на кредитор от последна инстанция и натрупването на опит в провеждането на паричната политика преди присъединяването към ЕМУ.

Идеите за постепенно напускане на ПС намират официален израз през януари 1997 г., когато литовската ЦБ оповестява Програма за парична политика 1997-1999 г. Този документ планира изоставянето на ПС да премине през три етапа (Dagilis, 1998). На първия е предвидено въвеждането и прилагането на няколко инструмента на парична политика. Като основание за това се посочва стремежът да се намали колебливостта на лихвените проценти, да се подобри вторичният пазар на ДЦК и да се постигне по-ефективно регулиране на ликвидността в банковата система. В кръга на инструментите са включени РЕПО операции, аукциони на срочни депозити, овърнайт кредити и краткосрочни ломбардни заеми.<sup>30</sup> Важно е да се отбележи, че на този етап остава в сила изискването за пълно покритие на паричната база с нетните чуждестранни резерви. Вторият етап на програмата предвижда поправки в Litas Credibility Law, които на практика са равностойни на изоставяне на ПС. Идеята е покритието на паричната база да бъде разширено с вътрешни активи като съкровищни бонове, заеми за търговските банки и други деноминирани в национална валута активи. В същото време се запазват фиксираният курс и обменемостта на националната валута срещу долари.<sup>31</sup> Първоначалният вид на програмата предвижда на третия етап литасът да бъде фиксиран първоначално към кошница, съставена от щатския

---

<sup>30</sup> РЕПО операциите със съкровищни бонове и аукциони на срочни депозити са въведени през лятото на 1997 г.

<sup>31</sup> В този етап програмата предвижда нововъведените инструменти на парична политика да бъдат използвани главно в рестриктивна посока, за да не се оказва натиск върху фиксирания курс.

долар и еврото, след което при необходимост да се въведат елементи на гъвкавост.<sup>32</sup>

Колебанията обаче не спират дотук. Поради наличието на "някои неизяснени въпроси относно провеждането на паричната политика" през юли 1999 г. Управителният съвет на ЦБЛ приема "Указания за прилагането на инструментите на парична политика", с което определя целите, условията и границите за използването на тези инструменти. Тя изрично декларира намерението си прилагането на инструментите да се базира на две ограничителни условия: първо, запазване на фиксирания курс и неограничена конвертируемост между националната и резервната валута, и второ, пълно покритие на деноминирания в национална валута задължения на ЦБЛ с чуждестранни резерви. Като основание за прилагането на инструменти на парична политика се посочва необходимостта на финансовите пазари да се поддържа или постигне равновесие, обусловено от фундаменталните фактори, и да се неутрализира влиянието на временно нарушаващи равновесието фактори като измененията на депозита на правителството в централната банка, значителни финансови трансакции, получаване и изплащане на големи чуждестранни заеми и т.н. Като аргументи за използването на инструменти централната банка изтъква и необходимостта от развитието на финансовия пазар в Литва и подготовката за присъединяване към Европейския паричен съюз.

През октомври 1999 г. ЦБЛ взема *ново решение* - планираното за 2000 г. преориентиране към еврото да бъде отложено, а през втората половина на 2001 г. литасът да бъде фиксиран директно към еврото, без да се преминава през фиксиране към валутна кошница, съставена от еврото и щатския долар. Централната банка обръща особено внимание на това, че при фиксирането към еврото въпросът за обезценка изобщо няма да бъде разглеждан, тъй като такава промяна несъмнено би имала негативни последици върху литовската икономика.

### **България - външно налагане на ПС след финансова криза**

Въвеждането на ПС в България се отличава от това на Естония и Литва както по причините, така и по начините на осъществяване.<sup>33</sup> То е класическа илюстрация за външно налагане на институционална промяна на паричния режим (в случая от кредиторите на България и МВФ). В същото време, както ще видим, българският ПС има някои общи характеристики с този в Естония (разделяне на баланса), и в Литва (заем от МВФ като част от валутния резерв).

---

<sup>32</sup> Съгласно стратегията на ЦБЛ необходимите условия за прилагането на тази фаза са наличие на вътрешна макроикономическа и финансова стабилност, постоянно нарастване на депозитите и ниска инфлация.

<sup>33</sup> ПС в България е анализиран многократно. Вж. например: Минасян (1999), Nenovsky (1999).

