

**ПАРИЧНАТА ПОЛИТИКА:  
МЕХАНИЗМИ И РЕЗУЛТАТИ**

*Николай Георгиев  
Николай Господинов*

**март 1992 г.**

## Съдържание

<b>I. ВЪВЕДЕНИЕ .....</b>	<b>1</b>
<b>II. ФОРМИ НА ФУНКЦИОНИРАНЕ НА ПАРИЧНИЯ МЕХАНИЗЪМ .....</b>	<b>2</b>
<b>III. ОСНОВНИ ИНСТРУМЕНТИ НА ПАРИЧНАТА ПОЛИТИКА ПРЕЗ 1991г.....</b>	<b>6</b>
<b>IV. РЕЗУЛТАТИ ОТ ПРОВЕЖДАНАТА ПАРИЧНА ПОЛИТИКА .....</b>	<b>11</b>
<b>V. ЗАКЛЮЧЕНИЕ .....</b>	<b>14</b>

## І. ВЪВЕДЕНИЕ

Радикалната смяна на икономическата система на страната изисква формирането на финансова система, която в максимална степен да улеснява и подпомага функционирането на съвременната пазарна икономика. Основните задачи, осигуряващи тази цел, могат да се формулират така:

- паричната политика да се превърне в един от основните инструменти за постигане на макроикономическа стабилизация;
- да се изгради двузвенна банкова система с независима от изпълнителната власт и отговорна за паричната политика централна банка и множество достатъчно стабилни конкуриращи се търговски банки;
- да се развият модерните лостове за непряк паричен контрол в съответствие с актуалните финансови теории.

Провежданата парична политика през 1991 г. преследваше две главни цели: да установи равновесие на паричния пазар, като съкрати изключително високото парично търсене до икономически обоснования размер на паричното предлагане; да предотврати прерастването на неизбежната либерализация на цените в хиперинфлация. За постигането на тези цели бяха използвани широка гама от инструменти, но главната тежест падна върху преките средства за контрол. Може да се каже, че поставените пред паричната политика задачи в общи линии бяха изпълнени, въпреки някои колебания през летния период.

След известно първоначално забавяне, институционалната част на реформата в паричния сектор се развива ускорено. Създадените форми за функциониране на финансовия механизъм и инструменти за контрол върху най-важните му параметри са изцяло в духа на съвременните финансови системи. Подготвена е добра основа, която в скоро време ще позволи ударението при провеждането на паричната политика да се измести от преките лостове (лихвен процент и кредитни тавани) към непреките (операции на "отворения пазар"). Подготвя се и консолидирането на банковата система чрез уедряване на търговските банки с цел повишаване на тяхната стабилност.

Този доклад е организиран по следния начин: параграф II описва новите форми на функциониране на паричния механизъм, чрез които се подготвя основата за непряк контрол върху паричните агрегати; параграф III се спира на най-важните сега лостове на паричната политика; в параграф IV е представен анализ на емпиричните ефекти от следваната парична политика. Някои изводи и препоръки са формулирани в параграф V.

