



Паричните съвети в България, Естония и Литва – същност, развитите, сравнителен анализ

Елена Панайотова*

1. Въведение

От 1997г. в България действа специфичен паричен режим, а именно паричен съвет. След като на 10 юли 2020г. България става част от Европейския валутен механизъм II (ЕВМ II) и затвърждава намерението си да се присъедини към еврозоната в обозримо бъдеще, дискуссионен става въпросът как ще се промени паричната политика на страната. Въпреки че около централния курс на лева ще се наблюдава стандартният диапазон на колебание от плюс-минус 15% е взето решение България да се присъедини към ЕВМ II със съществуващия си режим на паричен съвет, като едностранен ангажимент без да възлага допълнителни задължения на ЕЦБ. Това означава, че до въвеждане на еврото в България ще действа съществуващият паричен съвет.

В изследването се доказва тезата, че паричният съвет в България е успешен и стабилен през годините на своето функциониране. Той е правилният паричен режим, който успява да изведе страната от политическата и финансова криза от 1997г. Въпреки стабилността и доверието, които внася, той трябва да бъде разглеждан като временен и преходен паричен режим на страната по пътя на успешното ѝ присъединяване към еврозоната. Паричните съвети са вид паричен режим, който се въвежда с определена цел, но те не трябва да бъдат увековечавани, а по-скоро използвани за

постигането на тази цел. В случая на България паричният съвет е въведен, за да върне доверието в институциите, да наложи финансова дисциплина на правителството, да поддържа стабилни нива на инфлация и да подпомогне сближаването на България със страните от еврозоната по основни макроикономически показатели. След успешно изпълнение на тези цели като логично продължение и желана посока от България е присъединяването ѝ към еврозоната.

Изследването е структурирано в няколко части. В увода се представя актуалността на изследването и тезата, която ще бъде доказана. Във втората част се разглежда теоретичната постановка на паричния съвет като специфичен паричен режим¹. От особен интерес представляват сравнението му със златния стандарт като подобни парични режими, както и с централната банка, като се прави съпоставка на дискреционна парична политика и парична политика обвързана с правила. Разгледани са предимствата и недостатъците на паричния съвет, както и какви биха били причините една страна да избере точно този паричен режим. В следващата част е обърнато специално внимание на паричния съвет в България, неговите особености и различия с ортодоксалния паричен съвет, както и на показатели по отношение на неговата стабилност и ефективност. В четвъртата част са разгледани паричните съвети на Естония и Литва, тъй като тези две страни успешно се присъединяват към еврозоната именно след действащи парични съвети. Това обособява и перспективите на България за членство в еврозоната след функциониращ паричен съвет. В последната част са представени основните изводи и резултати, до които се стига в изследването.

2. Същност на паричния съвет

Централната банка е паричен орган, който има дискреционен монополен контрол върху паричното предлагане. Дискреционният контрол означава възможността да се избира парична политика по желание, поне частично

* Елена Владимировна Панайотова, докторант в катедра „Финанси“, Университет за национално и световно стопанство

¹ Паричният съвет като паричен режим спада към таргетирането на валутния курс (Мишкин (2014))



неограничена от правила. За разлика от централната банка, паричният съвет няма дискреционен контрол върху количеството банкноти, монети и депозити, които предоставя. Пазарните сили са тези, които определят общото парично предлагане в системата на паричния съвет². Ако паричната политика на централната банка се определя до голяма степен по преценка, то паричната политика при паричен съвет е по правила. Паричното предлагане е пряко свързано и зависи от количеството резервна валута.

Паричния съвет (ПС) има три основни принципа:

- Фиксира се курсът на националната валута към голяма световна (резервна) валута или кошница от валути;
- Въвежда се пълна конвертируемост на паричната база;
- Осигурява се 100-процентно покритие на паричната база с резервната валута.

Той се въвежда или в страни, където дотогава не е имало централна банка, или в страни, където има тотална загуба на доверието в способността на централната банка да се справи с натиска от страна на правителството за финансиране на прекомерни бюджетни дефицити. ПС следователно е механизъм за финансова стабилизация.³

Когато се обсъжда паричният съвет, той доста често се сравнява със златния стандарт като подобни парични режими. За разлика от златния стандарт, паричният съвет не възниква в резултат от спонтанна еволюция на парите, а е създаден паричен режим от сътрудничеството на определени групи икономически субекти за постигането на определени цели. Друга съществена разлика е, че паричният съвет е основно вътрешно парично споразумение и най-често се прилага от отделни държави, обикновено по-слабо развити, с малък или среден мащаб. Приликите обикновено се ограничават до⁴:

- Двата парични режими се характеризират с високо ниво на доверие и

достоверност ; те са вид „парични конституции“.

- Двата режими са добри инструменти за интегриране на националните икономики в световната икономика.

- Автоматизиран механизъм, който свързва търсенето и предлагането на пари с платежния баланс и води до бързо отстраняване на дисбалансите.

- И двата вида парични режими поставят на преден план външно ограничение за сметка на вътрешна икономическа политика.

- И двата типа режими са относително строги и рестриктивни.

- Често двата режими се разглеждат като стабилизиращи мерки след период на финансова криза и хиперинфлация.