Бавният и нерешителен преходът към пазарна икономика в България след 1991 г. логично доведе до въвеждане на ПС през 1997 г. Още тук е нужно да се припомни, че идеята за това беше лансирана в самото начало на прехода 1990 – 1991 г. (Hanke, Schuler, 1991), но не получи подкрепа нито от българските среди, нито от МВФ. Ако той беше въведен тогава (подобно на Естония), е повече от ясно, че траекторията на България през последните 10 години би била съвсем друга. Продължилото с години игнориране на нуждата от радикална и последователна структурна реформа доведе до натрупването на макроикономически дисбаланси, които се пренесоха и във финансовата сфера. Много от държавните предприятия продължаваха да натрупват загуби, които се прехвърляха към банковия сектор или се поемаха от бюджета. Монетизирането на големите бюджетни дефицити и често предприеманите мерки за спасяване на изпаднали в затруднения търговски банки постоянно създаваха условия за инфлационен натиск, сътресения на валутния пазар и в крайна сметка - обезценка на лева. БНБ беше изгубила всякакъв контрол върху източниците на резервните пари и върху паричното предлагане (Неновски, 1998). Бягството от лева беше неконтролируемо.

Кулминационната точка на "българският преход" беше финансовата криза от края на 1996 г. и началото на 1997 г. Българската икономика изживя период на хиперинфлация (43% през януари и 240% през февруари 1997 г.), рязко намаление на чуждестранните резерви (до 440 млн. щ. дол. без монетарното злато), затваряне на 14 банки (чиито баланси представляват близо 25% от консолидирания баланс на банковата система) и бягство от местната валута (OECD, 1999). Реалният доход, който през 1994 и 1995 г. нарасна за първи път след началото на реформите, спадна с повече от 10% през 1996 г., а валутните резерви се стопиха до по-малко от два месеца внос (Gulde, 1999).

Стана ясно, че е нужна нова институционална рамка на паричния режим, драстична промяна в паричната политика, която да наложи финансова дисциплина и да сложи край на порочната практика на постоянно монетизиране на бюджетните дефицити и рефинансирането на банките. ПС беше най-подходящата и приемлива мярка.<sup>34</sup> Въвеждането му в България обаче е израз не толкова на формирала се в страната *политическа решимост* за радикална промяна, колкото неизбежна мярка, наложена по настояване на МВФ и чуждестранните кредитори, които виждаха в този ангажимент гаранция за изпълнението на стабилизационната програма,

---

<sup>34</sup> Възможно беше още тогава да се помисли за въвеждането на германската марка като национални пари, но нито политиките, нито икономистите бяха подготвени за такова решение.

единствения възможен начин за постигането на финансова дисциплина, а следователно и за обслужването на външния дълг.<sup>35</sup>

Пътят, водещ до избора на ПС като стабилизационен инструмент, е изпълнен с политически колебания и дискусии.<sup>36</sup> Предложението за установяване на ПС е направено през ноември 1996 г.,<sup>37</sup> когато мисията на МВФ инициира дискусия сред българските власти и основните групи на интереси като политическите партии, профсъюзните организации, чуждестранните кредитори, медиите и академичните среди (Gulde, 1999).<sup>38</sup>

Плановете за въвеждане на паричен съвет и радикални мерки за стабилизация на финансовата система постепенно получават широка обществена и политическа подкрепа. Поради това още преди законодателното регламентиране на принципите на ПС повечето държавни институции започват да функционират в съответствие с правилата на новата парична система.<sup>39</sup>

След първоначалните спорове за необходимостта от паричен съвет в България дискусиите се пренесоха върху въпроса за избора на резервна валута и равнището на фиксирания курс. Предложенията за избор на резервна валута визираха щатския долар, германската марка, както и кошница, в която двете валути участват в определено съотношение. Въпреки че към този момент изборът на долара изглеждаше икономически по-уместен заради доминиращото му място в транзакциите и валутния резерв на

---

<sup>35</sup> Преди програмата от април 1997 г., която стои в основата на ПС, България сключва четири стенд-бай споразумения с МВФ (1991, 1992, 1994 и 1996 г.), от които докрай е изпълнено само първото (Gulde, 1999; Йоцов, 2000).

<sup>36</sup> Любопитна е да се отбележи, че социалистическото правителство беше принудено да приеме ПС като неизбежна мярка, докато в първите моменти опозицията отричаше необходимостта от него. В момента, когато стана ясно, че МВФ няма да отстъпи от решението си, опозицията (станала впоследствие управляваща партия) подкрепи идеята и днес твърди, че решението за ПС е било нейно!