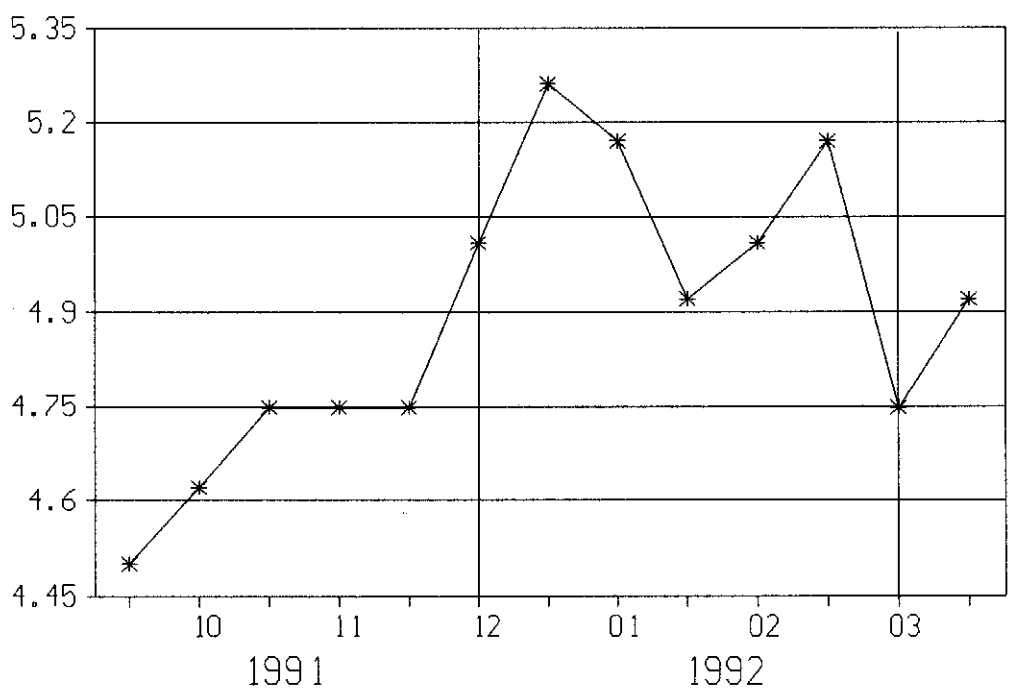
## II. ФОРМИ НА ФУНКЦИОНИРАНЕ НА ПАРИЧНИЯ МЕХАНИЗЪМ

Основен елемент в предприетата от началото на 1991г. стабилизационна икономическа програма на правителството беше рестриктивната парична и кредитна политика. Провеждането на такава политика изискваше силна централна банка с висока репутация, независими конкуриращи се помежду си търговски банки, както и система от нови надеждни и ефективни механизми за регулиране на отношенията между тях.

Първоначално БНБ преустанови неограниченото предоставяне на кредитни ресурси на търговските банки, което създаде стремеж у тях за увеличаване на привлечените депозити от фирми и физически лица, както и пряко договаряне на ресурси между отделните банки. От януари 1991г. БНБ започна да рефинансира търговските банки само под формата на тримесечни депозити, чиито максимален размер през първите три тримесечия на годината не трябваше да надхвърля 20% от определените кредитни тавани на банките, а за четвъртото тримесечие-10%. Към 31 декември 1991г. обемът на прякото рефинансиране на ТБ посредством тези депозити беше в размер на 13 468 млн.лева, като от тях 6 942 млн.лева бяха отпуснати за покриване на трудносъбираемите и несъбираемите кредити, отложени за издължаване след 1 януари 1991г., 612 млн.лева за покриване на остатъка по дълга на фирми, в които се извършва конверсия на военното производство, 1 943 млн.лева по клиринговите сметки и 3 971 млн.лева бяха предоставени като допълнителни кредитни ресурси (срещу 9 007 млн.лева към 30 септември). През февруари 1992г. Управителният съвет на БНБ реши да преустанови предоставянето на преки необезпечени депозити на търговските банки.