Основен източник на доверие, както при златния стандарт, така и при паричния съвет е именно принципът на пълната конвертируемост. Като друг източник на доверие се смята автоматичният механизъм за уравнивяване на платежния баланс, въпреки че Desquilbet, J., Nenovsky, N. (2004) оспорват неговата теоретична последователност и емпирични данни като считат, че той е по-подходящ за златния стандарт, но с времето става все по-асиметричен и проблематичен. Автоматичният механизъм се обяснява със следния пример: да предположим, че е налице дефицит по текущата сметка, който е в следствие на отрицателен икономически шок. Това води до намаляване на резервите на банковата система, което свива отпускането на нови заеми, голяма част от лихвените проценти се повишават и общият доход (потребление, инвестиции) намалява. Търсенето на пари също намалява. Вътрешните цени намаляват, което ограничава търсенето на внос. Националната валута става подценена, което подобрява конкурентоспособността на националните стоки и в крайна сметка води до преодоляване на разликата в текущата сметка.

При ПС само чуждестранни активи служат за обезпечение на парите, докато при централната банка се използват както активи в резервна валута, така и национални такива. Тъй като те не могат да се създават в страната с ПС, за да се сдобие с тях, е необходимо или активно салдо по текущата сметка, или кредити от чужбина. Излишъкът по текущата сметка

² Hanke, S., Schuler, K. (2015) Currency boards for developing countries: A handbook (Revised edition 2015)

³ Младенов, М., (2009) Пари, банки, кредит – пето допълнено и преработено издание., стр. 239

⁴ Desquilbet, J., Nenovsky, N. (2004) Credibility and Adjustment: Gold Standards Versus Currency Boards



увеличава паричното предлагане, докато дефицитът, в крайна сметка намалява паричното предлагане.

Както беше споменато паричният съвет се въвежда в страни, където доверието към централната банка е напълно загубено и се търси финансова сигурност и стабилност. Hanke, Schuler (2015) дефинират следните стъпки за промяна на паричния режим от централна банка към паричен съвет:

1. Делегиране на други органи всички функции на централната банка, различни от осигуряване на паричната база.

2. Осигуряване на кратък период на плаващ валутен курс за местната валута. Това е необходимо, за да може да бъде избран най-подходящият обмен курс между местната и резервната валута. Именно неограниченият пазарен курс е най-добрият индикатор за подходящ реален курс, който отразява търсенето и предлагането. Както подценената, така и надценената валута биха довели до неблагоприятни последици в бъдеще. Надценената валута ще оскъпи износа, докато подценената валута ще оскъпи вноса.

3. Действията на централната банка трябва да бъдат прозрачни и предвидими. През периода на неограничено плаване действията на централната банка трябва да бъдат прозрачни и предвидими, така че да не предизвикват дестабилизиращи случайни изненади на валутните курсове.

4. Преобразуване на част от задължителните резерви на търговските банки в банкноти и монети на паричния съвет или в чуждестранни ценни книжа. С тази стъпка депозитните задължения на централната банка престават да съществуват. Ако централната банка наложи задължителни резерви на търговските банки, тогава не всички депозити на търговските банки в централната банка ще бъдат конвертирани в банкноти и монети или чуждестранни ценни книжа.

5. Установяване на фиксиран обменен курс с резервната валута. Когато настъпи датата за установяване на фиксирания обменен курс, правителството трябва да определи курса в рамките на последните пазарни курсове.

6. Трябва да се осигури 100-процентно покритие на банкнотите и монетите в обращение с чуждестранни резерви. Ако

паричният съвет допуска и депозити, то тогава 100-процентното покритие трябва да включва, както банкнотите и монетите в обращение, така и депозитите. Разрешаването на паричният съвет да работи с по-нисък коефициент на резерви може да доведе до рискове, както и до възможност да се води дискреционна парична политика.

7. В момента, в който правителството фиксира обменния курс с резервна валута, паричният съвет заменя централната банка като емитент на местни банкноти и монети и поема всички останали активи и пасиви на централната банка. Централната банка престава да съществува.

Важен е и въпросът каква резервна валута да бъде избрана. Изборът може да бъде между една валута или кошница от валути. Основен недостатък на кошницата от валути е прозрачността, тъй като при избор на една валута има по-голяма прозрачност, което би върнало доверието в националната валута по-бързо. Също така кошницата от валути налага по-големи разходи на паричния съвет по отношение на сложността и времето за управление, както и по-високи такси за транзакционни разходи. При избор на резервна валута е важно да се отчетат фактори като ниска инфлация, доверие във валутата, участие в международната търговия. В тази връзка най-вероятният избор за повечето страни са щатският долар и еврото, които са ключови валути на международната търговия.

Михайлова-Борисова (2014) разглежда предимствата и недостатъците на ПС. Като предимства на паричния съвет се посочват намаляването на инфлацията в страната, възвръщането на доверието в режима, постигане на макроикономическа и финансова стабилизация⁵.

Kazandjieva, Mladenov (2013) отбелязват, че при ПС външните шокове се смекчават директно от реалния сектор, икономическите агенти, лихвените проценти и кредитния пазар. Икономическата система става по-уязвима, което е потенциално опасно. Паричният съвет се разглежда като процикличен, за разлика от централната банка, която може да провежда

⁵ Михайлова-Борисова, Г., 2014, Пари, банки, парична политика, Издателски комплекс – УНСС



антициклична парична политика, тъй като може да компенсира неблагоприятните колебания в икономиката. Процикличността на паричния съвет се основава на фиксирания валутен курс, блокираната парична политика, състоянието на платежния баланс и ситуацията в банковия сектор. При благоприятно развитие в страната с ПС има приток на капитал, като се има предвид, че поради фиксираните валутни курсове се поддържат адекватни валутни резерви, избягва се валутният риск, нараства паричното предлагане (поради увеличаване на чуждестранните резерви), нивото на лихвените проценти намалява, инфлацията намалява и има икономически растеж. Насърчават се частното потребление и инвестициите, което може да предизвика прегряване на икономиката. От друга страна при неблагоприятни икономически условия и финансова криза, паричният съвет генерира проциклична реакция чрез засилване на колебанията – има изтичане на капитали, повишаване на лихвените нива, с което се насърчава рецесията.

