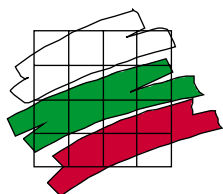


СЕРИЯ ИКОНОМИЧЕСКИ ИЗСЛЕДВАНИЯ

**УПРАВЛЕНИЕ НА КАПИТАЛОВИТЕ ПОТОЦИ  
В БЪЛГАРИЯ**

*Цветан Манчев*



**АГЕНЦИЯ ЗА ИКОНОМИЧЕСКИ  
АНАЛИЗИ И ПРОГНОЗИ**

ул. „Аксаков“ 31, София 1000, България

---

© **Агенция за икономически анализи и прогнози 2002**

1000 София, ул. „Аксаков“ №31

тел.: 981 65 97, 9859 56 01

факс: 981 33 58, 980 93 22

e-mail: [aeaf@minfin.government.bg](mailto:aeaf@minfin.government.bg)

<http://aeaf.minfin.government.bg>

*Всички права запазени.*

*Никакви части от тази публикация не могат да бъдат репродуцирани, съхранявани (запаметявани) или разпространявани чрез електронни системи, фотокопиране или чрез други способности без предварителното изрично писмено съгласие на Агенцията за икономически анализи и прогнози.*

*Превод от английски език.*

ISBN 954-567-038-X

*Това изследване е изготвено през периода май-септември 2001 г. по проекта „Управление на капиталовите потоци в Централна и Източна Европа“, финансиран от Фондацията „Форд“ и координиран от Европейския офис на Международния център за икономически растеж в Будапеща. Центърът за икономическо развитие координира българското участие в проекта.*

*Изводите, интерпретациите и позициите изложени в това Икономическо изследване принадлежат изцяло на автора и не могат по никакъв начин да бъдат приписани на Агенцията за икономически анализи и прогнози и Центърът за икономическо развитие.*

---

## СЪДЪРЖАНИЕ

1. ОБЩ ПРЕГЛЕД.....	1
2. КАПИТАЛОВИ ПОТОЦИ И МАКРОИКОНОМИЧЕСКО РАЗВИТИЕ НА СТРАНАТА (СРЕДАТА НА 1997–2000 Г.) .....	5
2.1. Структурна характеристика на капиталовите потоци .....	6
2.1.1. Разпределение по видове .....	6
2.1.2. Разпределение по сектори .....	7
2.1.3. Страни на произход .....	9
2.2. Роля на банковия сектор и капиталовите пазари .....	10
2.3. Връзката между капиталови потоци и структурни реформи .....	14
2.4. Макроикономическо въздействие на капиталовите потоци .....	17
3. ПОДХОДИ ПРИ УПРАВЛЕНИЕТО НА КАПИТАЛОВИТЕ ПОТОЦИ .....	22
3.1. Прилагани стратегии.....	22
3.1.1. Административни разпоредби.....	22
3.1.2. Либерализация на търговията и движението на капитали .....	24
3.1.3. Валутен режим .....	26
3.1.4. Банков надзор и банкови наредби.....	27
3.2. Стерилизация на капиталовите потоци.....	29
3.3. Структурни и институционални характеристики на управлението на капиталовите потоци.....	30
4. ЗАКЛЮЧЕНИЕ .....	33
ИЗПОЛЗВАНА ЛИТЕРАТУРА .....	36

## 1. ОБЩ ПРЕГЛЕД

Нарастването на капиталовите потоци към България представлява важен елемент от успешната стабилизация и трансформация към пазарна икономика през последните години, макар че страната отваря врати за чуждестранните инвестиции едва в началото на 90-те години. Българският опит по отношение на капиталовите потоци през последното десетилетие може да бъде разделен най-общо на четири фази.

Първият период обхваща началото на 90-те години, точно преди старта на финансовата либерализация, когато България беше изтикана от пътя на световните капиталови потоци, основно поради наложения мораториум върху плащанията по външния дълг, вследствие на съмнителната икономическа политика, провеждана през предходното десетилетие и поради отсъствието на каквато и да била законова рамка за чуждестранните инвестиции. Същевременно в страната започнаха да възникват пазарни институции в динамична политическа обстановка при напълно изчерпани валутни резерви, пълен контрол на държавата върху лихвените проценти и заплашително рязка доларизация и скоро след разпада на традиционните връзки от СИВ страната бе доведена до ръба на хиперинфлацията.

През втората фаза – първата половина на 90-те години – входящите капиталови потоци се ограничаваха до спекулативен капитал, а крехката макроикономическа стабилизация беше финансирана най-вече чрез заеми от международните финансови институции (МФИ). Първият Закон за стопанската дейност на чуждестранните лица и за закрила на чуждестранните инвестиции, приет в началото на 1992 г., предостави равни права на българските и чуждестранните граждани и юридически лица да придобиват акции или дялово участие в търговски дружества. Законът сам по себе си не успя да подобри влошеното доверие на чуждестранните инвеститори в страната, подклаждано най-вече от неясната и непрозрачна стратегия на първоначалната икономическа и финансова либерализация. Неподходящата законодателна, счетоводна, информационна и институционална рамка на пазарните реформи и бавният напредък в преговорите с Банковия консултативен комитет на страните-кредиторки от Парижкия и Лондонския клуб<sup>1</sup> още повече подринаха доверието на инвеститорите. Това позволи на бързо сменящите се правителства да следват популистка политика, въпреки външните шокове, при меки бюджетни ограничения

---

<sup>1</sup> Споразуменията бяха подписани в средата на 1994 г.

и значителен бюджетен дефицит (финансиран предимно от банковата система, в която преобладаваха държавните банки) и да провеждат непоследователна парична политика при плаващ валутен курс и непрозрачна приватизация.

Третата фаза обхваща острата финансова и политическа криза през втората половина на 1996 и началото на 1997 г., предизвикана от ликвидните проблеми на финансовата система, дестабилизацията на паричната политика и липсата на доверие на населението в централната банка вследствие на масовото теглене на депозити от банките. В резултат на това, притокът на капитали в страната, включително и предварително договорената финансова подкрепа от международните финансови институции, бе временно прекратен. Нещо повече, сригването на вътрешните финансови пазари доведе България почти до състояние на хиперинфлация за втори път през последното десетилетие. Процесите предизвикаха предсрочни парламентарни избори през пролетта на 1997 г. и спечелилата дясноориентирана коалиция стартира силна, подкрепяна от МФИ програма за налагане на макроикономическа стабилност и извършване на дълго отлаганите структурни реформи. В основата на стабилизационната стратегия от 1997 г. лежаха въвеждането на валутен съвет в средата на 1997 г. и провеждането на бърза и възможно най-прозрачна приватизация с цел възстановяване на доверието на международните финансови пазари в страната.

Четвъртият период, започнал след кризата от 1996-1997 г., се характеризира с нарастващ приток на капитали, предимно от МФИ и световно признати частни инвеститори. Успешният обрат в движението на капиталовите потоци може да бъде обяснен най-вече със значителните промени в управлението на капиталовите потоци и силно изменената законодателна, счетоводна, информационна и институционална рамка в посока към изпълнение на критериите за членство в ЕС преди края на 2006 г. Политическата и икономическа стабилност, надеждната икономическа и финансова политика, подкрепяна от средносрочно стендбай споразумение с Международния валутен фонд (МВФ) и установеният либерален търговски и инвестиционен климат, независимо от продължаващите неблагоприятни за страната външни условия, свързани основно с военните конфликти в бивша Югославия, са основните фактори, повлияли на всички инвестиционни решения в полза на България. Вследствие на това, потенциалът за растеж на вътрешния пазар укрепна и се проявиха преимуществата на работната сила от гледна точка на производителност, умения и разходи за труд. През последните години България успя не само да привлече, но и ефективно да адсорбира чуждестранни инвестиции, като същевременно поддържаше най-високия растеж на БВП в Европа в края на хилядолетието.

От 1997 г. досега нетният приток на капитали в страната възлезе на около 800 млн. щатски долара годишно и спомогна не само за рязкото нарастване на износа, но и за по-нататъшната промяна на неговата географска и стокова структура. Освен че повлия върху износа, притокът на капитали допринесе за намаляването на разликата между вътрешни спестявания и инвестиции. Той осигури също така и източник за финансиране на дефицита по платежния баланс и изигра важна роля за следкризисното реструктуриране на финансо-

вия сектор, което представлява решаващ фактор за ефективното функциониране на пазарната икономика.<sup>2</sup>

През изминалото десетилетие на преход възможностите за инвестиции в България се изменяха от инвестиции „на зелено“ към инвестиции в приватизацията и обратно, макар че през последните две години двата типа инвестиционни възможности започнаха да се изравняват по значение. Докато инвестиции в приватизацията са направени практически във всички сектори на икономиката, инвестициите „на зелено“ са концентрирани предимно в тежката промишленост и в други силно задлъжнели индустриални гиганти, наследени от времето на централно планираната икономика. Като естествен резултат от все по-стабилния климат, инвестиционните проекти в България получиха напоследък значителна подкрепа от МФИ като ЕБВР и Международната финансова корпорация (МФК) и специални насърчителни пакети от някои мултинационални компании. Като се има пред вид, че притокът на инвестиции в приватизацията ще намалява, ударението на инвестиционната политика постепенно се измества към проекти „на зелено“ в обществената инфраструктура, реинвестициите и съвместните предприятия. Правителството е твърдо решено да привлича и възлага проекти на български компании, като по този начин им даде възможност да се интегрират още по-добре в конкурентната среда на единния европейски пазар.

Най-големите чуждестранни инвестиции в България идват от ЕС, и по-специално от Германия, Белгия, Италия и Гърция. Регистърът на инвеститорите показва, че по-голямата част от общия обем на инвестиции в страната принадлежи на малки и средни многонационални компании, макар че конкретни статистически данни за това няма. Инвеститорите от другите развити индустриални страни навлизат в страната по-постепенно. Притокът на капитали от Русия и страните от Централна и Източна Европа (СЦИЕ) показва стабилен ръст през последните години.

Конкретният момент, размерът или дори видът на проекта или конкретната фирма са сред факторите, определящи различните подбуди и мотивация за инвестиране в България през отделните години. Забавената приватизация и непоследователните промени в законодателството и политиката за насърчаване на инвестициите през периода на преход станаха причина съвсем малък брой инвеститори да се оттеглят от страната. Мнението на чуждестранните инвеститори за инвестиционния климат в България също не винаги е било еднозначно. Болшинството от тях като цяло са удовлетворени, макар че някои изпитват известна загриженост по отношение стабилността и прозрачността на законодателната рамка, времевата последователност на държавната политика и решимостта на администрацията да подобри бюрократичните процедури за извършване на стопанска дейност и инвестиции в страната.