<sup>37</sup> Въпреки че още през лятото бяха започнали неформални консултации.

<sup>38</sup> Привържениците на предложението от МВФ стабилизационен план виждаха в ПС единственият възможен начин за постигане на финансова дисциплина и стабилност. Идеята за ПС имаше и много противници, чиито аргументи варираха от тоталното му отричане като "външна намеса" в суверенитета на страната до особеностите на българската икономика, чието моментно състояние не позволява въвеждането на толкова строг режим. Най-често споменаваният аргумент беше лошото състояние на банковата система, което не позволява да се премахне функцията на кредитор от последна инстанция. Като мотиви се използваша и силно изразената сезонност във фискалните приходи, и големият обем ДЦК, които биха могли да наложат временно кредитиране от централната банка. Недостатъчният обем на резервите също е използван като аргумент срещу ПС (Gulde, 1999).

<sup>39</sup> През април 1997 г. е сключено стабилизационно споразумение с МВФ, което служи като финансова основа за предстоящото въвеждане на ПС в България. След това БНБ започва подготовката за въвеждането на новия паричен режим – спира се отпускането на нови кредити за търговските банки, а старите се събират. В средата на юни се преустановиха и операциите на открития пазар. Междувременно правителството се въздържа от заеми от централната банка.

централната банка, левът се фиксира по политически съображения към германската марка с оглед бъдещото присъединяване на страната към ЕС.<sup>40</sup>

*Законодателната рамка* за функционирането на ПС в България е уредена със Закона за БНБ, приет на 5 юни 1997 г. Начинът, по който е изградена легалната рамка на ПС в България, свидетелства за силен политически ангажимент. Резервната валута, равнището на фиксирания курс и принципите на новия паричен режим са законодателно закрепени със ЗБНБ. В качеството на резервна валута се използва германската марка, като фиксираният курс е установен на равнище 1000 BGL=1 DEM (след деноминацията и след появата на еврото - 1 Euro=1.955 BGL). Освен поддържането на фиксиран курс законът регламентира и останалите основни принципи на ПС: пълно покритие на задълженията на централната банка с чуждестранни резерви; ангажимент на банката при поискване да обменя неограничено националната и резервната валута,<sup>41</sup> забрана за предоставяне на кредити на правителството.<sup>42</sup>

С приетия през юни 1997 г. Закон за БНБ се правят промени в *институционалната структура* на централната банка, които позволяват по-голяма прозрачност при функционирането на ПС, а именно обособяването на управление "Банково" и управление "Емисионно", които съставят самостоятелни баланси.<sup>43</sup> Подобно на естонския случай балансът на управление "Емисионно" отразява дейността на паричния съвет и обхваща най-ликвидните активи и пасиви. Връзката между двете управления се осъществява от депозитът на управление "Банково" в пасива на "Емисионно" (този депозит често се нарича "нетна балансова стойност" на ПС).<sup>44</sup> По този начин специфичният дизайн на българския ПС отразява стремежа за съчетание между правило, гарантиращо финансова дисциплина, и гъвкавост.

Кои са елементите на гъвкавост или отклоненията от ортодоксалната форма на ПС? Първо, това са: изискването за поддържане на минимални задължителни резерви, ограниченото запазване на функцията на кредитор от последна инстанция и присъствието на депозита на правителството в пасива на ПС. Към момента на

<sup>40</sup> Относно предимствата и недостатъците на алтернативните варианти, както и за подходите при определянето на фиксирания курс вж. Йоцов, Неновски (1997).

<sup>41</sup> Курсът, по който се извършват тези операции, не може да се отклонява с повече от 0.5% от официалния.

<sup>42</sup> Тук не се имат предвид кредитите за сметка на покупки на СРТ от МВФ, при които централната банка просто осъществява връзката между МВФ и правителството (чл. 45 от ЗБНБ).

<sup>43</sup> На 30 юни 1997 г. БНБ състави заключителен баланс по старата счетоводна схема, а на 1 юли 1997 г. началният баланс на паричния съвет - в съответствие с новата структура на сметките.

<sup>44</sup> Позицията "чиста стойност" присъства и в класическите ПС, но там тя играе единствено ролята на буфер, който служи като гаранция при флуктуации в цената на активите. При неортодоксалните ПС освен тази роля чистата стойност осигурява и възможност за изпълнението на функцията на кредитор от последна инстанция.