Като основен недостатък на типична централна банка, на който Hanke, Schuler (2015) обръщат внимание е липсата или ограниченото противопоставяне на политически натиск за финансиране на дефицитите на държавния бюджет. В този смисъл те дори определят

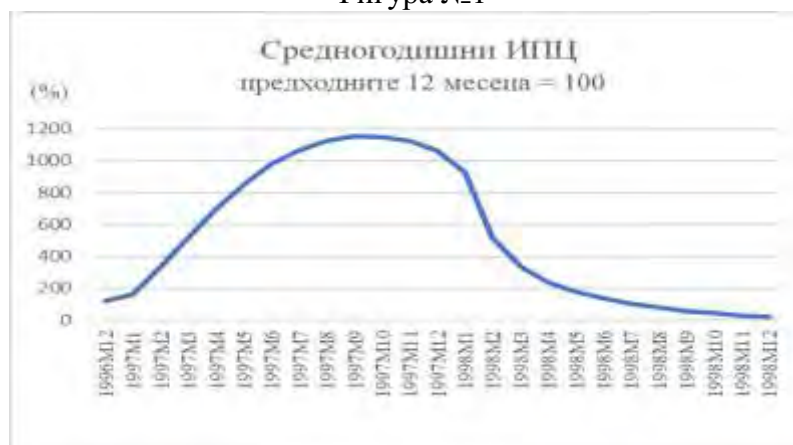
политическата независимост като непостижима цел. За разлика от това, типичният паричен съвет може да бъде защитен от политически натиск.

Както паричният съвет, така и централната банка имат своите предимства и недостатъци. Дори в страни, където има парични съвети, тенденцията не е към тяхното „увековечаване“, а към развитието им в централни банки⁶.

3. Паричен съвет в България

Паричният съвет в България е въведен през юли 1997 г. с цел излизане от тежката финансова криза свързана с хиперинфлация; висока безработица; високи лихвени проценти, което допринася за по-високата тежест при обслужването на държавния дълг; фалит на редица търговски банки; висок бюджетен дефицит и загубата на доверие в институциите и правителството⁷. До тежката финансова криза се стига след като централната банка финансира правителствените дефицити чрез нови парични емисии; финансиране на дефицити на губещи държавни предприятия; сериозна банкова криза, в резултат от неплатежоспособни банки; обезценка на българския лев към основните валути. Това води до навлизането на страната в хиперинфлационна спирала (Фигура №1).

Фигура №1



Източник: НСИ

⁶ Младенов, М., (2009) Пари, банки, кредит – пето допълнено и преработено издание., стр. 239

⁷ Mihaylova – Borisova, G. (2019) Stability of the currency board in Bulgaria after the global financial crisis, Международен научен журнал, Научные вести №3(8) 2019



Изборът на паричен режим, който се основава на ясни правила е направен с цел да се замени дискреционната парична политика и да се върне доверието във финансовата система и да се възстанови икономиката⁸.

От Фигура №1 се наблюдава, че след въвеждането на ПС инфлацията драстично намалява от трицифрени стойности до двуцифрени и то за кратък период от време.

При въвеждането на паричния съвет през 1997г. законът за Българска народна банка (БНБ) е променен така, че БНБ да започне да функционира като паричен съвет и се обособяват следните управления – „Емисионно“, което играе ролята на паричен съвет „Банково“, което извършва несвойствени за паричния съвет операции и „Банков надзор“. Управление „Емисионно“ трябва да поддържа пълно валутно покритие на общата сума на паричните задължения на Българска народна банка, като ефективно управлява брутните международни валутни резерви на банката⁹. Управление „Банково“ може да изпълнява функциите на кредитор от последна инстанция при строго определени условия като трябва да е налице системен риск за стабилността на банковата система. БНБ може да предоставя кредити в левове, за срок не по-дълъг от 3 месеца, на банки, които са платежоспособни, но те трябва да бъдат напълно обезпечени с чуждестранна валута, залог на злато, или други бързо ликвидни активи. С наредба на БНБ се определят критериите за наличието на ликвиден риск и редът за отпускане на тези кредити. Предоставяне на кредити може да се извършва само до размера на превишението на левовия еквивалент на брутният международен валутен резерв спрямо общата сума на паричните задължения на БНБ¹⁰. Това е основно различие между паричния съвет в България и ортодоксалния паричен съвет. Друга особеност на ПС в България е задължението за поддържане на минимални задължителни резерви от страна на търговските банки в БНБ. Следователно паричният съвет в България осигурява покритие на банкноти, монети и депозити, докато ортодоксалният паричен съвет осигурява покритие само на банкноти и монети. Освен минималните задължителни резерви на търговските банки в баланса на „Емисионно“ управление се включва и депозитът на

правителството, което означава, че той също е покрит с парични резерви. Това се прави с цел да се гарантира прозрачност и да се осигури редовното обслужване на външните задължения на страната. С включването на този депозит се дава възможност на правителството да влияе на паричното предлагане като извършва разходи по осигуряване и изплащане на пенсии, работни заплати в държавната администрация и др. като това е познато още като „квазипарична“ политика¹¹. Според Неновски, Христов (1998) присъствието на този депозит поставя в привилегировано положение публичния сектор пред частния, защото единствено първият е покрит с резервна валута. Те разглеждат две възможности, чрез които държавата да се отдръпне от управлението на паричната маса, като изтегли своя депозит от управление „Емисионно“ и го депозира в търговските банки или го обособи в отделна институция. Въпреки че Добрев (2000), също отчита депозитът на правителството като негатив, той отбелязва, че в българския случай най-малко опасното решение за финансовата система като цяло е всички средства на правителството да останат депозирани в управление „Емисионно“.