---

<sup>2</sup> *Разбирайки напълно важността на чуждестранните инвестиции, новото българско правителство избрано в средата на 2001 г. разработи програма от мерки за по-нататъшно нарастване на притока на капитали, който да достигне 1,1 млрд. щатски долара средногодишно по време на мандата му.*

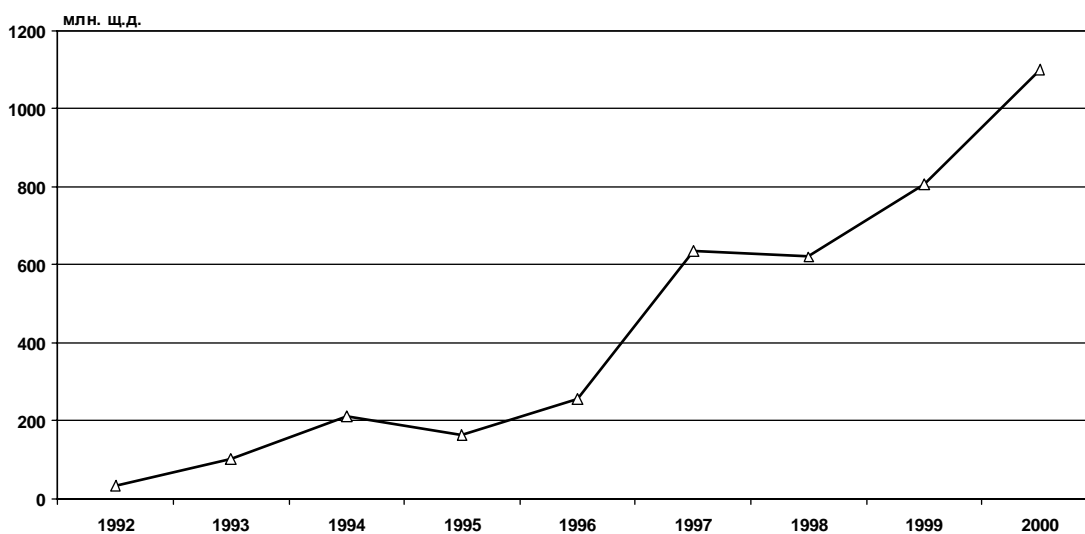
България непрекъснато либерализира условията и реда за извършване на чуждестранни инвестиции като част от своите усилия да стане пълноправен член на ЕС в средносрочен план. Наскоро приетите Валутен закон и Закон за публичното предлагане на ценни книжа, както и либерализирането на външнотърговския режим, са в пълно съответствие с тази стратегия. Запазват се единствено някои ограничения, свързани с правото на чуждестранни лица да притежават недвижими имоти и земя в България. Въпреки че либералните политически мерки допринесоха за нарастване на чуждестранните инвестиции, част от политическия елит и икономистите все още са загрижени, че обратната връзка между секторите в икономиката и трансферът на технологии към местните, по-слабо конкурентни индустрии остават под очакванията.

Обемът на изходящите капиталови потоци от България е много малък поради сравнително ниския жизнен стандарт и стриктния контрол върху капиталовите операции, упражняван от държавата през по-голямата част на наблюдавания период. Тези потоци са насочени предимно към страни с благоприятен данъчен режим. След либерализирането на капиталовите операции, българските банки увеличиха своите активи зад граница с оглед на предпазливото им отношение към икономическото развитие в периоди на значителни структурни промени.

## 2. КАПИТАЛОВИ ПОТОЦИ И МАКРОИКОНОМИЧЕСКО РАЗВИТИЕ НА СТРАНАТА (СРЕДАТА НА 1997–2000 Г.)

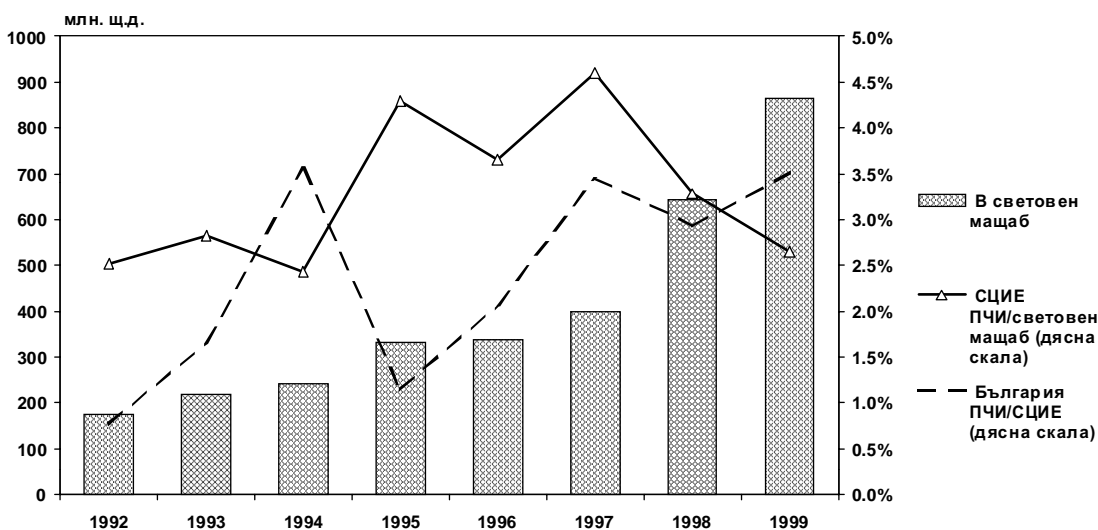
Макроикономическото развитие на България претърпя забележителен обрат след кризата, независимо от усложнената външна среда. Делът на България в световен мащаб като реципиент на преки чуждестранни инвестиции (ПЧИ) непрекъснато нараства, а страната регистрира най-високите темпове на растеж на БВП в Европа. През периода 1997-2000 г. около 3,2 млрд. щатски долара са инвестирани в страната, което представлява 80,5% от общата сума на преките чуждестранни инвестиции в България през последното десетилетие. По показателя преки чуждестранни инвестиции на глава от населението, в последно време България почти достига най-високите равнища, отбелязани в страните от Централна и Източна Европа. През последните няколко години темпът на нарастване на ПЧИ в страната надхвърли средното равнище за СЦИЕ, в резултат на което нарасна делът на България в общия обем направени чуждестранни инвестиции в региона.

Преки чуждестранни инвестиции в България (общо)



Източник: АЧИ

Дял на преките чуждестранни инвестиции

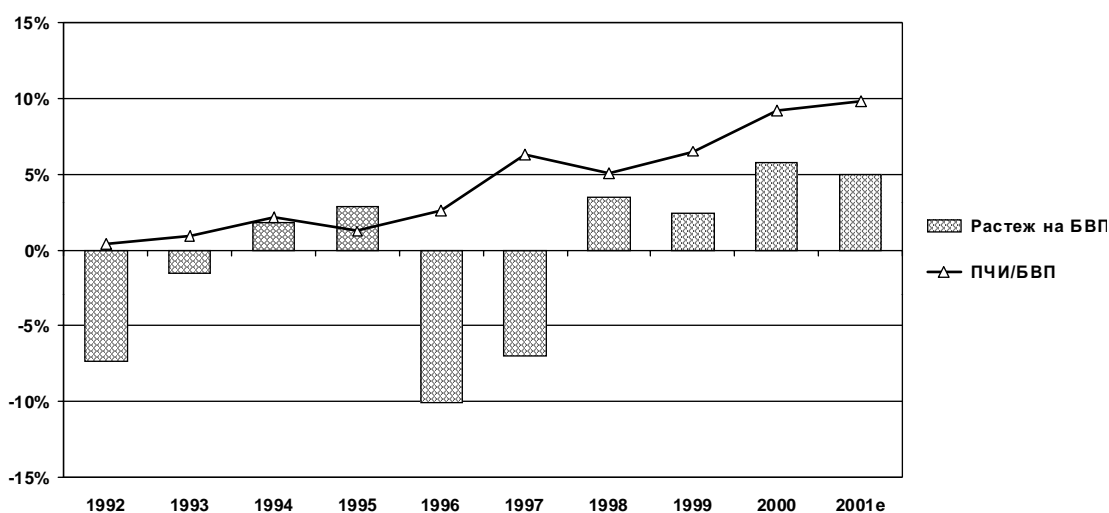


Източник: World Investment Report (UNCTAD), АЧИ



От 1992 г. досега чуждестранни инвеститори са участвали в над 33 000 проекта. Средният размер на единична инвестиция възлиза на около 0,12 млн. щатски долара. Усредненият обем от инвестиции в един проект се колебае значително през годините и достигна най-високата си стойност от 0,23 млн. щатски долара през 1999 г. Чуждестранните инвестиции успешно покриват разликата между оскъдните вътрешни спестявания и брутните инвестиции в основен капитал. Отношението ПЧИ към БВП постепенно нараства и достигна близо 10% през 2000 г., за разлика от пренебрежимо ниските нива, отбелязани през първата половина на 90-те години.

ПЧИ и растеж на БВП в България



Източник: НСИ, АЧИ

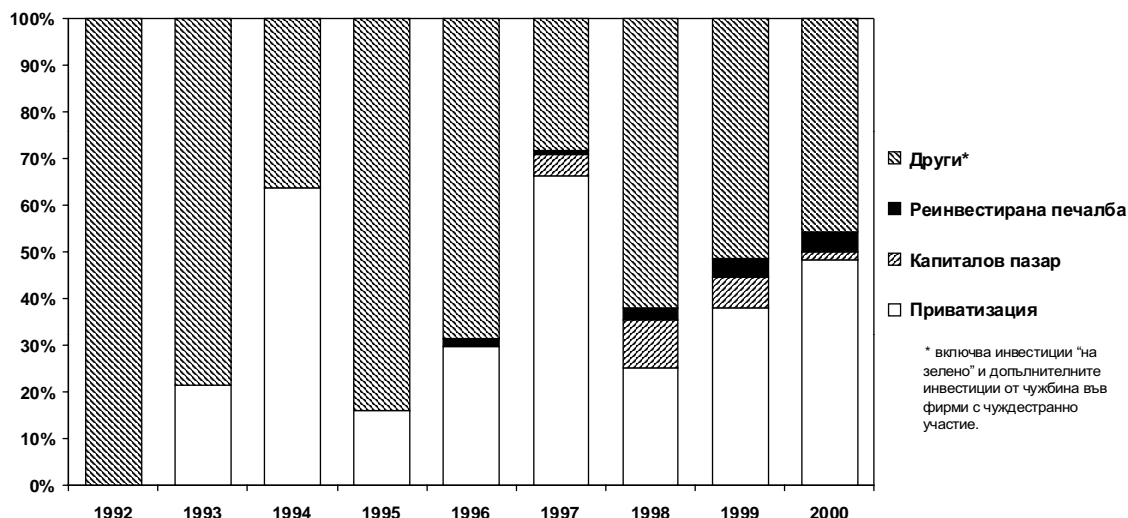
## 2.1. Структурна характеристика на капиталовите потоци

### 2.1.1. Разпределение по видове

Агенцията за чуждестранни инвестиции класифицира капиталовите потоци в четири категории според начина на влизане в страната: приватизационни сделки, фондов пазар, реинвестирана печалба и други, които включват инвестиции „на зелено“ и допълнителни чуждестранни инвестиции в компании с чуждестранен капитал. В категорията „други“ преобладават инвестициите „на зелено“, чийто дял възлиза на повече от 90%.