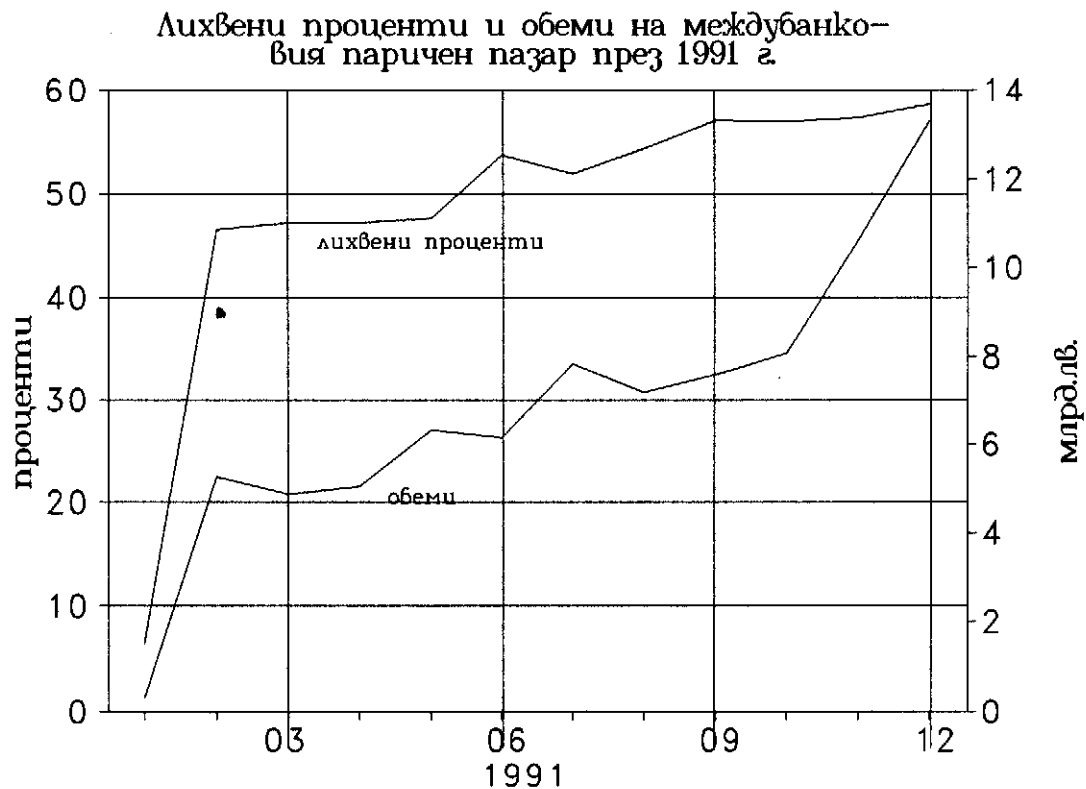
През месец септември 1991г. бе въведена нова форма на рефинансиране на търговските банки, а именно провеждането от БНБ на редовни търгове за краткосрочни (срок 1 месец) междубанкови депозити. Въз основа на постъпилите поръчки за предоставяне и получаване на депозити се определя пределен лихвен процент, при който се постига равновесие между общото търсене и предлагане. На проведените до 16.03.91. търгове основната част от депозитите беше предоставяна от БНБ (само на два търга депозити предоставиха и три ТБ, но с незначителен размер), докато търговските банки участваха предимно като получатели на депозити. Месечните обеми на предоставените депозити на тези търгове за последните четири месеца се движеха в диапазона 5,6-7 млрд.лева, а средномесечните пределни лихвени проценти, фиксирани на търга, следваха възходяща тенденция, като от 54% (изчислени на годишна база) през септември, достигнаха равнище 61.08% през февруари. Фактическият остатък по отпуснатите междубанкови депозити към края на декември 1991г. беше в размер на 5 936 млн.лева.

Месечен лихвен процент на търговете  
за междубанкови депозити



Източник: БНБ

През януари 1991г. се постави началото и на междубанковия паричен пазар. На него търговските банки, разполагащи с временно свободни кредитни ресурси, ги предоставят пряко на банките, изпитващи временен недостиг от такива, на основата на взаимна договореност за срока и лихвения процент. Към 31 декември 1991г. общият обем на предоставените кредитни ресурси на този пазар от началото на годината е в размер на 82 430 млн.лева, като от тях 14 609 млн.лева (или 17.72%) са със срок до една седмица, 50 026 млн.лева (или 60.69%) - със срок от една седмица до един месец и 17 795 (или 21.59%) - със срок над един месец. Като причина за ниския относителен дял на осъществените междубанкови операции със срок до 1 седмица може да се посочи бавната преводна система, която изисква поне 2-3 дни за осъществяването на една операция по покупко- продажба на такива ресурси. Търговските банки предоставяха кредитните си ресурси под формата на депозити или кредити, като последната бе използвана главно от ДСК. Средният лихвен процент през годината бе 53.52 на сто, като за месец декември той достигна 58.49 на сто (срещу 61.62 на сто на търга за междубанкови депозити за същия месец). Предимството на междубанковия паричен пазар пред търговете за междубанкови депозити се изразява главно в неговата гъвкавост, която позволява двете страни пряко да се договорят по условията (срок и лихва) при предоставянето на ресурсите. От друга страна обаче, досегашната организация на междубанковия паричен пазар създава реална опасност за дестабилизиране на финансовата система поради верижната обвързаност между търговските банки и води до заобикаляне на контрола от страна на БНБ и неспазване на някои основни банкови регулатори. Изхождайки от презумпцията за необходимост от сигурност и доверие в банковата система, както и нуждата от постепенно ограничаване и отпадане на предоставянето на необезпечени депозити от централната банка, една удачна бъдеща мярка би била сливане на тези два механизма на рефинансиране и създаване на съвременен междубанков пазар, върху който се упражнява контрол от страна на БНБ по спазването на законовите банкови норми и регулатори.