БНБ не може да бъде кредитор на правителството, както не може да купува ДЦК от правителството, общините и други общински институции. Тя може да предоставя кредит на правителството само при покупка на СПТ от МВФ при строго описани условия в Закона за БНБ т.е. , когато държавата получава кредити от МВФ.

От изложението до тук става ясно, че паричният съвет в България се различава от ортодоксалния паричен съвет. Основните различия са представени в Таблица № 1

⁸ Добрев, Д. (2000), Паричният съвет в България: устройство, особености и управление на валутния резерв, БНБ

⁹ Закон за Българската народна банка (чл. 20)

¹⁰ Закон за Българската народна банка (чл. 33)

¹¹ Михайлова-Борисова, Г., 2014, Пари, банки, парична политика, Издателски комплекс – УНСС, стр.135



Таблица №1 Паричният съвет в България и ортодоксалният модел на паричен съвет – основни различия

Типичен паричен съвет	Паричен съвет в България
Обикновено осигурява покритие само на банкнотите и монетите	Осигурява покритие на банкнот монети и депозити
Не регулира търговските банки	Регулира търговските банки
Не е кредитор от последна инстанция	Притежава силно ограничени функции на кредитор от последна инстанция
Получава целия сеньораж само от лихви по активите си	Получава почти целия сеньораж само от лихви

Източник: Добрев, Д. (2000), Паричният съвет в България: устройствени особености и управление на валутния резерв

Според чл. 41 от Закона за БНБ: „Българска народна банка определя с наредба задължителните минимални резерви, които банките са длъжни да поддържат при нея, метода за изчисляването им, както и условията и случаите за плащане на лихва върху тях“. Следователно паричният съвет в България осигурява покритие на банкноти, монети и депозити, като освен резервите на банките се включва и правителствените депозити. Основна функция на „Банков надзор“ е да упражнява надзор върху банковата система. Съгласно чл. 20, ал. 2 от закона за БНБ управление „Банково“ изпълнява функция на кредитор от последна инстанция при възникване на системен риск в банковата система. В съответствие с чл. 30 на закона за БНБ: „при поискване БНБ е длъжна да продава и да купува без ограничения на територията на страната евро срещу левове на основата на спот валутни курсове, които не могат да се отклоняват от официалния валутен курс с повече от 0.5 на сто, включително начисляваните такси, комисионни и други разходи за клиента“. Това дава възможност на БНБ да начислява комисиони в размер до 0.5% от официалния валутен курс. Следователно паричният съвет на България получава малка част от сеньоража си от комисиони, но тъй като тази част е незначителна може да се каже, че получава почти целия си сеньораж от лихви по активите си.

От съществено значение, при вземането на решението за въвеждане на паричен съвет в

България, е и изборът на резервна валута, към която да бъде фиксиран левът, както и при какъв обменен курс. Предложенията варират от щатски долар до германска марка и до кошница от две валути в определено съотношение. Въпреки че, по време на избора, щатският долар изглежда по-логичен предвид, доминиращата му роля в транзакциите и валутните резерви на централната банка, левът се фиксира към германската марка по политически съображения с оглед на дългосрочната цел на България за членство в ЕС¹². Първоначално българският лев се фиксира към германската марка като 1000 лева (след деноминацията на лева - 1 лев) се равнява на 1 германска марка. Впоследствие след приемане на еврото, курс лев към евро е определен въз основа на официалния курс, по който германската марка се конвертира към еврото. Курсът на лева към еврото е 1 евро равно на 1,95583 лева.

Въвеждането на ПС в България, като крайна мярка за връщане на доверието към институциите, води до желаните резултати. Показателен е темпът на инфлацията, който след въвеждане на паричния съвет рязко намалява и от стойности на хиперинфлация се достига много бързо до приемливи нива. На Фигура №2 е представен средногодишният темп на промяна на хармонизирания индекс на потребителските цени за България в периода 1998г. – 2021г.

¹² Nenovsky, N., Hristov, K., Mihaylov, M. (2002) Comparing the Institutional and Organizational Design of Currency Boards in Transition Countries, Eastern European Economics, vol. 40, no. 1

Фигура №2



Източник: Евростат

Наблюдава се рязък спад на инфлацията от 18.7% до 2.6% в рамките на една година: от 1998г. до 1999г., което свидетелства за доверието в новия паричен режим на страната. Това потвърждава и една от основните характеристики на паричния съвет, а именно, че води до бърза парична реформа. Може да се твърди, че инфлацията в България е на относително ниски нива като изключим периода преди и по време на Глобалната финансова криза от 2008г. Като в периода 2014г. – 2016г. темпът на прираст на ХИПЦ достига дори отрицателни стойности. Дефлацията е не по-малко опасна от инфлацията и не е случайно разбирането на централните банки за ценова стабилност, което се свързва с наличието на инфлация в рамките на 2-2.5% годишно¹³.

Ефективността на паричния съвет се изследва като се използват набор от показатели по отношение на динамиката на международните валутни резерви, покритие на паричната база с валутни резерви, покритие на вноса на стоки и услуги с валутни резерви, покритие на краткосрочния външен дълг с валутни резерви и др.