Общата сума на т.нар. „други“ инвестиции в България достигна почти 2 млрд. щатски долара и те заемат основно място в структурата на притока на капитали през периода 1992-2000 г. Инвестициите „на зелено“ са доминиращи не само през периодите, когато процесът на приватизация остава само на хартия, но представляват значителна част и по времето на ускорена трансформация на собствеността. Това се дължи, както на наследената висока задлъжнялост на промишления сектор в България, така и на необходимостта от обновяване на остарелите производствени технологии. Приватизацията представлява вторият най-важен източник на приток на капитали в страната. Значителен обем от

ПЧИ в България (по вид инвестиция)



Източник: АЧИ

приватизационните инвестиции се концентрира в стратегически проекти, т.е. в така наречената „голяма приватизация“.

През целия анализиран период вливането на капитали чрез вътрешния фондов пазар и реинвестирана печалба остава значително по-маловажен канал на чуждестранни инвестиции. За съжаление, българският капиталов пазар все още не е достатъчно развит и не изпълнява значимите икономически и социални функции, присъщи на тези пазари в развитите икономики. Очевидно, лекото повишаване напоследък на потока на портфейлни инвестиции към и извън страната би могло да се припише на извършената промяна от режим на регулирано плаване на обменния курс на лева към фиксиран курс към германската марка след въвеждането на валутен борд в страната.

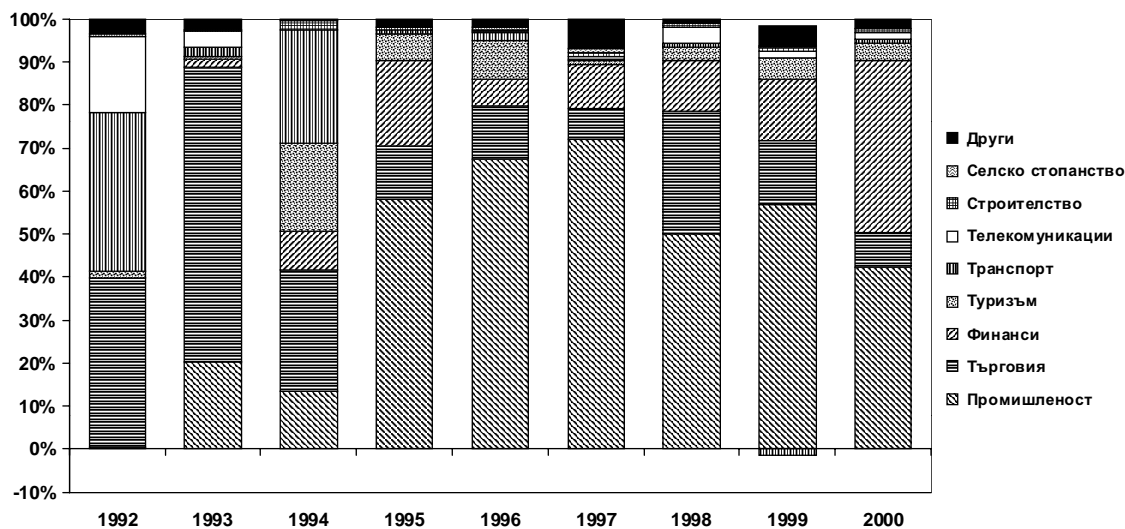
Въпреки че българският фондов пазар функционира, особено през последните години, при наличието на добре уредена правна и регулаторна рамка, той все още не привлича очакваните свободни вътрешни и чуждестранни портфейлни инвеститори. През 1999 г. на Българската фондова борса се създаде специален сегмент за публично предлагане на притежавани от държавата пакети от ценни книжа. И макар че този прозрачен метод на приватизация вече доказва своите предимства, той не се използва в раздържавяването на големи предприятия и фирми. За периода от 1996 г. насам, реинвестираната от чуждестранни инвеститори печалба в България възлиза на по-малко от 100 млн. щатски долара.

### 2.1.2. Разпределение по сектори

Отрасловото разпределение на постъпилите в страната капиталови потоци показва забележителна динамика. През периода 1992-1994 г. в секторите търговия и транспорт е концентрирана основната част (61,4%) от всички инвестиции. През последвалите няколко години се забелязва пренасочване на инвестиционната активност към различните индустриални сектори, които в периода 1995-1997 г. привличат 68,8% от направените чуждестранни инвестиции. След въвеждането на паричен съвет в страната, е регистриран значителен интерес на

чуждестранните инвеститори към финансовия сектор. През последните четири години, пет от седемте най-големи български банки са приватизирани от чужди инвеститори, като общият финансов ефект от тези сделки възлезе на около 550 млн. щатски долара. Инвеститори от световен мащаб се насочиха и към застрахователния сектор, след наскоро приетите съвременни закони и подзаконови нормативни актове, регулиращи тези сфери. По този начин постъпилите капитали във финансовия сектор понастоящем се оценяват на 17,7% от общия приток на капитали в България.

ПЧИ в България (по сектори)



Източник: АЧИ

През първите етапи на прехода фирмите, заети в производството и търговията с потребителски стоки, притежаващи установени пазари и марки (хранителна индустрия, производство на напитки, винарство, шивашка и текстилна промишленост), както и международния транспорт, привличаха основния интерес на чуждите инвеститори. Подписаното в средата на 1994 г. споразумение за реструктуриране на външния дълг с кредиторите от Парижкия и Лондонския клуб леко отвори вратата за по-нататъшно ускоряване на притока на капитали. За жалост, ниското доверие в провежданата икономическа политика и нестабилният инвестиционен климат, свързани най-вече със сътресенията на вътрешните финансови пазари в периода 1994-1996 г., в съчетание с поставеното по-късно ударение върху работническо-мениджърската приватизация, спънаха развитието на съществуващите сектори и попречиха на създаването на изцяло нови производства.

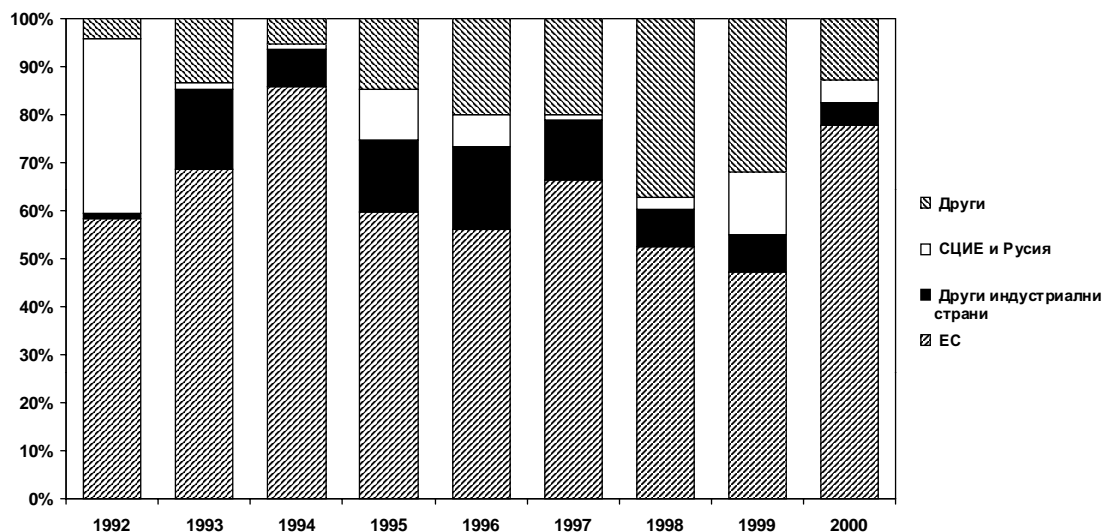
Постепенната промяна към по-високотехнологични продукти и сектори, произвеждащи по-голяма добавена стойност, е далеч от предварителните очаквания, а в страната не бяха създадени значими научно-изследователски и развойни институции. Текстилното производство, шивашката и обувната промишленост и производството на мебели са секторите, които отбелязват устойчив темп на растеж на продукцията и чуждестранните инвестиции през последните няколко години, устоявайки на резките промени в международния бизнес климат. През

2000 г. износьт на трикотажна продукция нарасна с 32%, на обувни изделия – с 6% и на мебели – с 13%. Отличните резултати на леката промишленост са свързани със сравнителните преимущества на България в относително трудоемките отрасли на икономиката, и най-вече с по-ниските равнища на заплащане в сравнение с производителността на труда. Чуждестранните инвеститори, предимно от Гърция и Турция, също играят важна роля за поддържане на устойчив ръст на износа в тези сектори, като осигуряват машини, оборудване и пазарен пласмент.

### 2.1.3. Страни на произход

Водещите инвеститори в България са от европейските страни. През периода 1992-2000 г. постъпилите чуждестранни инвестиции от страни-членки на ЕС възлизат средно на 63,5% от общия обем на чуждестранни инвестиции. През отделните години този дял варира, но неизменно остава над 50% през целия наблюдаван период. Друга значителна част от притока на капитали в България идва от т.нар. други индустриални страни (САЩ, Япония и Швейцария). При все това, значението на индустриализираните държави-нечленки на ЕС като източник на чуждестранни инвестиции остава далеч от предварителните очаквания. Нарастването на обема на инвестиции в България от централноевропейските страни, наблюдаван през втората половина на отчетния период, може да се счита като белег за икономическо оживление в тази зона. Сред най-големите чуждестранни инвеститори в България са PRAMET (Чешка република; електротехника), VIDEOTON (Унгария; електротехника), INTERLICHTER (Унгария; транспорт), ADUT\_ADOX SKALICA (Словакия; хартиено-целулозна промишленост) и EASTROCAPITAL (Чешка република; банкерство).