С приемането през ноември 1991г. на Временната тарифа за лихвите, която БНБ прилага по операциите си в страната, се разшириха формите на рефинансиране на търговските банки. Централната банка започна да предоставя ломбардни кредити срещу залог на емитираните от Министерството на финансите тримесечни съкровищни бонове. БНБ отпуска ломбарден кредит в размер до 80% от номиналната стойност на заложените ценни книжа и до 90% от стойността на заложените валута, скъпоценни метали и облигации, получени от МФ по реда на ПМС N244/29.12.1991г. по основния лихвен процент. В резултат на десетте емисии през 1991г. БНБ предостави на 15 търговски банки 38 заема в размер на 845.1 млн.лева срещу залог на държавни съкровищни бонове с обща номинална стойност 1 273 млн.лева. Купувачи на останалата част от общата емисия съкровищни бонове (1 472 млн.лева) бяха главно търговски банки с изчерпани кредитни тавани, които имаха за цел диверсификация на кредитните си портфейли\*. През януари 1992г. бяха осъществени още две емисии на

\*Търговските банки имат правото да закупуват държавни ценни книжа извън определените им лимити по кредитните тавани

държавни съкровищни бонове, а от началото на февруари се провеждат редовно (всеки първи и трети понеделник от месеца) аукциони за продажба на краткосрочни държавни ценни книжа. Очакваното намаляване на основния лихвен процент, което би довело до реализирането на значителни приходи поради фиксирания доход от съкровищните бонове, също би могло да бъде сериозна причина, която да поддържа интереса на търговските банки към тези аукциони.

В края на 1991г. БНБ приложи за първи път и сконтовите кредити като форма на обезпечено рефинансиране. Срещу предоставяните ѝ за ресконтране от страна на търговските банки ценни книжа - менителници и записи на заповед, централната банка отпусна до 31 декември 1991г. сконтови заеми в размер на 612 млн. лева по сконтов процент, съответстващ на основния лихвен процент плюс 1 на сто.

### **III. ОСНОВНИ ИНСТРУМЕНТИ НА ПАРИЧНАТА ПОЛИТИКА ПРЕЗ 1991г.**

Един от основните инструменти на ограничителната кредитна политика са кредитните тавани (плафони) върху нарастването на кредитите, отпускани от търговските банки. Това е пряк инструмент, използван от БНБ, за непосредствено контролиране на обема на кредита и паричната маса. През 1991г. бяха определени кредитни тавани по тримесечия спрямо края на 1990г., като техните стойности бяха съответно 102%, 112%, 132% и 152%. От тези числа става ясно, че след силно ограничителните граници през първите две тримесечия, които доведоха до рязкото съкращаване на кредита в реално изражение, през втората половина на годината тези нормативи бяха поотпуснати под влияние на някои сезонни фактори. В началото на 1992г. БНБ определи растеж на кредитните тавани на търговските банки за левовото кредитиране на стопанската дейност за първото тримесечие на 1992г. от 10% спрямо таваните от края на 1991г. (по-късно те бяха ревизирани на 7%), като с новите тавани не се признават неизпълнения на тавани за 1991г. Въпреки че кредитните тавани допринесоха за ограничаване на съвкупното търсене като част от политиката за



упражняване на контрол върху паричната маса, те имаха и някои неблагоприятни ефекти. Голяма част от по-крупните търговски банки бързо изчерпваха кредитния си лимит, докато в по-малките банки оставаха неизползувани ресурси, което водеше до непълно и неефективно разпределение на кредитните ресурси и ограничаване на конкуренцията между банките. Като последица от това може да се счита нарастването на лихвените проценти по кредитите в банките с бързо изчерпващи се кредитни тавани и насочването на свободните им средства предимно към странични операции с валута, което увеличи общия риск на портфейла им и доведе до нестабилност и резки колебания на валутния курс на лева. Затова подготвяните възможности за покупко-продажба от банките на 2/3 от неусвоената част от утвърдените тавани на организиран от БНБ търг и определянето на ежемесечни кредитни тавани на основата на обема на депозитите в отделните търговски банки, би създала условия за премахването на тези недостатъци и подобряване на системата на разпределение на кредитните ресурси.