въвеждането му равнището на *минималните задължителни резерви* е установено на 11% от депозитната маса на търговските банки и остава непроменено до юни 2000.<sup>45</sup> През юли 2000 г. БНБ намали минималните задължителни резерви от 11 на 8%. Това решение обаче не беше опит за въздействие върху паричното предлагане, а израз на политиката за постепенното редуциране на задължителните резерви до установените в Еврозоната равнища. Отклонение от ортодоксалния ПС представлява и ограниченото запазване на функцията на *кредитор от последна инстанция*. При възникване на ликвиден риск, засягащ стабилността на банковата система, БНБ може чрез управление "Банково" да предоставя кредити в левове само на платежоспособни банки, изпитващи остра нужда от ликвидност, която не може да бъде осигурена от други източници.<sup>46</sup> Такива кредити могат да бъдат отпуснати, ако са обезпечени напълно с подходящи ликвидни активи, като срокът за погасяване не може да надхвърля 3 месеца. Въпреки началните опасения за трудности в банковата система, от въвеждането на ПС досега не се е появявал повод БНБ да изпълнява тази функция.

Друга особеност на българския паричен съвет е присъствието на правителствен депозит в пасива, достигащ 40–50% от баланса на ПС.<sup>47</sup> Измененията на този депозит (фискален резерв) вследствие от динамиката на разходите и приходите на бюджета оказват влияние върху резервните пари и паричното предлагане и нарушават връзката на между динамиката на платежния баланс и на резервните пари (Nenovsky, Hristov, 2001).<sup>48</sup>

\*

И така, видяхме, че паричните съвети в Естония, Литва и България, първо, се отклоняват значително от ортодоксалните форми на ПС и, второ, въпреки привидното сходство имат много различия помежду си. В трите страни те се различават не само чисто институционално, организационно и по това какво може да прави ЦБ, но и по своя исторически произход, както и по общата среда, в която функционират. Различните характеристики според избраната от нас класификация

<sup>45</sup> През април 1998 г. методиката е модифицирана, за да осигури по-голяма автономност на търговските банки и гъвкавост при управлението на ликвидността.

<sup>46</sup> Съгласно Наредба № 6 на БНБ ликвиден риск за банковата система е налице, когато сумата на наредените, но неплатени документи надхвърля 15% от общия им обем през всеки от последните 2 дни. Ликвиден риск за банковата система може да има и когато отделна банка е допуснала или установи, че ще допусне, забавяне на изпълнението на наредените при нея платежни документи за повече от 3 дни и ако банката има дял от 8 и повече процента от обема на междубанковите разплащания през всеки от последните 5 работни дни, преди да депозира искане за кредит в БНБ.

<sup>47</sup> По това българският случай се приближава до този на Литва. Както в Литва, в България трансшовете от МВФ се появяват и като валутен резерв и по този начин се създава "впечатление" за голям собствен валутен резерв на страната, което е нужно за стабилността на ПС.

<sup>48</sup> Вж. също Petrov (2000).



са обобщени в табл. 1. Сред тях трябва да се търсят примерите за успеха и ефективността от функционирането на ПС в трите страни.

Естонският вариант е най-близко до "идеалния тип ПС", следва го България и накрая е Литва. Начините на въвеждане на паричен съвет също са от значение: Естония го въведе самостоятелно, Литва и България бяха принудени да сторят това. В случая на Литва има определена доза "парадоксалност, защото основното предимство и условие за стабилност на ПС – по-голямата кредитбилност на паричните власти, е постоянно и целенасочено подкопавано от самите тях(!). В Литва (в значително по-малка степен в България) държавата осъзнато или не продължава да влияе върху паричното предлагане чрез поддържане на своя фискален резерв в ПС. В случая на Литва отклоненията от правилото на ПС са още по-големи, тъй като през последните години ЦБ извършва РЕПО сделки и други операции на парична политика.