ПЧИ в България (по географски район)



Източник: АЧИ

Съществуващите данни обаче трябва внимателно да се интерпретират, тъй като те обхващат само страните на директен произход. Както показват данните, дялът на т. нар. „други страни“ се увеличава значително през втората половина

на 90-те години поради факта, че многонационалните компании често прокарват своите инвестиции през техни чуждестранни филиали или офшорни зони по данъчни и други съображения. Твърде вероятно е наличните статистически данни да подценяват ролята на такива страни като САЩ и Русия (и в по-малка степен на някои други индустриални държави) като първоначален източник на приток на капитали. Нарастващият прилив на чуждестранни капитали от офшорни зони, някои от които попадат по подозрение за пране на пари, наскоро принуди българското правителство да ревизира двустранното споразумение с Кипър за взаимното насърчаване и защита на инвестициите.

## **2.2. Роля на банковия сектор и капиталовите пазари**

Стратегията за следкризисни икономически реформи, целяща да създаде подходяща законодателна и институционална среда за развитието на модерна финансова система и капиталови пазари, съответства на първостепенната цел на България за подготовка за членство в ЕС. От 1997 г. насам са направени решителни стъпки за постигането на тези цели. Банковата система и капиталовият пазар постепенно преодоляха последствията от срива на финансовите пазари през 1996 г. и в резултат на това, финансовото посредничество значително се подобри. Към края на 2000 г. степента на финансово посредничество в България остава под нивата на страните от ЕС и Централна и Източна Европа.

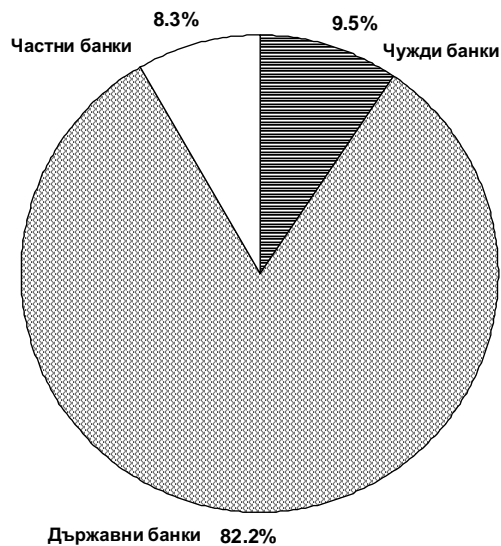
Банковият сектор, чрез бързата банкова приватизация най-вече през 1999 и 2000 г., акомодира значителна част от притока на капитали под формата на преки чуждестранни инвестиции. Стратегически инвеститори като Uni-Credito Italiano и NBG и институционални инвеститори като Regent, ALICO, EBRD проявиха интерес и участваха в раздържавяването на български банки. През последните години България получи над 550 млн. щатски долара в брой от банкова приватизация.

Раздържавяването на пет от 7-те най-големи държавни банки, които доминираха банковата система, беше извършено през периода 1997-2000 г. В края на 2000 г. в ръцете на държавата останаха мажоритарните пакети от акции само на третата и петата по големина (според размера на активите) банки в България, а именно Банка ДСК и Биохим. Понастоящем, правителството е мажоритарен собственик и на Насърчителна банка – създадена през 1998 г., за да подпомага развитието на малки и средни частни предприятия и притежаваща незначителен дял от банковия пазар, и има миноритарен пакет от акции в малката Централна кооперативна банка. Очаква се банковата приватизация в България да приключи до края на 2002 г.

Макар че структурата на българската банкова система рязко се промени след 1997 г., секторът остава малък и концентриран. В края на 2000 г. в България съществуват 35 банки. Общите активи на банковата система възлизат на по-малко от 40% от годишния БВП през 2000 г. В момента активите на контролираните от чуждестранни инвеститори търговски банки възлизат на повече от 67% от всички активи на банковата система. Участието на чуждестранни инвеститори в българския банков сектор нараства и чрез създаването на местни

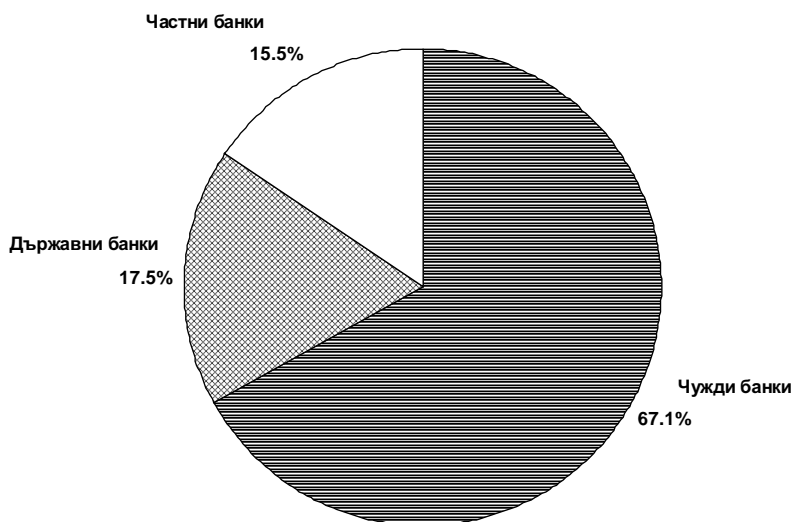
клонове и филиали на чужди банки. По този начин от 1997 г. насам водещи банки като Citibank, BNP-Paribas и Търговска банка на Гърция навлязоха на българския пазар.

#### Структура на банковите активи според собствеността (1996 г.)



Източник: БНБ

#### Структура на банковите активи според собствеността (2000 г.)



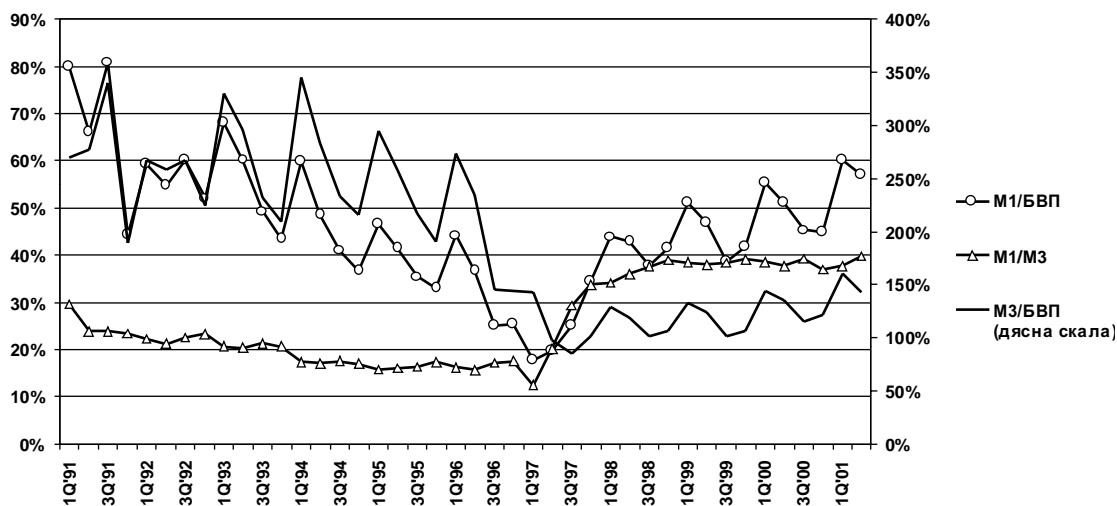
Източник: БНБ

Икономическите показатели на клоновете и филиалите на чуждестранни банки в България отбелязват забележителен растеж. Общият обем на техните активи нарасна 3,7 пъти от 1997 г., за да достигне 661 млн. щатски долара в края на 2000 г. В края на същия период в България оперират осем клоната и четири филиала на чуждестранни банки.

Както изглежда, към края на 1999 г. доверието на вложителите в банковата система беше възстановено, макар че този процес отне значително по-дълго

време от първоначалните очаквания на управляващите. Различните показатели за степента на финансово посредничество доказват постепенното подобряване на функционирането на банковия сектор. Отношението на паричния агрегат М3 към БВП постепенно нараства от 85,6% в средата на 1997 г. до 121,5% през четвъртото тримесечие на 2000 г. Същевременно съотношението М1/БВП се увеличи от 25 на 45%, което също така може да се разглежда като важен признак за относително високия обем на кешови трансакции в българската икономика. Паричните мултипликатори в България продължават да са далеч от нивата си в Германия, чиято парична единица се използва като резервна валута.

### Парично предлагане

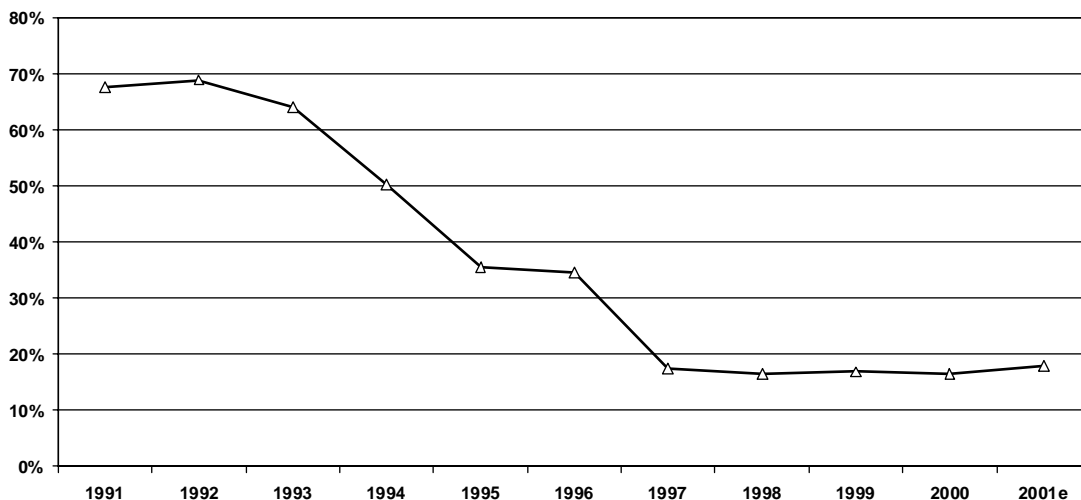


Източник: НСИ, БНБ

Банковият сектор продължава да съсредоточава своята дейност в опосредстването на краткосрочни депозити в нискорискови ликвидни активи. Към края на 2000 г. кредитите за нефинансовия сектор възлизат на около 30% от всички банкови активи или по-малко от 20% от БВП, докато депозитите във финансови институции – почти изцяло деноминирани в чуждестранни валути – и портфейлите от ценни книжа съставят над половината от общия обем на активите. Тази консервативна стратегия за управление на активите се дължи отчасти на банковата криза от 1996-1997 г. и на относителния недостиг на добри възможности в страната, но тя също така отразява и зависимостта на сектора от чужда валута и краткосрочни депозити като негов основен източник на финансиране. Структурата и съставът на банковите активи и пасиви остават стабилни от края на банковата криза в страната досега, като се очаква тенденцията към нарастване на кредита за частни предприятия като дял от съвкупния вътрешен кредит да се запази.