Динамиката на валутните резерви се разглежда като един от основните показатели за ефективността на паричния съвет. Стабилното действие на ПС се гарантира от натрупването на все по-големи валутни резерви. На Фигура №3 е представено нарастването на международните валутни резерви от 1997г. до 2021г. като страната натрупва значително количество чуждестранни резерви, които продължават да нарастват дори

след финансовата криза от 2008г., достигайки 67.7 млрд. лева към 2021г. Това е най-високата стойност след като е въведен паричния съвет. Като основни фактори за по-високите валутни резерви могат да се разгледат значителните чуждестранни инвестиции, привлечени основно в периода преди Глобалната финансова криза, благоприятната макроикономическа среда, ниските данъчни ставки, високата доходност на инвестициите в страната.

¹³ Михайлова-Борисова, Г., 2016 Рискове от попадане на еврозоната и някои страни в ЕС в дефлационна спирала, Икономически и социални алтернативи, брой 3



Фигура №3



Източник: БНБ, собствени изчисления

Покритието на паричната база с чуждестранни резерви (Фигура №4) е също много високо. След като ПС е въведен през 1998г. този показател се равнява на 211%. След Глобалната финансовата криза от 2008г. се наблюдава лек спад, но стойността му остава доста над желания минимум от 100%. През 2021г. стойността му е равна на 165%. Пандемията от COVID-19, която започва в България през март 2020г. води до лек спад на коефициента до 137,7%, което се дължи на силното увеличение на парите в обращение като икономическите агенти предпочитат да запазят ликвидност по време на несигурността. Освен това резервите на банките, съхранявани в централната банка нарастват поради увеличение на депозитната база и поради мерките на централната банка, насочени към подкрепа на капиталовата база и ликвидност на банковата система. Пандемията не се отразява негативно на натрупването на чуждестранни резерви в България, което може да се проследи от Фигура №3.

Традиционен показател, който се използва за връзка на международните активи с външната търговия е резерви, изразени в брой месеци внос на стоки и услуги. Този показател отчита колко месеца страната може да обслужва текущото си равнище на внос, ако всички останали парични потоци са прекъснати¹⁴. Той е особено важен най-вече за страни с ограничен достъп до международните финансови пазари и е силно чувствителен към негативна промяна в очакванията на инвеститорите. Традиционно възприетата критична минимална стойност е 3 месеца внос¹⁵. От Фигура №4 се вижда, че от въвеждането на ПС в България този показател не е спаднал под 5 месеца внос.

Фигура №4



Източник: БНБ, собствени изчисления

¹⁴ БНБ (2008) Международни валутни резерви

¹⁵ БНБ (2008) Международни валутни резерви, стр. 38

Друг важен показател за ефективността на паричния съвет е съотношението международни резерви към краткосрочен външен дълг. Това съотношение трябва да бъде равно най-малко на единица (100% покритие)¹⁶. То предполага възможност за посрещане на най-краткосрочните външни задължения при условие, че е налице затруднен достъп до нови валутни средства. От Фигура №5 се вижда, че съотношението валутни резерви към краткосрочен външен дълг за България е на задоволително високи нива. Изключение прави само 2008г., когато се достига 98%, което е и минимумът за разглеждания период. Показателят бързо след това набира скорост и към 2021г. достига равнище от 336%.

Фигура №5



Източник: БНБ, собствени изчисления

На Фигура №6 може да се проследи структурата на международните резерви в България за периода от въвеждането на паричния съвет до 2021г. Структурата на валутните резерви се променя драстично през 2020г. Като реакция от пандемията от COVID-19 централната банка започва да увеличава своите пари в брой, за да поддържа по-висока ликвидност. В същото време стойността на монетарното злато се повишава, поради повишаване на цената на златото, което е един от най-добрите активи за запазване стойността на парите¹⁷.

Фигура №6



Източник: БНБ, собствени изчисления

¹⁶ БНБ (2008) Международни валутни резерви, стр. 39

¹⁷ Mihaylova-Borisova G., 2021, Pandemic crises and currency board in Bulgaria, Third international scientific-practical internet conference, PUET



От разгледаните показатели може да се направи изводът, че паричният съвет в България е ефективен и поддържа адекватни валутни резерви. Той внася стабилност и възвръща доверието във финансовите институции след политическата и финансова криза от 1997г. Благодарение на бързата парична реформа България се справя с хиперинфлацията, силното обезценяване на националната валута.

4. Паричен съвет в Естония и Литва

В тази част от изследването се цели да се направи анализ и сравнение на паричните съвети на Естония и Литва с този на България. Сравнението с тях е от първостепенно значение за България. Това е така, защото Естония и Литва се присъединяват към еврозоната след прилагане на паричен съвет. Това прави опита на тези държави изключително важен за България като страна, предприела всички, необходими стъпки за присъединяване към еврозоната. Поради успеха на паричния съвет в България не е изненадващ и фактът, че страната няма намерение да изостави паричния съвет преди влизането в еврозоната и поетите ангажименти от управляващите органи са именно, че това ще е режимът, който ще се поддържа до успешното присъединяване към европейския паричния съюз. Друга важна причина е свързана с това, че в началото на 90-те години на 20-ти век балтийските държави и България поемат по своя път към изграждане на пазарна икономика със сходни икономически показатели и наличие на политически хаос в страните¹⁸.

На 20 юни, 1992г. Естония става първата страна, излязла от Съветския съюз, която се отказва от руската рубла и въвежда собствена национална валута. Относителният успех на последващата програма за стабилизиране и реформи, включително реализиране на бърз реален растеж, се приписва до голяма степен на ранното въвеждане на механизма на паричен съвет от страна на Естония¹⁹. След първоначалното обявяване се появяват критики, включително и от Международния валутен

фонд, че това не е най-подходящата парична политика, тъй като налага ненужно строги ограничения и може да забави развитието на страната. Тези страхове не се оправдават, тъй като Естония от изоставаща се превръща в просперираща икономика и е една от най-динамичните и модерните в света. Тя е и първата балтийска страна, която успешно се присъединява към Еврозоната през 2011г.