Таблица 1

Сравнителен анализ на основните характеристики на ПС в България, Естония и Литва

	<b>Естония</b> (20.06.1992)	<b>Литва</b> (1.04.1994)	<b>България</b> (1.07.1997)
Политически ангажимент (политически аспекти)	Силен (пълно политическо единодушие)	Слаб	Среден (политическо единодушие с откъслечни гласове за напускане на ПС)
Законов ангажимент (законова рамка)	Много силен	Среден	Силен
Институционална структура и рамка на паричната политика	Строг Слаба възможност за дискреция	Слаб Голяма възможност за дискреция	Строг Слаба възможност за дискреция
Икономическа либерализация	Бърза	Средна	Бавна (Средна)
<i>Обща оценка</i>	<i>Силен ангажимент</i>	<i>Слаб ангажимент</i>	<i>Среден ангажимент</i>

Всичко това се отразява върху автоматичния механизъм, често изтъкван като основно предимство на ПС пред дискреционната, постоянно създаваща несигурност ЦБ. Най-тривиалният начин да се провери АМ е това да се направи визуално. Фиг. 1, 2, 3, 4, 5 и 6 в Приложение 2 показват съвместната динамика на платежния баланс (текуща плюс капиталова сметка<sup>49</sup>) и резервните пари и паричната маса. Ясно се забелязват отклоненията в АМ в Литва (те стават най-значителни, след като от средата на 1997 г. ЦБ започва РЕПО сделки) и в България. От фигурите се вижда, че най-плътна е общата динамика на

<sup>49</sup> Вzeti са с натрупване за да се премине от потоци към запаси и да има съпоставимост с паричните показатели, които по дефиниция са запаси.

платежния баланс и паричните агрегати в Естония. Това ни кара да предположим една работна хипотеза, според която едно от основните предимства на ПС – неговия АМ, може да се реализира само ако той се доближава до неговата ортодоксална форма. В противен случай не се наблюдава нито АМ, нито парична политика, водена от някакви цели и използваща предварително изучени трансмисионни механизми. Друг подход към новото поколение ПС е да се отрече изобщо АМ като негово основно качество.<sup>50</sup>

Тук се опитахме да поставим началото на позитивен сравнителен анализ между ПС от второ поколение, като илюстрирахме това на примера на три страни в преход. Следващата задача е да се провери иконометрично действието на АМ на трите ПС<sup>51</sup> и да се направи опит за вграждане на институционалните, политическите и историческите фактори в модела на паричния съвет.

### Приложение 1. Динамика на валутно-курсните режими (1991-1999)

Таблица 2

Динамика на валутно курсните режими (1991 - 1999)- общо да света

Година	Крайно-фиксиран	Междинни	Крайно-плаващи
1991	26% (25 страни)	62% (98 страни)	23% (36 страни)
1999	24% (24 страни)	34% (63 страни)	42% (77 страни)

Източник. Fischer, S. Exchange Rate Regimes: Is the Bipolar View Correct? American Economic Association, New Orleans, January 2001.

Таблица 3

Динамика на валутно курсните режими (1991 - 1999) - развити и развиващи се страни

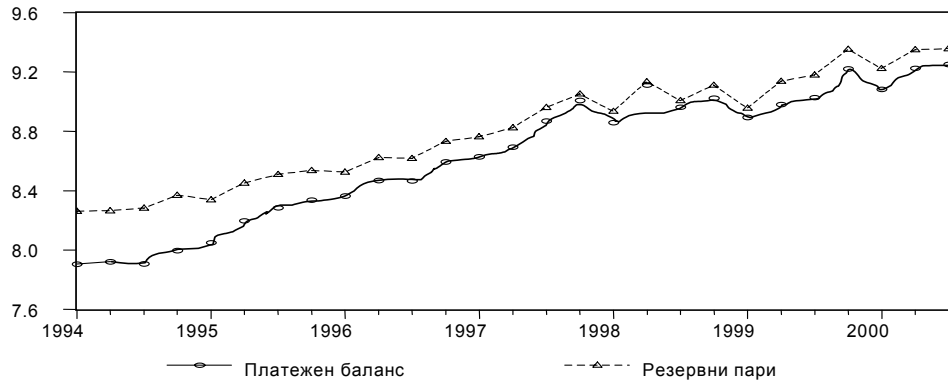
Година	Крайно-фиксиран	Междинни	Крайно-плаващи
1991	5% (3 страни)	65% (36 страни)	29% (16 страни)
1999	25% (14 страни)	27% (15 страни)	47% (26 страни)

Източник. Fischer, S. Exchange Rate Regimes: Is the Bipolar View Correct? American Economic Association, New Orleans, January 2001.