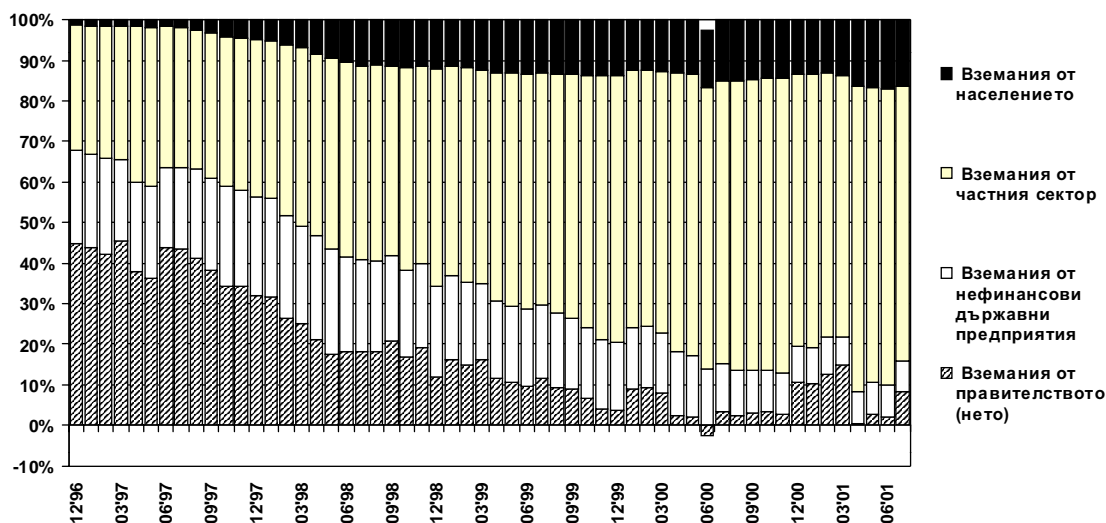
Наблюдава се и подобрене в състоянието на кредитния портфейл на търговските банки. Делът на нередовните кредити в рисковите експозиции на банковата система намаля от 33,2% в края на 1996 г. до 5,3% за декември 2000 г. Струва си да се спомене, че подобряването на банковите рискови експозиции беше постигнато с много ограничената финансова подкрепа на правителството. Успешното финансово реструктуриране извършено през 1997 и 1998 г. позво-

### Кредит за неправителствения сектор към БВП



Източник: НСИ, БНБ

### Структура на вътрешния кредит



Източник: БНБ

ли на търговските банки безпроблемно да поддържат своята ликвидност и да се концентрират върху оперативното си преструктуриране.

Приходите и разходите на банковия сектор остават стабилни, макар че предпочитанията за инвестиране на активите в нискорискови и краткосрочни инструменти намаляват рентабилността. През 2000 г. нетният лихвен доход и нетния доход от комисиони и такси формираше 70% от оперативните приходи на целия банков сектор. Разходите по икономически елементи на банковия сектор остават високи и възлизат на почти 55% от оперативните приходи през 2000 г.

През последните три години започна търговия с ценни книжа на Българската фондова борса – София. Основните усилия бяха насочени към развитието и стабилизирането на инфраструктурата на българския капиталов пазар. В резултат на въвеждането на дистанционен метод на електронна търговия се повишиха възможностите на тази структура да изпълнява функциите и да отговори на изискванията на по-развитите фондови пазари. Независимо от това положително развитие, капиталовите пазари в страната остават все още недобре развити.

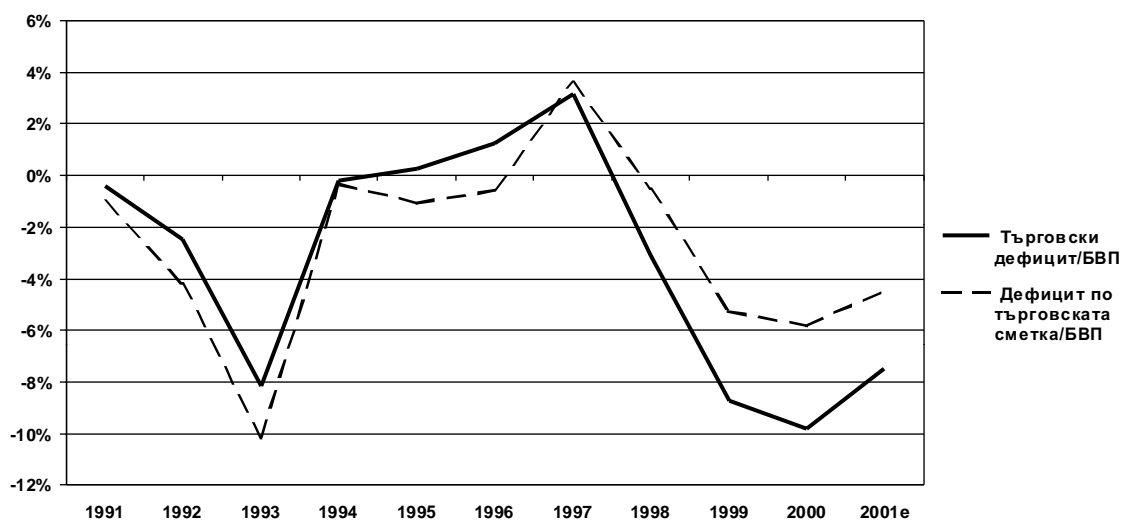


Обемите, търгувани на Българската фондова борса, са много малки и по-голямата част от търговията представлява вторична продажба на акции от масовата приватизация. Търговията на фондовата борса достигна своя връх през 1999 г., когато са изтъргувани 21,2 млн. акции на обща стойност 133,8 млн. германски марки и 18,8 млн. корпоративни облигации на стойност 472 200 германски марки. През 2000 г., както броят на търгуваните акции, така и общият оборот на борсата отбелязаха лек спад. Броят на регистрираните дружества в публичния регистър на Българската фондова борса остава доста малък, намалявайки от 625 дружества през 1998 г. до едва 361 фирми, регистрирани към края на 2000 г. По-голямата част от тези дружества са малки или средни предприятия, което ги прави непривлекателни за водещите международни инвеститори. Остатъчните пакети от акции на дружества с чуждестранна собственост са все още най-търгувани на борсата, тъй като много инвеститори предпочитат да изтласкат миноритарните собственици, придобили акции в тях чрез кръговете на масовата приватизация.

### 2.3. Връзката между капиталови потоци и структурни реформи

Опитът на България през периода на преход е доказателство за тясната връзка, която съществува между динамиката на притока на чуждестранни инвестиции и скоростта на структурните реформи. Но освен това, този опит повдига и някои въпроси, засягащи проблемите в хода на процеса на реформи. Първо, в България напоследък се наблюдава увеличаване на притока на капитали поради наличието на устойчиви структурни реформи и провеждането на заслужаваща доверие икономическа политика, независимо от продължаващите външни шокове.<sup>3</sup> Второ, приливът на капитали, заедно с кредитите от МФИ, представлява крайно необходим източник за финансиране на дефицита по капиталовата сметка през периода на преход.

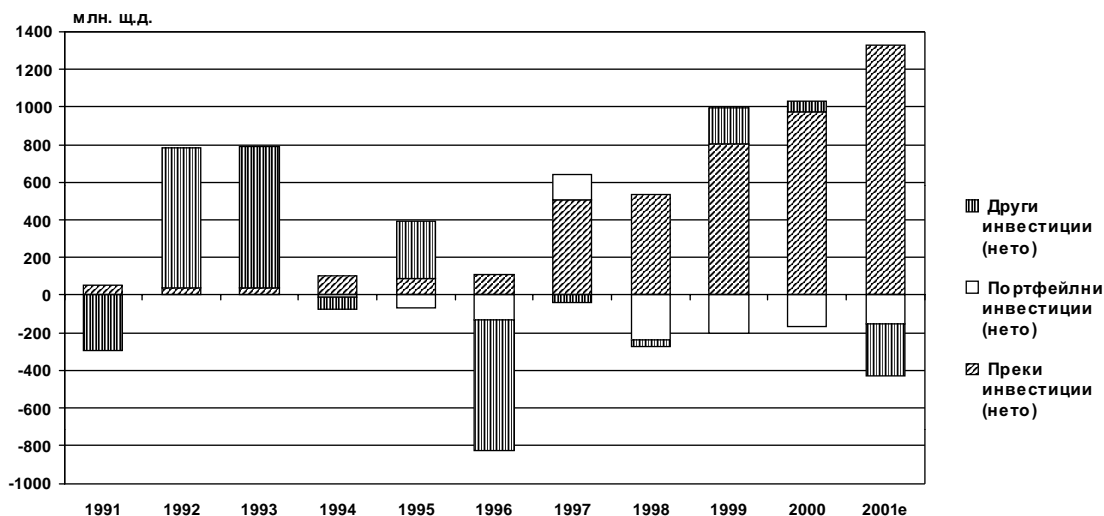
Дефицит по търговския баланс и текущата сметка



Източник: БНБ, НСИ

<sup>3</sup> Напр. регионалните конфликти през 90-те, ембаргото на ООН върху Сърбия, колебанията на пазара на Брейди облигации, международните финансови кризи и т.н.