При въвеждането на паричния съвет, Естония е изправена пред три важни решения: какво ще покриват валутните резерви, коя да е резервната валута и как да бъде обезпечен паричният съвет.

По отношение на покритието на валутните резерви се разглеждат две крайни решения, като едното е да бъдат покрити само парите в обращение, а другото да бъдат покрити, както паричните задължения на централната банка, така и на търговските банки. В крайна сметка се стига до междинно решение да бъдат покрити задълженията на централната банка, които освен парите в обращение включват и минималните задължителни резерви на търговските банки в централната банка. Това е отклонение от ортодоксалния паричен съвет, което се наблюдава и в България.

Вторият въпрос, който е свързан с това към коя валута да бъде фиксиран валутният курс, се решава като се взема в предвид намерението на Естония да се присъедини към Европейския съюз в бъдеще. По този начин е решен и въпросът в България. Изборът отново е между кошница или една валута, като везните натежават в полза на една валута поради по-голямата прозрачност. Така валутата се фиксира към германската марка.

По отношение на третия въпрос, как да бъде обезпечен паричният съвет, няма особено голям избор, тъй като на практика Естония не разполага с международни валутни резерви освен злато, реституирано от Обединеното кралство. Така паричният съвет започва да функционира с 90% покритие, но в рамките на около месец се достига до желаните 100% покритие.

С въвеждането на паричен съвет в Естония се забранява кредитирането на правителството от страна на централната банка. Както и при паричния съвет в България, така и в Естония е оставена силно ограничена функция на

¹⁸ Статева, Й., 2021, България в еврозоната – опитът на други държави и сравнения, Икономически и социални алтернативи, брой 2

¹⁹ Knöbl, A., Sutt, A., Zavoico B., 2002, The Estonian currency board: Its introduction and role in the early success of Estonia's transition to a market economy, IMF Working paper



централната банка на кредитор от последна инстанция на търговските банки. Като за целта трябва да е налице системен риск за сигурността на банковата система и да се спазват строго определени правила.

Друга характеристика на естонския паричен съвет е използването на инструменти на парична политика, като освен задължителни резерви, се прилагат депозитно улеснение и депозитни сертификати на централната банка²⁰. Депозитното улеснение, което се предлага от централната банка на търговските банки е въведено през 1996г. с цел увеличаване на стимулите на банките да поддържат ликвидност в национална валута. Депозитните сертификати са въведени през 1993г. и имат за цел да стимулират развитието на вътрешния междубанков пазар, тоест потенциално обезпечение и да осигурят допълнителен буфер за системата за сетълмент. Тъй като депозитните сертификати са отклонение от ортодоксалните парични съвети, обемите им се запазват много малки.

Трябва да се отбележи, че за разлика от България и Литва, естонското правителство не поддържа сметките си при паричния съвет.

Въвеждането и функционирането на паричния съвет в Литва се различават значително от естонското споразумение, въпреки приликата и общата история на двете държави. Паричният съвет в Литва е въведен на 1-ви април 1994г. като литът е фиксиран към щатския долар. Паричният съвет в Литва също се определя като неортодоксален. Това се дължи на трудния компромис между правителството и централната банка. Правителството се стреми да стабилизира валутния курс чрез ограничаване на функциите на централната банка, а централната банка, защитава тезата, че стабилизацията може да се постигне и като се запази дискреционната парична политика.²¹ Литовският подход към паричния съвет може да се определи като политическо колебание и несигурност през целия период на въвеждане и действие. За разлика от Естония, Литва въвежда паричен съвет след дискреционен период на

централна банка, използване на собствена валута и период на режим на плаващ обменен курс. За разлика от Естония МВФ подкрепя въвеждането на паричен съвет, като такава подкрепа е налице и от страна на правителството, но не и от страна на централната банка. Друго различие между паричния съвет на Естония, а в този случай и на България спрямо Литва е, че институционалната и организационна структура на банката на Литва остава непроменена. Балансът на банката не се отделя, което прави правилото на паричния съвет по-малко прозрачно. Както в случая на Естония, така и Литва няма достатъчно валутни резерви при въвеждането на паричния съвет и се стига до споразумение с МВФ.

Институционалните, правните и политическите ангажменти по отношение на паричния съвет в Литва са най-слаби, в сравнение с тези в Естония и България. За това свидетелства фактът, че през 1997 г. централната банка и правителството взимат решение да се цели изоставяне на паричния съвет до 1999 г. В крайна сметка се отказват от този план през 1999 г. Една от основните предпоставки за стабилността на паричния съвет, е именно до каква степен правителството поема твърд ангажимент за поддържане на доверието в избрания паричен режим. Всяко колебание от страна на широката публика по отношение на това, че лесно може да бъде изоставена паричната политика по правила би довело до несигурност и дестабилизация.

Друг етап от развитието на паричния съвет в Литва е смяната на резервната валута. Такава необходимост липсва при Естония и България, но трябва да се отбележи, че тяхната резервна валута е евро, а не долар. До 1999г. -2000г. доларът като резервна валута не се вписва вече така добре на външната търговия на Литва, която става все по-ориентирана към Европейския съюз. По този начин всяко колебание на валутния курс долар/ евро се отразява на външната търговия. Поради тази причина е взето решение да се смени резервната валута и литът да бъде фиксиран към еврото, което се случва през 2002г.