За погасяване на инфлационните очаквания и намаляване на темпа на инфлация се разчиташе растежът на паричното предлагане и кредита да бъде ограничен посредством високи номинални лихвени проценти. Те имаха за цел от една страна да отслабят инфлационния натиск чрез пренасочване на паричния излишък към срочни депозити, а от друга страна - да доведат до притискане на неефективните предприятия да реструктурират или, в случай на невъзможност да сторят това, да преустановят дейността си. Въпреки че първата задача отчасти бе постигната, превръщайки населението в нетен кредитор, реалните лихвени проценти по депозитите бяха с отрицателна стойност, като дори след първоначалната "корективна" инфлация през февруари и март, реалният лихвен процент за периода април-декември остана отрицателен (-8.9%). Това доведе до обезценяване на спестяванията на населението, като преливането на средства от неговите сметки към сметките на предприятията имаше характер на специфичен вид субсидии. Това на свой ред имаше за последица в известна степен стесняване на търсенето на левове и прехвърляне на активите в чужда валута, което доведе до запазване на недоверието в лева и подхранване

на очакванията за девалвацията му. Оттук идва и намалението на базата на инфлационния данък и при съществуващия дефицит на държавния бюджет се създадоха условия за ускоряване на инфлацията. По-бързото нарастване на индексите на потребителските цени и цените на дребно от номиналните лихвени проценти доведоха не само до обезценяване спестяванията на населението, но и до редуциране на вътрешния дълг на държавата и задълженията на някои предприятия (главно търговски фирми и фирми, произвеждащи стоки за крайно потребление) към банковия сектор. Въпреки това обаче голямата част от производствените предприятия, които продаваха стоките си по цени на производител (нарастващи през 1991г. значително по-бавно от потребителските цени) бяха изправени пред твърде високи реални лихвени проценти през известни периоди от годината, като за периода юли - декември реалният лихвен процент по кредитите на тези предприятия бе 10.2%. Кредитните условия на тези държавни фирми допълнително се утежняваха от признаването само на 25% от разходите за лихви за фактически разходи преди облагането на печалбата (по наши изчисления увеличаването на сумите, привездани в бюджета от предприятията, ползващи кредит, съответствува на нарастване на ефективния лихвен процент с около 22-24%), като заедно с някои други ограничения, липсата на алтернатива за преобразуването им в друга форма на собственост и продължаващото им кредитиране от търговските банки доведе до натрупване на огромна част несъбираеми и трудносъбираеми кредити от тези предприятия и практически до тяхната нежизнеспособност. Наред с това тези високи разходи за лихвени плащания се калкулираха в цените на продукцията и се превърнаха в силен инфлационен фактор.

Високите лихвени разходи и ограничаването на обема на кредита чрез кредитните тавани ограничиха достъпа на много фирми до финансовите ресурси на банките и доведоха до опасно разширяване на междуфирменото кредитиране. Важната разпределителна функция на ценовия механизъм беше нарушена, тъй като взаимозависимостта между предприятията създаваше трудности да се направи разлика между "добрите" и "лошите" фирми, което причини някои микроикономически смущения. Липсата на информационна система,

способна да оцени риска и платежоспособността и да разграничи добрите и лошите предприятия, усложни провеждането и ефективността на кредитната политика.\*

Какви биха били последиците за икономиката от едно евентуално намаляване на основния лихвен процент? Основният лихвен процент не се определя самоцелно, а на базата на очакваната инфлация. Ако се позволим на намеренията на правителството да намали инфлацията към средата на годината до 3% месечно, това дава основание за разумно намаляване на лихвения процент. Една евентуална редукция на лихвения процент и фактическа инфлация по-висока от него, обаче, би довела отново до отрицателни реални проценти, които биха имали за последица следното:

Първо. Продължаващо обезценяване на спестяванията на населението и прехвърляне на средствата от срочни депозити във валутни активи.

Второ. При запазване на определените кредитни тавани пониският лихвен процент няма да доведе до рязко нарастване на кредита и паричната маса (измерена чрез M2 или широките пари), а само в границите на неизползуваната част на кредитните тавани и не би се превърнал в силен инфлационен фактор. Това запълване на кредитните тавани би могло да се осъществи и с по-горе споменатата възможност за разпродаване на неизползуваната част от тях на търг, затова изборът трябва да падне на един от тези два инструмента.