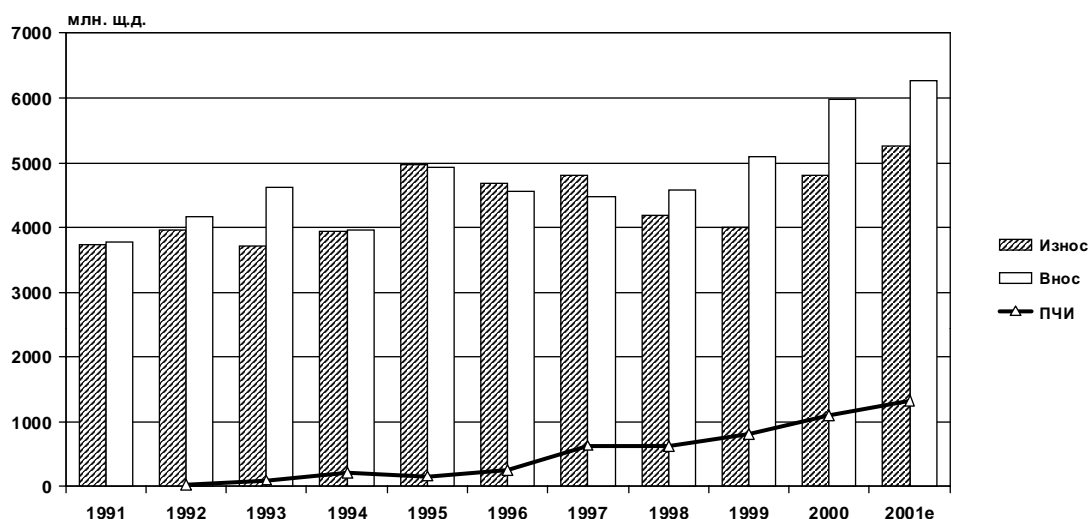
### Финансова сметка



Източник: БНБ

На трето място, по-бързо реструктуриращите се отрасли и производства, повечето от които са експортно-ориентирани, привлякоха значителна част от увеличаващия се приток на капитали в страната. Наблюдаваните тенденции в износа на продукция от определени производства и по-специално текстилната, обувната и шивашката промишленост и в по-малка степен фармацевтичната, химическата и нефтопреработвателната промишленост, машиностроенето, електротехниката и металургията, следват плътно динамиката на чуждестранните инвестиции. През 2000 г. най-важните фирми-износителки и най-голяма по обем износна продукция са от отраслите текстилна и шивашка промишленост. Същевременно тези сектори произвеждат повече от 20% от износа на страната.

### Износ, внос и ПЧИ



Източник: БНБ, АЧИ

Четвърто, макар че без съмнение чуждестранните инвестиции от години играят важна роля в развитието на българската икономика, обратните връзки с местната икономика не са на очакваното ниво. Наблюдават се значителни различия в икономическите показатели на българските фирми и на тези с преобладава-

щи чуждестранно участие, що се отнася до нивото на заплащане, брутната добавена стойност, нетните продажби, капиталовата база и експортната ориентация. В резултат на това, сред икономистите се появиха страховете, че в страната би могла да се създаде „дуалистична“ икономика, при която един по-успешен и печеливш „външен сектор“ оперира изолирано от останалата икономика. Слабият интерес на чуждите инвеститори към селските райони и нежеланието им да развиват по-добри връзки с местни доставчици също така будят загриженост.

Пето, въпреки резките промени в структурата на износа на България по страни, наблюдавани след 1991 г., продуктовата структура на износа не претърпя такъв обрат. Поради това, дялът на среднотехнологичните и високотехнологичните продукти в общия обем на експорта остана неизменно нисък. В крайна сметка, тези тенденции не позволяват на страната да реализира сравнителните преимущества на своята квалифицирана работна сила.

Шесто, бързата и енергична приватизация на банковия сектор след 1996 г. доведе в страната някои реномирани чуждестранни инвеститори като Société Général, Uni-Credito Italiano и National Bank of Greece. Те проведоха стратегическо реструктуриране на съответните банки с цел удовлетворяване нуждите на клиента и спомогнаха за следкризисното оперативно реструктуриране на търговските банки. Значителен напредък беше отбелязан в банковото планиране и маркетинг, намирането на решения при проблемните кредити и по-голямата прозрачност на финансовите отчети, като същевременно инвеститорите успяха да въведат и използват най-доброто от препоръчаната практика по отношение на управлението на риска. Чуждестранните инвеститори (1) подпомагат и насърчават трансфера на технологии към местния банков сектор; (2) допринасят за успешното навлизане на българските банки на международния пазар; (3) повишават качеството на корпоративната политика; (4) представляват движещата сила в ускоряването на реструктурирането на отделните банки, а оттук – и на целия сектор, в съответствие с международните критерии за разумно банкиране; (5) укрепват вътрешните правила за управление и контрол и механизмите за отчетност и (6) лежат в основата на въвеждането на нова корпоративна култура, съизмерима с тази на световно признати банкови институции.

При все това, макар че банковият сектор изглежда стабилен, пред него стоят значителни бъдещи предизвикателства. Капиталовата адекватност и ликвидността на банковия сектор са много високи и той не е изправен пред големи рискове, свързани с необслужвани кредити или валутна експозиция. Съществуването на голям брой малки банки и консервативната банкова стратегия, прилагана напоследък от болшинството търговски банки, най-вероятно ще принуди банките да преосмислят своята политика за увеличаване на печалбите и да заложат на засилване на кредитирането, предвид по-високата конкуренция в сектора в резултат на извършеното раздържавяване. Тази нова политика, заедно с очакваното увеличение на капиталовите потоци с оглед бъдещото членство в ЕС, ще изправят банковия надзор и системите за вътрешно управление на риска на търговските банки пред нови предизвикателства.

Тези предизвикателства се усложняват и от високите изисквания за ликвидност на валутния съвет, които ограничават активната намеса на централната банка в регулирането на общата ликвидност на системата.

#### **2.4. Макроикономическо въздействие на капиталовите потоци**

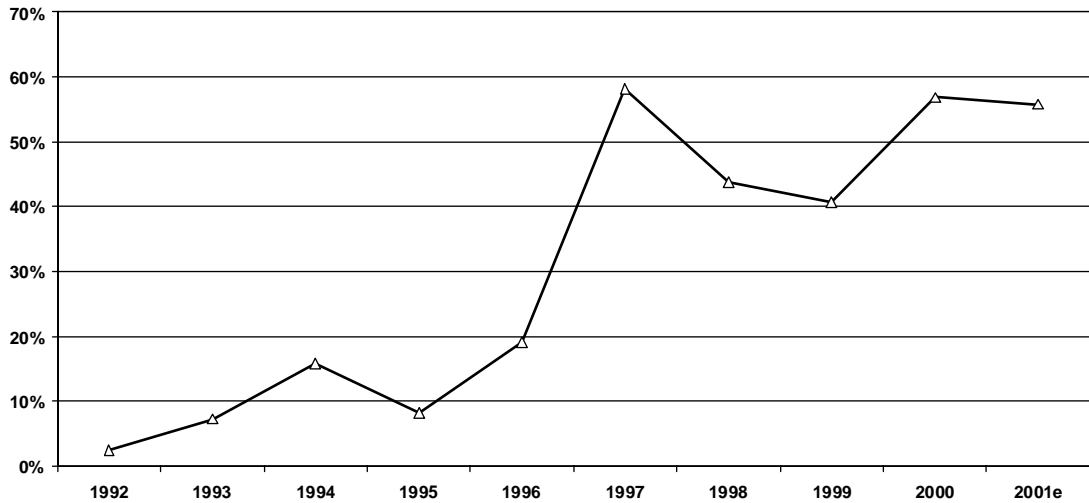
През последното десетилетие макроикономическото развитие на България беше твърде неравномерно. Типичната за първия стадий на трансформацията рецесия беше удължена и задълбочена от неспособността на редица правителства да водят разумна макроикономическа политика и да извършат належащите структурни реформи и така се стигна до финансовата криза от 1996-1997 г. и последвалата втора рецесия. Последователното провеждане на състоятелна икономическа политика след средата на 1997 г. доведе до качествена промяна и извеждане на страната на пътя на устойчивия растеж. Успешната макроикономическа стабилизация е неподлежащо на съмнение постижение от провежданите през последните години реформи. Това се потвърждава и от всички прегледи по съществуващи споразумения с МФИ, както и от решението на Европейския съвет да започне преговори за присъединяване на страната към ЕС.

Темповете на растеж на БВП се ускориха и достигнаха 5,8% през 2000 г. За съжаление, движеща сила зад съвкупното търсене през последните години бяха предимно външното търсене и реакцията на кризата през 1996-1997 г. Един по-внимателен поглед и върху предлагането подсказва, че националната икономика се намира все още в стадий на възстановяване, като факторите на производство далеч не се използват пълноценно. Общите особености и тенденции в промените на факторите на производство и производителността в България говорят, че процесът на реструктуриране все още не е завършен.

Капиталовите потоци изиграха особено важна роля в българската икономика след финансовата криза. Общият обем на преки чуждестранни инвестиции в страната нарасна от около 4% от БВП до близо 10% от БВП през 2000 г. Притокът на свежи капитали не само финансира дефицита по текущата сметка, укрепи экспортните възможности и по този начин спомогна за безпроблемното функциониране на валутния съвет, но имаше и значителен дял в брутно капиталообразуване. От 1997 г. насам съотношението преки чуждестранни инвестиции към бруто образуване на основен капитал се движеше между 41 и 58%, като далеч надхвърли нивата отпреди финансовата криза. За жалост, не съществуват сигурни данни за дела на фирмите с преобладаващо чуждестранно участие в БВП и общия износ на страната.

Провежданата в България след 1997 г. добре обоснована и солидна икономическа политика може да се разглежда като крайъгълен камък за засиления приток на капитали в страната. Поддържането на разумна фискална политика спомогна за задържането на бюджетния дефицит до около 1% от БВП и дори за генерирането на малък излишък, което представлява огромна положителна стъпка в сравнение със състоянието на бюджетния дефицит през първата половина на 90-те години. Стабилните бюджетни сметки на правителството през

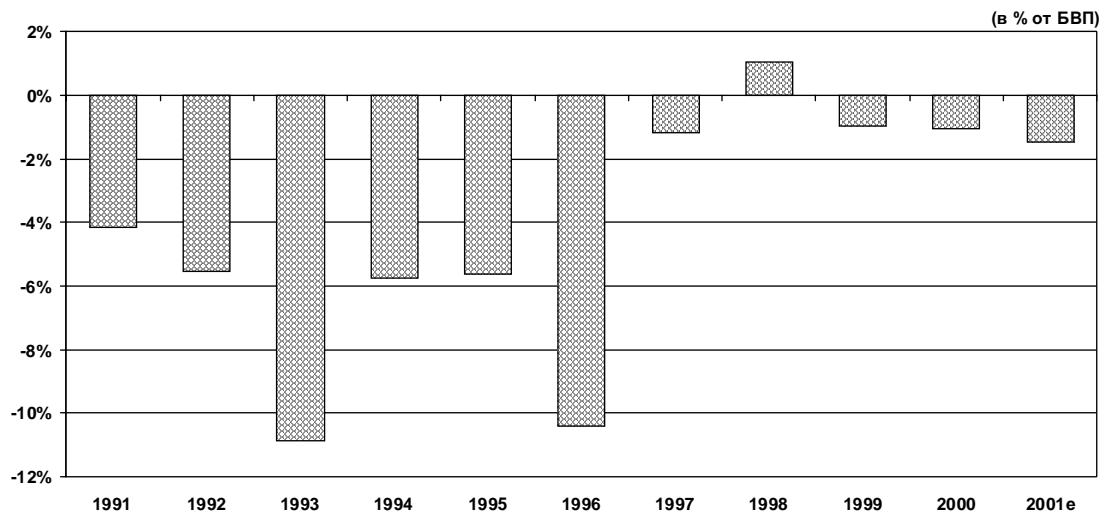
### Съотношение ПЧИ към брутообразуване на основен капитал