Въз основа на представеното до момента в изследването може да се стигне до извода, че и трите парични съвета в България, Естония и Литва си приличат по това, че се отклоняват в

²⁰ Nenovsky, N., Hristov, K., Mihaylov, M. (2002) Comparing the Institutional and Organizational Design of Currency Boards in Transition Countries, *Eastern European Economics*, vol. 40, no. 1

²¹ Alonso-Gamo, P., et al., 2002, Lithuania: History and Future of the currency board arrangements, IMF Working paper



малка или голяма степен от ортодоксалния паричен съвет. Такова отклонение се забелязва най-силно при Литва, като това се дължи на противоречивите мнения от страна на правителство и централна банка, както и на това, че институционалната и организационна структура на банката на Литва остава непроменена. И на трите парични съвети е забранено финансиране на правителството, но могат да изпълняват функцията на кредитор от последна инстанция при определени условия. И трите парични съвета изискват задължителни резерви от търговските банки, с което могат да осъществяват контрол върху тях.

Независимо от различията в паричните съвети на трите страни пътят към участие в еврозоната, който те следват е един и същ, а именно след функциониране на паричен съвет. Естония и Литва успешно се присъединяват към европейския паричен съюз през 2011г. и 2015г. Тяхното успешно присъединяване е пример за България и тя има възможност да се поучи от техния опит.

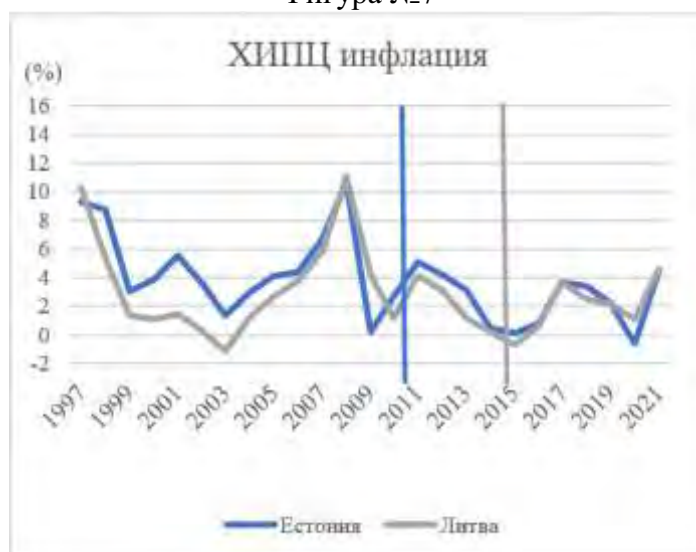
На Фигура №7 е представен средногодишният темп на промяна на хармонизирания индекс на потребителските цени на Естония и Литва за периода 1997г. – 2021г. През 1997г. инфлацията е 9,3% в Естония и 10,3% в Литва, но след 1998г. стойностите на показателя значително намаляват, достигайки умерен темп на инфлация до Глобалната

финансова криза от 2008г., когато инфлацията достига до 10,6% в Естония и 11,1% в Литва.

На фигурата са отбелязани и годините на присъединяване към еврозоната. В Естония наблюдаваме известно ускоряване на инфлацията в годината преди приемането на еврото като през 2011г, когато Естония се присъединява към еврозоната ХИПЦ инфлацията достига 5,1%, след което започва да намалява, достигайки 0,5% през 2014г. В Литва е отчетена дори дефлация от 0.7% в годината на присъединяване (2015г.). ХИПЦ инфлацията в Литва се запазва на ниско равнище и през 2016г. Може да се направи изводът, че приемането на еврото в Литва не е довело до увеличение на равнището на цените на макрониво, докато в Естония има леко увеличение, но то се преодолява сравнително бързо след присъединяването към еврозоната.

Темпът на инфлация през 2021г. се ускорява, както в България (Фигура №2), така и в Естония и Литва (Фигура №7). Скокът на инфлацията през 2021 г. е в следствие на ефектите от някои временни фактори като, повисоките цени на енергията, увеличаване на разходите за внос поради прекъсвания на доставките, които оставят търсенето на някои стоки по-високо от предлагането и еднократни ефекти върху цените на услугите в следствие на разхлабване на мерките за борба с пандемията от COVID-19.

Фигура №7



Източник: Евростат



На Фигура №8 е представен годишният темп на растеж на БВП на глава от населението на България, Естония и Литва. Средногодишният ръст на реалния БВП на глава от населението за периода 2000г. -2021г. в България е 4%, в Естония 4.1%, а в Литва 5.1%. Глобалната финансова криза от 2008г. се отразява много по-тежко на разглеждания показател в Естония и Литва в сравнение с България. Стойностите на показателя към 2021г. са следните: Естония 8.3%, Литва 4.7%, България 4.9% (стойността за България е прогнозна в Евростат).

Фигура №8



Източник: Евростат

Въпреки че се наблюдава относително еднакъв средногодишен темп на прираст на БВП на глава от населението в трите държави за периода 2000г.-2021г., България продължава значително да изостава от Еврозоната за разлика от Естония и Литва (Фигура №9). На това до голяма степен се дължи и изходната позиция на трите страни към 2000г., а именно БВП на глава от населението по ППС, изразен в процент от Еврозоната за България е 25%, Естония 37% и Литва 33%. Стойностите на показателя към 2021г. са съответно: България 53%, Естония 83%, Литва 84%. Допълнителен принос за по-добрата настояща позиция на Естония и Литва в сравнение с България е и приемането на тези страни в Еврозоната.

Фигура №9



Източник: Евростат



Друг показател, който се използва за отчитане на степента на сближаване на страните с еврозоната е индексът на номиналната производителност на труда на един зает като % от Еврозоната. На Фигура №10 е представен този показател за България, Естония и Литва за периода от 2000г. до 2021г. Прогнозните данни на Евростат за 2021г. са: България 53%, Естония 83%, Литва 84%.