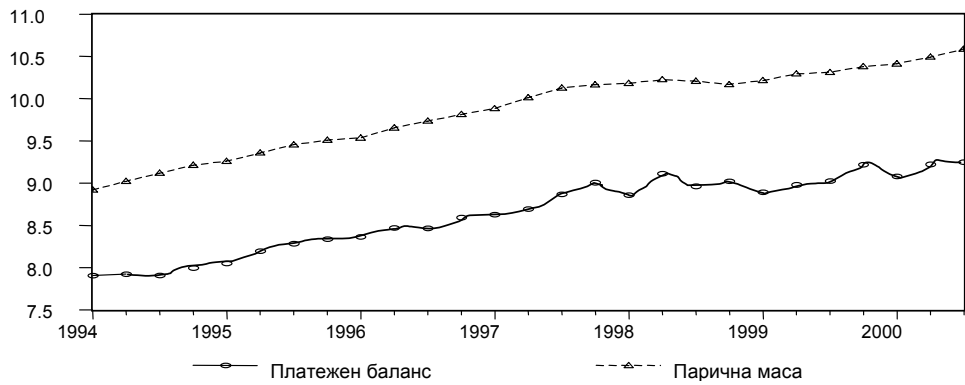
<sup>50</sup> Имаме определени съмнения дали изобщо АМ съществува, но нека засега приемем, че ПС има АМ.

<sup>51</sup> Подобен опит върху българския случай е направен в Nenovsky, Hristov (2001), където проверката за функционирането на АМ на ПС е сведена до тест за коинтеграция между платежния баланс и резервните пари.

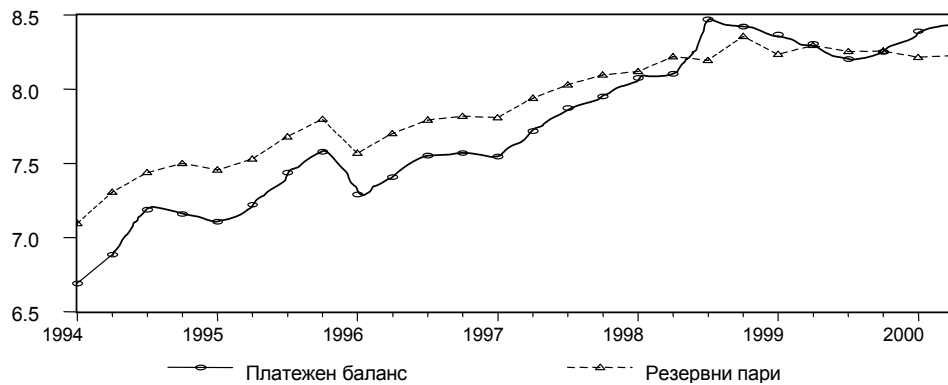
**Приложение 2. Визуално представяне на автоматичния механизъм на ПС (логаритмична скала)**