Трето. След като не се позволи на паричната маса да излезе извън рамките на кредитните тавани и се прибегне до намаляване (или поне забавяне на растежа) на държавните разходи, намаляването на лихвените проценти би могло да има антиинфлационен ефект. От една страна, то би спомогнало (заедно с приспадането на по-голяма част от лихвените разходи, напр. 50-75%, преди облагане на печалбата) за намаляване на натиска върху цените чрез редуциране на разходите. От друга страна, то би поевтинило кредитирането на бюджетния дефицит и би се създала обстановка за увеличаване дела на неинфлационното покриване на дефицита за сметка на намаляването на печатането на пари.

\*G.Calvo,J.Frenkel,"From centrally planned to market economy",IMF Staff Paper,June 1991

Четвърто. Ситуацията, при която ниските лихвени проценти и кредитните ограничения биха довели до изместване на по-ефективните и надеждни кредити от тези с по-ниска възвращаемост, не е Парето - оптимална и създава предпоставки за неефективното разпределение на ресурсите.

След внимателно претегляне на предимствата и недостатъците, може да се счита, че при нискоеластична реакция на населението на намаляването на лихвения процент (което се потвърждава от емпиричните данни), подобна мярка би имала положителен ефект върху икономиката.

Особен интерес представлява процесът на едновременно нарастване на лихвения процент и девалвация на лева. Основната причина за това е, че през изминалия период от съществена важност при определяне икономическите действия на населението и фирмите се оказаха очакванията. Когато цените нарастваха и се очакваше да продължат да нарастват, заемодателите (най-вече населението) имаха за интерес нарастване на номиналните лихвени проценти, което да компенсира загубата на покупателната способност на лева в следствие на по-високия темп на инфлация. Подобно на това заемателите бяха склонни да плащат по-висок лихвен процент (въпреки постоянните им протести), тъй като очакваха да изплатят заемите си със значително по-обезценени левове. Така поради постоянните инфлационни очаквания, породени от неясната икономическа перспектива през отминалата година, номиналният лихвен процент следваше възходяща тенденция. По същата причина след първоначалната силна девалвация на лева (т.нар. "overshooting effect") и последващата му адаптация към равновесното му ниво, от средата на 1991г. в резултат на непогасените очаквания за увеличаване на цените, левът реагираше незабавно (поради по-бързата реакция на цените на финансовите активи от цените на стоките) и постоянно се обезценяваше. Въпреки еднопосочното им движение обаче, емпиричните данни не дават основание да се приеме наличието на пряка връзка между номиналният лихвен процент и валутния курс на лева.

#### IV. РЕЗУЛТАТИ ОТ ПРОВЕЖДАНАТА ПАРИЧНА ПОЛИТИКА

От формулираните в параграф I главни цели на паричната политика, през 1991 г. несъмнено по-важна бе борбата с инфлацията. Стабилизационната политика за постигане на тази цел изисква потискане на съвкупното търсене чрез съкращаване на паричното предлагане. Сравнително последователното провеждане на тази линия позволи на БНБ да се справи с двата ценови шока при либерализацията на цените. Резултатите биха били още по-добри, ако и фискалната политика и политиката на доходите бяха следвали същата линия на твърда рестрикция. Фактически през различни части на годината те частично компенсираха положителния антиинфлационен ефект на паричната политика.