Източник: НСИ, АЧИ

последните няколко години се дължат главно на няколко фактора: увеличаването на общата данъчна тежест; подобряването на събираемостта на бюджетните приходи; оптимизирането на нелихвените разходи чрез провеждането на реформи в социалноосигурителните, пенсионните и здравноосигурителни системи и консолидирането на извънбюджетните сметки и въвеждането на „едина бюджетна сметка“, което допринесе за по-ефективно управление на паричните потоци. За поддържането на почти балансиран бюджет също така спомогнаха и следните фактори: (1) подписаните средносрочни споразумения с МВФ и други МФИ за външно финансиране от официални донори; (2) задълбочаването на процеса на либерализиране на търговията и цените; (3) относително успешното реструктуриране на банковия сектор чрез заслужаващо доверие приватизация и (4) бързото раздържавяване на държавните предприятия, с изключение на монополите в енергетиката, телекомуникациите и тютюневата промишленост.

### Бюджетен дефицит

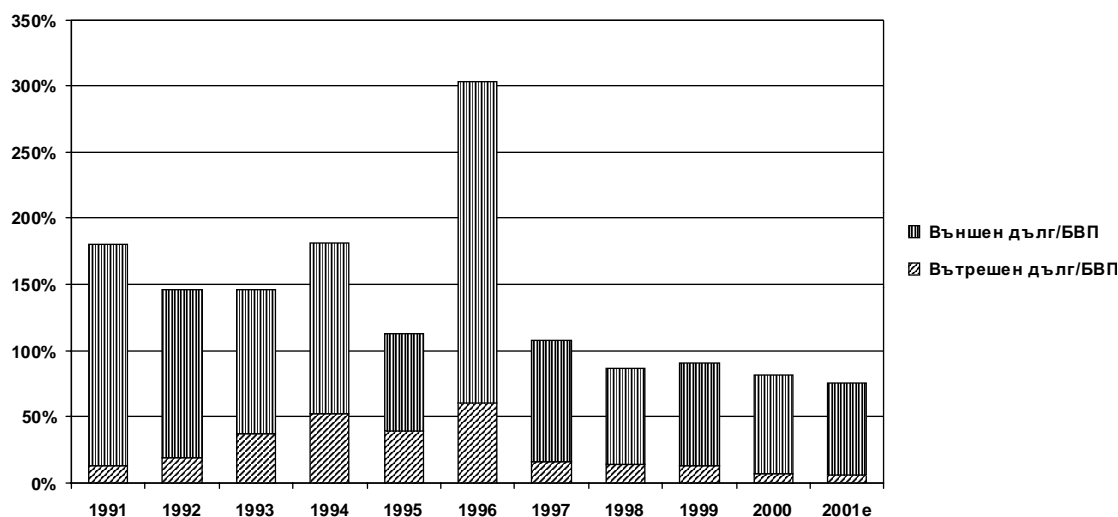


Източник: МФ, НСИ

Първоначално начертаната и провеждана политика на правителството в областта на доходите, която се базираше на строги бюджетни ограничения беше в противоречие с високата цена на болезнените реформи, плащана от населението и належащите незабавни промени в качеството на живота в България. Противоречия възникваха и в обсъжданията със социалните партньори на целесъобразността на политиката на доходите. Освен това, редица пропуски и грешки в прилагането на възприетата политика на доходите имаха негативен ефект върху нейната ефикасност. Независимо от това, политиката на доходите спомогна за намаляването на разходите за заплати в редица губещи предприятия и за замразяването на доходите в големите държавни монополи.

Стабилността на валутния съвет и постепенното и устойчиво намаляване на brutния външен дълг на страната осигуриха, от своя страна, поддържането на сравнително ниска инфлация и устойчивост на реалните лихвени проценти. Всичко това е здраво свързано с увеличаването на притока на капитали. Капиталовата и финансовата сметка нараснаха от 0,4% от БВП през 1997 г. до повече от 6% от БВП през 2000 г. От 1997 г. насам валутните резерви на централната банка, включително и златните резерви, отбелязват повишение от 39,3% и достигат 3,46 млрд. щатски долара. Отношението на държавния и държавно-гарантирания дълг към БВП следва трайна тенденция към намаляване, като се понижи от над 100% в края на 1996 г. до 81% от БВП в края на 2000 г. През същия период България получи сериозна подкрепа на платежния си баланс<sup>4</sup> от МВФ (427,2 млн. щатски долара) и от други донори (831,9 млн. щатски долара).

### Държавен дълг



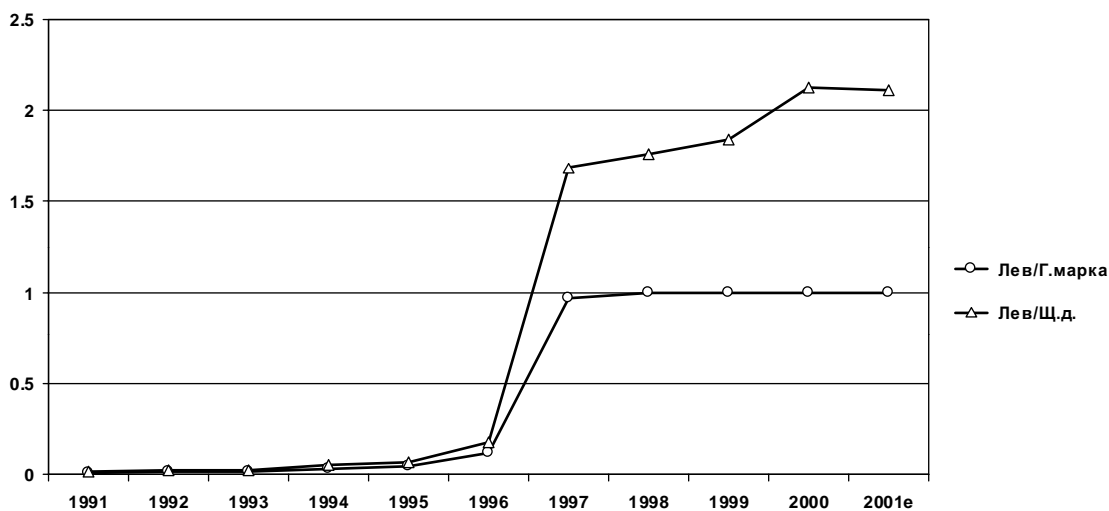
Източник: МФ, НСИ

Изборът на германската марка за резервна валута и фиксирането на лева към нея доведе до относителна конвергенция на ценовата динамика в двете страни. На фона на общата ценова стабилизация в България, промените в административно определяните цени се превърнаха в основен проинфлационен фактор.

<sup>4</sup> *На нетна база.*

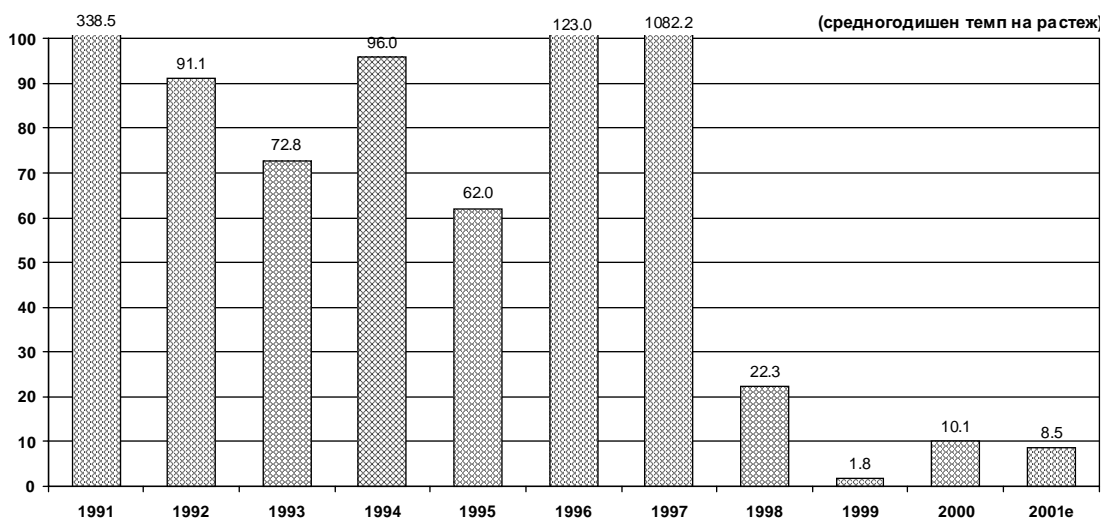
Независимо че в резултат на извършената ценова либерализация делът на административните цени в потребителската кошница беше сведен до под 10%, техният принос към общата инфлация остава много висок. Резките колебания в международните цени на горивата и някои суровини, наблюдавани през последните години, също така се отразиха неблагоприятно върху потребителските цени в България и до известна степен неутрализираха положителния ефект върху икономиката от стабилността на разменните курсове.