Фиг. 1. Естония: динамика на платежния баланс и резервните пари

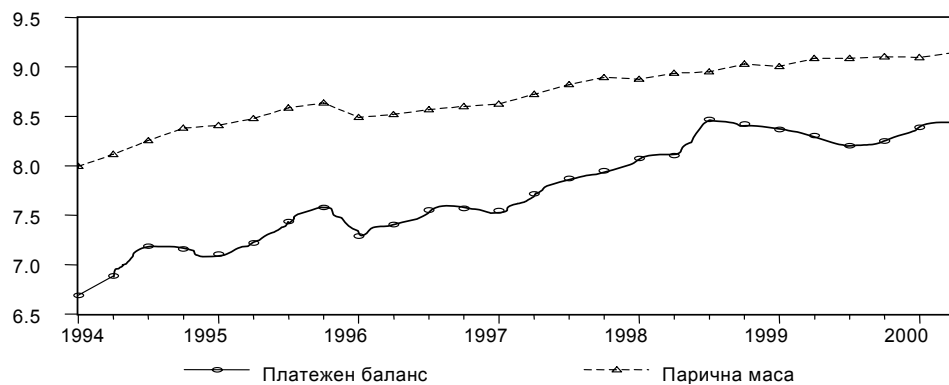


Фиг. 2. Естония: динамика на платежния баланс и паричната маса

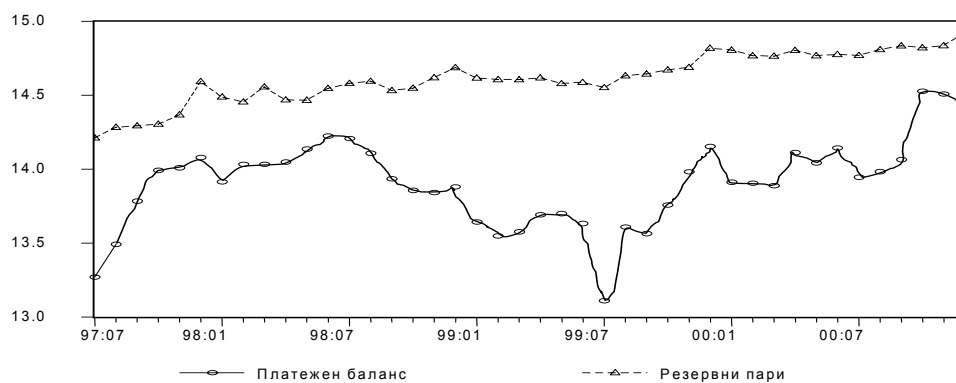


Фиг. 3. Литва: динамика на платежния баланс и резервните пари

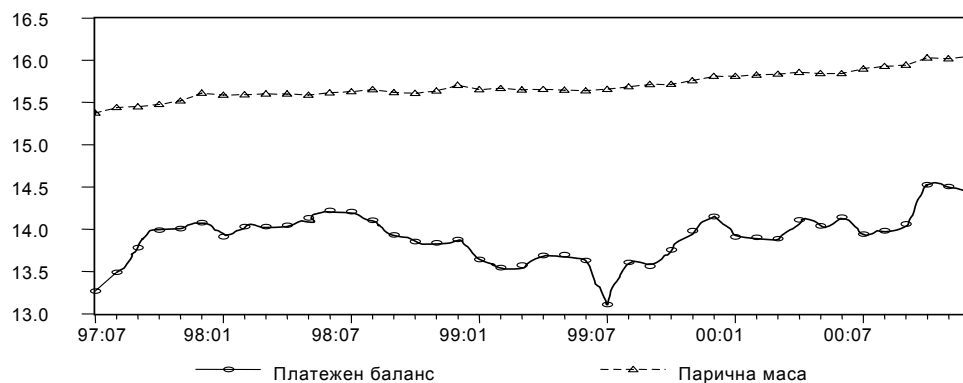
Паричният съвет в Естония, Литва и България: сравнителен анализ



Фиг. 4. Литва: динамика на платежния баланс и резервните пари



Фиг. 5. България: динамика на платежния баланс и резервните пари



Фиг. 6. България: динамика на платежния баланс и паричната маса

*Използвана литература:*

*Йоцов, В.* Макроикономическите модели на МВФ и Световната банка (анализ на теоретичните подходи и оценка на ефективността от прилагането им в България). БНБ Дискусионни материали, 2000, бр. 14.

*Йоцов, В., Н. Неновски* Избор на резервна валута и фиксиране на валутния курс при въвеждането на паричен съвет. Месечен бюлетин на БНБ, 1997, бр. 4.

*Минасян, Г.* България и Международният валутен фонд. - Икономическа мисъл, 1999, N 4.

*Неновски, Н.* Контролируемо ли е паричното предлагане в България? - Икономическа мисъл, 1998, N 2.

*Селджин, Д.* Денежна реформа: достатъчно ли одной свободой? – В: Денежна реформа в посткомунистических странах (под редакции Дорна, Д., Р. Нуреева). М., 1995.

*Abrams, R., H. Cortes-Douglas.* Introduction of a New National Currency: Policy, Institutional, and Technical Issues. IMF WP/93/49, 1993.

*Almuina, S.* Location of Government Deposits: Implications for Monetary Operations. IMF MAE Operational Paper, MAE OP/99/2, 1999.

*Aima, K.* Central Bank Independence in the Baltic Countries. BOFIT Discussion Paper N 4, 1998.

*Backe, P., N. Pautola.* Currency Boards in Central and Eastern Europe- Experience and Future Perspectives. – In: ONB Focus on Transition, I/1998, 72-113.

Bank of Estonia. Monetary System and Economic Developments in Estonia. Seminar on the Currency Boards in the Context of Accession to the EU. Brussels, 25 November 1999.

Bank of Estonia. Reform of monetary policy operational framework, 2000.

Bank of Estonia. Bank of Estonia during 1991 – 1992, 2001.

*Bennett, A.* The Operation of the Estonian Currency Board. IMF Staff Papers, 1993, Vol. 40, N 2, 451-470.

Bulgarian National Ban. Banking Laws and Regulations. BNB, Sofia, 2000.

*Camard, W.* Discretion with Rules? Lessons from the Currency Board Arrangement in Lithuania. IMF Paper on Policy Analysis and Assessment, 1996, 1.