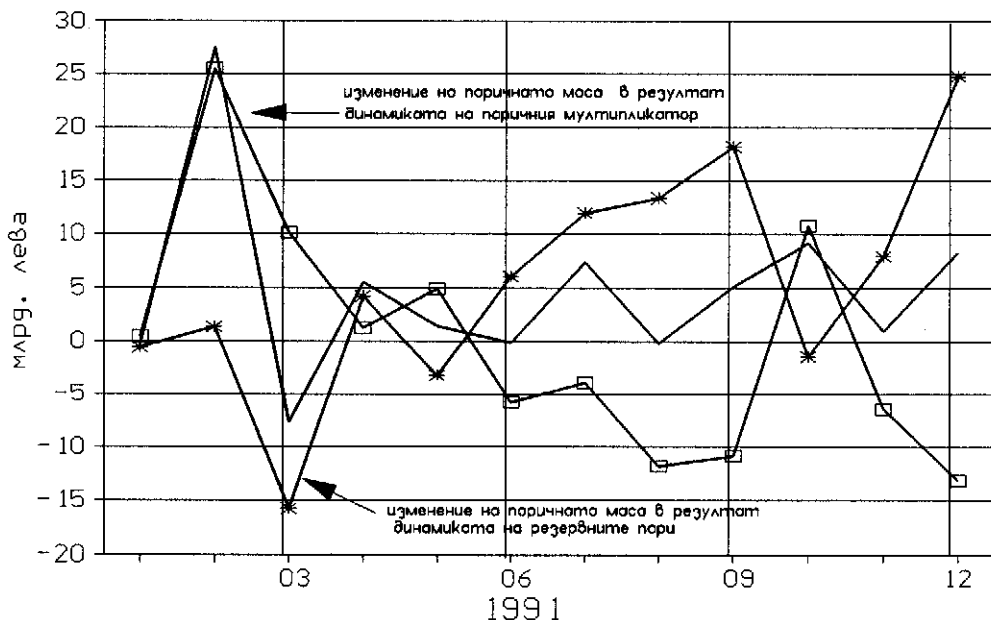
Другата важна цел, стояща пред БНБ, бе уравнивяването на паричния пазар. Посоката бе към намаляване на паричното търсене, за да се приведе то в съответствие с намаленото парично предлагане и да се ликвидира съществуващата от 1990 г. "парична примка". Използваните за това инструменти бяха основният лихвен процент и кредитните тавани (вж. параграф III). Изпълнението на кредитните тавани общо за банковата система през първите три тримесечия беше твърде близко до 100%, което, при отчитане на твърде различните условия за отпускане на кредит от отделните търговски банки, подсказва известен превес на паричното търсене над предлагането. В този смисъл натрупването на големи резерви в търговските банки през лятото частично се дължи и на изчерпването на кредитните им тавани за тримесечието. А те са продължавали да се рефинансират от БНБ заради високите си инфлационни очаквания, както и за подобряване на ликвидността си. Това положение се промени през четвъртото тримесечие, когато едва 76.3% от кредитните тавани бяха изпълнени. Може да се твърди, че паричният пазар достигна едно по-стабилно равновесие през октомври и ноември. През декември банковите резерви отново отбелязаха значителен растеж (21% като се отчете инфлацията), което вече може да се тълкува като превишаване на паричното предлагане над търсенето, а това оказва натиск надолу върху лихвените проценти.

През 1991г. бе отбелязано номинално нарастване на левовия вътрешен кредит с 41.9 на сто, но силният скок на цените доведе до

рязкото му свиване в реално изражение с 85.9 на сто. Секторната структура на кредита през годината остана почти непроменена, като делът на кредита, ползуван от нефинансовите обществени предприятия се движеше в границите на 64-66 %, делът на държавата бе 28-30 %, а този на населението и частния сектор- 5-6%. Общият левов кредит, отпуснат само от търговските банки се увеличи с 115.7 %, като кредитът към недържавния сектор нарасна номинално само с 39.7 %, което е значително под определения норматив по кредитните тавани от 52 %.

Динамиката на паричното предлагане през годината се характеризираше с увеличаване в номинално изражение на широките пари със 113.5 % и паричният агрегат М2 със 109 %, дължащо се главно на девалвацията на лева. След коригиране влиянието на валутния курс, наблюдаваното номинално нарастване е в размер съответно на 25.5% и 27.5%. След като се вземе предвид обаче близо шесткратното увеличение на цените през годината се констатира значително реално намаляване на паричната маса, измерена с агрегата М2, с 64.5%. В структурата на М2 делът на наличните пари и безсрочните депозити, т.е. М1, нарасна от 54.8 на 63.6% предимно под влияние на валутния компонент на безсрочните депозити и продължава да бъде далеч над световните стандарти, докато делът на квази парите, състоящи се от спестовни, срочни и една малка част валутни депозити, спадна от 45.2 на 36.2%.