Фигура №10



Източник: Евростат

Необходима е усилена работа и осъществяването на редица структурни реформи, за да продължи процесът по сближаване на икономиката на България с тази на страните от еврозоната.

5. Заключение

В изследването бяха разгледани теоретичната постановка на паричния съвет като вариант на парична политика, както и особеностите на паричните съвети на България, Естония и Литва.

От 1997г. в България действа паричен съвет като ангажиментът на правителството и паричните власти е този режим на парична политика да продължи до приемането на страната в еврозоната. Паричният съвет в България се въвежда с цел да се справи с хиперинфлацията, и да подпомогне страната да излезе от тежката политическа и финансова криза от 1997 г. В периода 1998г. - 1999г се наблюдава рязък спад на инфлацията от 18.7% до 2.6%, което свидетелства за доверието в новия паричен режим.

От разгледаните показатели на паричния съвет в България по отношение на динамиката на международните валутни резерви, покритие на паричната база, покритие на вноса на стоки и

услуги, покритие на краткосрочния външен дълг, може да се направи изводът, че той е ефективен и поддържа адекватни валутни резерви.

Сравнителният анализ на паричните съвети на България, Естония и Литва показва, че и трите се различават от ортодоксалния паричен съвет и имат много сходни характеристики. Примерът на Естония и Литва е показателен за България, тъй като те успешно се присъединяват към еврозоната след функциониращи парични съвети.

Паричният съвет в България е успешен и ефективен през годините на своето функциониране и е правилният паричен режим за страната. Въпреки стабилността и доверието, които внася, той трябва да бъде разглеждан като временна и преходна парична политика на страната преди успешното ѝ присъединяване към еврозоната.

Публикацията съдържа резултати от изследване, финансирано със средства от целева субсидия за НИД на УНСС по договор № НИД НИ - 10/2021.



Използвана литература:

1. BNB (2008) Mezhdunarodni valutni rezervi// БНБ (2008) Международни валутни резерви
2. Zakon za Bulgarska narodna banka// Закон за БНБ
3. Dobrev, D., (2000), Parichniyat suvet v Bulgariya: ustroystvo, osobenosti i upravlenie na valutniya rezerv, BNB//Добрев, Д. (2000) Паричният съвет в България: устройство, особености и управление на валутния резерв, БНБ.
4. Mishkin, Fr. (2014) Teoriya na parite, bankovoto delo i finansovite pazari, izd. "Zapad-Iztok"// Мишкин, Фр. (2014) Теория на парите, банковото дело и финансовите пазари, издателство „Запад-изток“
5. Mihaylova-Borisova, G. (2014) Pari, banki, parichna politika, Izdatelski kompleks – UNSS// Михайлова-Борисова, Г. (2014) Пари, банки, парична политика, Издателски комплекс-УНСС.
6. Mihaylova-Borisova, G. (2016) Riskove ot popadane na evrozonata i nyakoi strain v ES v deflacionna spirala, Ikonomicheski i socialni alternativni, broj 3//Михайлова-Борисова, Г. (2016) Рискове от попадане на еврозоната и някои страни в ЕС в дефлационна спирала, Икономически и социални алтернативи, бр. 3.
7. Mladenov, M., (2009) Pari, banki, kredit – peto dopulneno i preraboteno izdanie// Младенов, М. (2009) Пари, банки, кредит – пето допълнено и преработено издание.
8. Nenovski, N., Khristov, K. (1998) Finansova represiya i racionirane na kredita v usloviyata na parichen suvet v Bulgariya, BNB// Неновски, Н., Христов, К. (1998) Финансова репресия и рационализиране на кредита в условията на паричния съвет в България, БНБ
9. Stateva, Y. (2021) Bulgariya v evrozonata - opitut na drugi durzhavi i sravneniya, Ikonomicheski i sotshialni alternativni, broj 2// Статева, Й. (2021) България в еврозоната – опитът на други държави и сравнения, Икономически и социални алтернативи, бр. 2.
10. Trifonova, S. (2006) Parichna teoriya, parichna politika, evropeyska parichna integratshiya. Universitetsko izdatelstvo Stopanstvo. // Трифонова, С. (2006) Парична теория, парична политика, европейска парична интеграция, Университетското издателство Стопанство.
11. Alonso-Gamo, P., et al. (2002) Lithuania: History and Future of the currency board arrangements, IMF Working paper
12. Desquilbet, J., Nenovsky, N. (2004) Credibility and Adjustment: Gold Standards Versus Currency Boards
13. Hanke, S., Schuler, K. (2015) Currency boards for developing countries: A handbook (Revised edition 2015)
14. Kazandjieva, Ir., Mladenov, M. (2013) The Lessons from the Financial Crisis and the Post Crisis Period. The Case of a Country with a Currency Board Arrangement, Economic Alternatives, Issue 2
15. Knöbl, A., Sutt, A., Zavoico B. (2002) The Estonian currency board: Its introduction and role in the early success of Estonia's transition to a market economy, IMF Working paper
16. Mihaylova – Borisova, G. (2019) Stability of the currency board in Bulgaria after the global financial crisis, Международният научен журнал, Научные вести №3(8) 2019
17. Mihaylova-Borisova G. (2021) Pandemic crises and currency board in Bulgaria, Third international scientific-practical internet conference, PUET
18. Nenovsky, N., Hristov, K., Mihaylov, M. (2002) Comparing the Institutional and Organizational Design of Currency Boards in Transition Countries, Eastern European Economics, vol. 40, no. 1