*Dagilis, N.* The Sustainability of a Currency Board Arrangement in Lithuania. International Conference on Exchange Rate Stability and Currency Board Economics, 28-29 November 1996. Hong Kong Baptist University, 1998.

*Fischer, S.* Exchange Rate Regimes: Is the Bipolar View Correct? American Economic Association, New Orleans, January 2001.

*Ghosh, A., A-M. Gulde, H. Wolf.* Currency Boards: More than a Quick Fix? - Economic Policy, 2000, Vol.15, Issue 31, 269-335.

*Hanke, S., K.Schuler.* Teeth for the Bulgarian Lev: A Currency Board Solution. Washington, 1991.

*Hanke, S., K. Schuler.* Currency Boards for Developing Countries: A Handbook (An International Center for Economic Growth Publications). ICS Press, San Francisco, California, 1994.

*Karno, M.* Foreign Currency Regulation in Estonia in 1991-1994. - Eesti Pank Bulletin, 1997, N 5, 46-53.

*Keller, P.* Recent Experience with Currency Boards and Fixed Exchange Rates in the Baltic Countries and Bulgaria and Some Lessons for the Euro, Currency Boards - Experience and Prospects, May 2-6, Bank of Estonia, Tallinn, 2000.

*Knight, M.* Central Bank Reforms in the Baltics, Russia, and the Other Countries of the Former Soviet Union, IMF OP 157, 1997.

*Korhonen, L.* Currency Boards in Baltic Countries: What Have We Learned? BOFIT Discussion Paper N6, 1999.

*Kukk, K.* Five Years in the Monetary Development of the Baltic States: Differences and Similarities. - Eesti Pank Bulletin, 1997, N 5, 30-45.

*Lepik, I.* Evolution of Monetary Operational Framework & Challenges Ahead (Estonia), Currency Boards - Experience and Prospects, May 2-6, Bank of Estonia, Tallinn, 2000.

*Mellis, C., M. Corneluis.* New currencies in the Former Soviet Union: a recipe for hyperinflation or the path to price stability? Bank of England WP, 1994, N 26.

*Miller, J.* The Currency Board in Bulgaria: The First Two Years. Bulgarian National Bank Discussion Paper, DP/11/1999.

*Niaura, J.* The Experience of Lithuania in Adopting and then Exiting from the Currency Board System, International Conference on Exchange Rate Stability and Currency Board Economics, 28-29 November 1996. Hong Kong Baptist University, 1998.

*Nenovsky, N., K. Hristov.* The Nonorthodox Currency Boards: The Case of Bulgaria. Ecole des Hautes Etudes Commerciales, Université de Montréal, Cahiers de recherche 2001-01, 2001.

*Nenovsky, N.* Une économie en transition a-t-elle vraiment besoin d'une Banque Centrale? La Caisse d'émission en Bulgarie. - Revue d'études comparatives Est - Ouest, 1999, Vol. 30/4.

Organization for Economic Cooperation and Development. Economic Survey of Bulgaria. OECD, Paris, 1999.

*Petrov, B.* Bank Reserves Dynamics under Currency Board in Bulgaria. Bulgarian National Bank Discussion Paper, DP/15/00, 2000.

*Saarniit, A., K. Tamla, M. Randveer.* Price Dynamics in Estonia (main features of disinflation and conversion). Frankfurt workshop on price dynamics in accession countries, October 30, 2000.

*Saarniit, A.* Estonia: The Convergence Process and Recent Economic Developments, Currency Boards - Experience and Prospects, May 2-6. Bank of Estonia, Tallinn, 2000.

*Schuler, K.* Currency Boards, Dissertation. George Mason University, Fairfax, Virginia, 1992.

*Schuler, K.* The Importance of Being Orthodox. Paper presented at Hong-Kong Baptist University's International Workshop on Currency Boards. Hong-Kong, 9 October 1999.

*Schwartz, A.* Currency Boards: Their Past, Present and Possible Future Role. Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy 39, 1993, 147-187.

*Sutt, A.* Is the Currency Board a long-term Solution for Transition Economy: the case of Estonia. International Conference on Exchange Rate Stability and Currency Board Economics, 28-29 November 1996. Hong Kong Baptist University, 1998.

*Vetlov, I.* Dollarization in Lithuania, Bank of Finland. - Baltic Economies The Quarter in Review, 2001, N 1.

*Walters, A.* Currency Boards. - In: J. Eatwell, M. Milgate and P. Newman, Eds., Money, London, 1989.

22.III.2001 г.