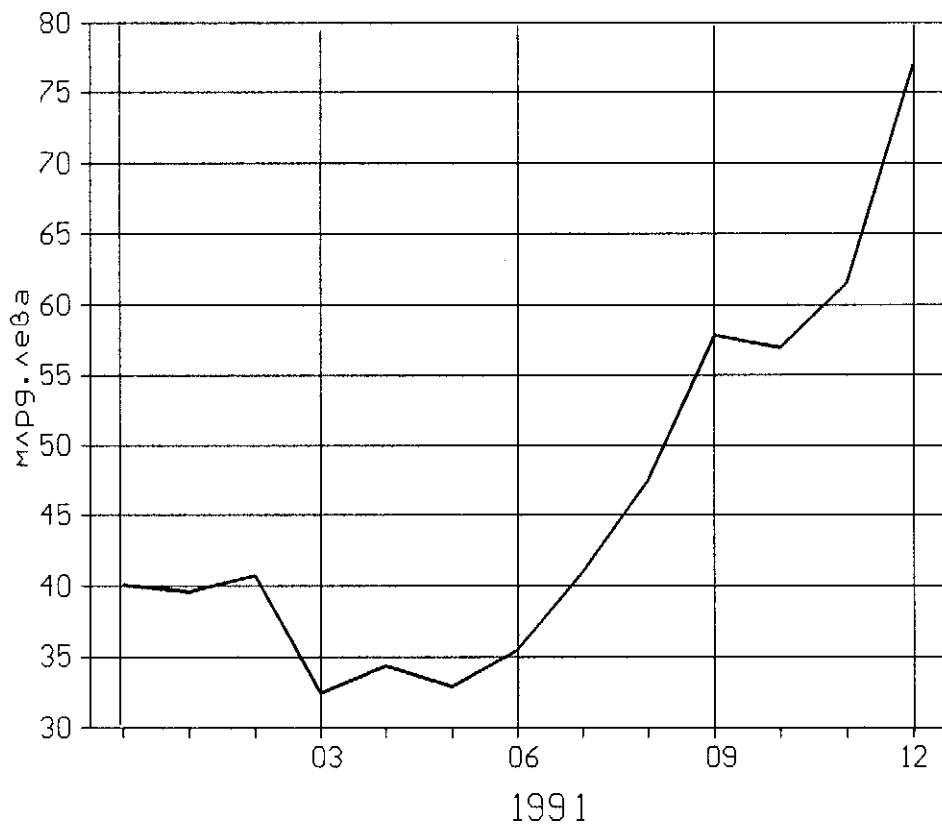
Изменение на паричната маса



източник: БНБ

Динамиката на паричната маса през годината беше резултат на противоположното влияние на паричния мултипликатор и резервните пари. Инфлационните очаквания имаха за последица намаляване на номиналните парични баланси на населението чрез купуване на реални или доларови активи или чрез прехвърляне на средствата си в срочни левови депозити, което доведе до намаляване на отношението между наличните пари и депозитите. Това беше причина за увеличаване на банковия дял в резервните пари, т.е. банковите резерви, и оттук за увеличаване на паричния мултипликатор. От средата на годината обаче поради силното ограничаване на кредита посредством високите номинални лихвени проценти и кредитните тавани паричният мултипликатор започна да намалява, като по-нататъшното номинално нарастване на паричната маса се дължеше на увеличаването на резервните пари.

Динамика на резервните пари



източник: БНБ

## V. ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Развитието на механизмите на паричния пазар в България е окуражаващо. Може би това е областта, в която икономическата реформа е най-напреднала. Постепенното развитие на съвременните парични лостове ще резултира в изместване на акцента при контролиране на паричната маса от преките лостове към по-прецизните операции на отворения пазар, т.е. към една съвременна и ефективна парична политика.

В началния етап на икономическата реформа (февруари - май) необходимите мероприятия се провеждаха твърдо и последователно и резултатите бяха забележителни - рязък спад на инфлацията, повишаване на търсенето на местната валута, заместване на глада за стоки с глад за пари. Натрупаната свръхликвидност в икономиката бе ликвидирана, което чувствително отслаби инфлационния натиск. Известната неустойчивост и непоследователност на тази линия през лятото обаче допринесе значително за намаляване на постигнатия силен първоначален ефект, като запази почти непокътнати вторично формиралите се инфлационни очаквания на стопанските агенти. Възстановяването на първоначално провежданата политика към края на летния период даде своя краткосрочен положителен ефект, но продължителното залагане единствено на паричната рестрикция при "меки" бюджетни ограничения за фирмите и почти безконтролното нарастване на реалните доходи през четвъртото тримесечие на 1991 г. превърна лихвения процент - главно антиинфлационно средство до момента - в определено проинфлационен фактор. Това на свой ред ще принуди централната банка да използва намаляването му за антиинфлационни цели (посредством намаляване на растежа на паричното предлагане чрез кредитните тавани и съответните фискални мерки), с което основната тежест на борбата срещу инфлацията ще се премести от паричната към бюджетната политика с всички неблагоприятни социално-политически последици от това.