### Валутни курсове



Източник: БНБ

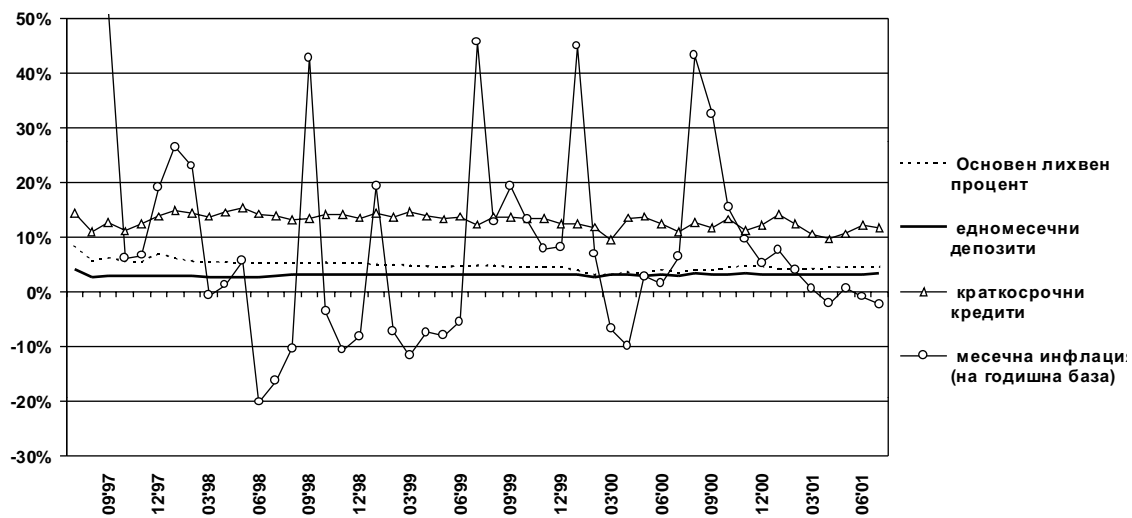
### Инфлация



Източник: НСИ

С въвеждането на паричен съвет в страната бяха премахнати, както зависимостта на търговските банки от рефинансирането от централната банка, така и обвързването на техните лихвени равнища с основния лихвен процент. Всички търговски банки определят своите лихвени проценти и спредове най-вече въз основа на своята структура на активите и пазарното търсене. За щастие, скоростта на оперативно реструктуриране на банките и тенденциите във вътрешното търсене през последните години принудиха търговските банки да проме-

### Номинални ефективни лихвени проценти и инфлация



Източник: БНБ, НСИ

нат своята лихвена политика и в резултат на това понастоящем лихвените проценти в България са относително стабилни.



### **3. ПОДХОДИ ПРИ УПРАВЛЕНИЕТО НА КАПИТАЛОВИТЕ ПОТОЦИ**

Всички правителства от започването на финансовата либерализация в началото на 90-те години досега отдават в своите програмни декларации първостепенно значение на чуждестранните инвестиции за икономическото реструктуриране и създаването на конкурентен пазар. Но само в няколко случая може да се намери практическо доказателство за това. Успешната макроикономическа стабилизация и устойчивият икономически растеж след 1997 г. поне отчасти могат да бъдат приписани и на възстановеното доверие на чуждестранните инвеститори в провежданата от българското правителство икономическа политика.

#### **3.1. Прилагани стратегии**

С оглед на изявеното от всички ключови политически сили твърдо намерение да се постигне пълна интеграция с ЕС в рамките на следващите 5-6 години, България прилага либерален валутен и търговски режим, като се стреми да укрепят капацитета на държавната администрация и изравни своето финансово законодателство и банковия надзор и разпоредби със стандартите на най-добрата международна практика. Всички тези усилия са и в пълно съответствие с необходимостта да се развие функционираща пазарна икономика в страната, като се създадат благоприятни възможности за дългосрочен растеж и подобряване на жизнените стандарти чрез повишаване на ефективността и по-добро разпределение на средствата. Либерализацията също така се разглежда като мощен инструмент за повишаване на прозрачността и за създаването на ясни и солидни правила за корпоративно управление, насърчаващи инвестициите и защитаващи инвеститорите и кредиторите от измама и нелоялна конкуренция.

##### **3.1.1. Административни разпоредби**

През октомври 1997 г. Народното събрание прие нов Закон за чуждестранните инвестиции (ЗЧИ). Законът привежда правната рамка, регулираща чуждестранните инвестиции, в пълно съответствие с приетите международни стандарти и осигурява още по-привлекателен инвестиционен режим в страната. По смисъла на този закон чуждестранно лице е: (1) юридическо лице, което не е регистрирано в Република България; (2) дружество, което не е юридическо лице и е регистрирано в чужбина; (3) физическо лице – чуждестранен гражданин с постоянно местопребиваване в чужбина и (4) български гражданин с постоянно местопребиваване в чужбина, който има и друго гражданство и избира да се ползва от статута на чуждестранен гражданин по този закон.

Конституцията на Република България и ЗЧИ третират еднакво чуждестранните и българските инвеститори, което означава, че чуждестранните инвеститори могат да извършват икономическа дейност в страната при същите условия и разпоредби, прилагани към вътрешните инвеститори, освен в случаите, когато законът предвижда нещо друго. По-специално, този принцип обхваща целия

набор от икономически и правни форми и дейности по извършването на предприемачески бизнес. Според клаузите на Закона за чуждестранни инвестиции, за чуждестранни инвестиции, извършени преди изменения в законодателството, които установяват нормативни ограничения само за чуждестранните инвестиции, се прилагат законовите разпоредби, които са действали в момента на извършване на инвестициите. Имоти, собственост на чуждестранно лице, могат да се отчуждават само въз основа на закон за особено важни нужди на държавата, които не могат да бъдат задоволени по друг начин. Според ЗЧИ, отстъпеният като обезщетение имот трябва да бъде равностоен на отчуждавания и в близост до него, а със съгласието на чуждестранния инвеститор – на друго място. Ако чуждестранното лице се съгласи, обезщетението може да бъде парично. Обезщетението трябва да е равностойно на пазарната цена на недвижимата собственост в деня на отчуждаване.

Валутният закон беше приет през м. септември 1999 г. и влезе в сила от 1 януари 2000 г. Законът отмени Закона за сделките с валутни ценности и за валутния контрол, който действаше от 1966 г., макар и неколкократно променен през този период. Законът въведе и изясни процедурата по сделки и операции по капиталовата сметка и приведе правната рамка в съответствие с де факто съществуващия либерален режим. Законът предвижда, доколкото в него не е установено друго, че всички сделки, действия и плащания се извършват свободно. Валутният закон предоставя правомощията по осъществяването на валутния контрол на Българска народна банка и Министерство на финансите. Тези институции отговарят за изработването и спазването на наредбите по прилагането на закона, които бяха приети към края на 1999 г.

Валутният закон предвижда чуждестранните инвеститори свободно да репатрират печалбата си. Данъчните преференции за чуждестранните инвеститори бяха премахнати наскоро и понастоящем чуждестранните и вътрешните инвеститори се третират еднакво от законодателството. Конституционният проблем, свързан със забраната чужденците и чуждестранните юридически лица да придобиват право на собственост върху земя, понастоящем намери известно разрешение, като на съвместни предприятия и на дружества със 100% чуждестранно участие, но регистрирани според българското законодателство, се разрешава закупуването на земя за стопански цели. Операциите с ценни книжа, търгувани на паричния и капиталовия пазар, както и сделките, финансовите кредити, предоставени от местни на чуждестранни лица и обратно, трансферите, произтичащи от изпълнението на договори за застраховка, финансовите операции на физически лица и операциите по текущите и депозитните сметки във финансови институции също така се осъществяват свободно.

Законът за мерките срещу изпирането на пари от 1998 г. е до голяма степен в съответствие с международните стандарти. Законът излага задълженията на БНБ и на Бюрото за финансово разузнаване към Министерството на финансите за създаването на оперативни процедури за предотвратяване и разкриване на действия, насочени към изпирането на пари. Той също така определя задълженията и действията на изрично упоменати икономически агенти по отношение

на идентифициране на клиенти, събиране, съхраняване и разкриване на информация, необходима за прилагането на мерките срещу прането на пари.

Законът за публичното предлагане на ценни книжа беше приет в края на 1999 г. С този закон се уреждат публичното предлагане и търговията с ценни книжа, дейността на регулираните пазари на ценни книжа, Централния депозитар, инвестиционните посредници, инвестиционните дружества, управляващите дружества, условията за извършване на тези дейности и държавният контрол върху тях. Законът третира равнопоставено местните и чуждестранните лица и изрично разрешава допускането на чуждестранни ценни книжа до българския капиталов пазар. Както политиците, така и инвеститорите споделят най-общо мнението, че Законът за публичното предлагане на ценни книжа осигурява надеждна защита на инвеститорите и създава предпоставките за развитието на прозрачен и ефективен капиталов пазар в страната.

Макар че отношението на външния дълг към БВП остава около 80%, българското правителство очаква то бързо да намалее в средносрочен план вследствие на бързия икономически растеж, поскъпването на реалния валутен курс и предвид сравнително ограничените нетни нужди на страната от заеми. Правителството наскоро внесе за разглеждане в Народното събрание проектозакон за държавния дълг, третиращ разумното управление на външния дълг на страната. Проектозаконът фиксира таван на държавния дълг на нива, гарантиращи устойчивото намаляване на отношението дълг/БВП и позволяващи заемането на средства от международни агенции и получаването на подкрепа на инвестициите и платежния баланс. Освен това, правителството уреди въпросите по оставащите неразрешени двустранни спорове по дълга, започна преговори с някои кредитори от Парижкия клуб за извършването на суапови сделки по обслужването на дълга и се съгласи да започне разговори с готови за това държави за изчистване на неуредени вземания.

Европейският съюз високо оценява политиката и действията на българското правителство за възможно най-бързо привеждане на законодателството и администрирането на търговията и движението на капитали в съответствие с *acquis*. Това изрично се подчертава и в последния Редовен доклад на Европейската комисия за напредъка на България в процеса на присъединяване.

### 3.1.2. Либерализация на търговията и движението на капитали

Първите стъпки за либерализиране на търговията и капиталите бяха направени през 1991 г., когато бяха премахнати централизираното предоставяне на конвертируема валута и държавният монопол върху външната търговия. Но незавършената либерализация на цените, придружена с блокирани институционални реформи, бе основната причина за нестабилността на външнотърговската политика, което неизбежно доведе и до прекомерното въздействие от страна на държавата върху външната търговия на микрониво. В резултат на това, през по-голяма част от 90-те години за българските пазари бе осигурена значителна защита, което доведе до намаляване на експортния потенциал на страната.

Всичко това, съчетано с относително високия размер на митата, произтичащи от статута на „най-облагодетелствана нация“ (НОН) и често въвежданите импортни такси, издигна допълнителна бариера пред търговията, която вече се намираще под негативното влияние на външни фактори и процеси.

Сериозните усилия за премахване на изкривяванията, свързани с външнотърговската политика и за намаляване на колебанията в провежданата от България политика, започнаха след финансовата криза от 1996-1997 г. През 1997 г. страната започна отново, макар и с бавни темпове, либерализацията на търговията, но впоследствие този процес се ускори значително. Присъединяването към Световната търговска организация (СТО) представляваше първата стъпка в процеса на реформи. Оттогава насам България предприе значителни мерки за либерализация на търговията в телекомуникациите и финансовите услуги и положи известни усилия за подобряване на условията за достъп на чуждестранни стоки на вътрешния пазар. Страната се съгласи да предприеме ограничено намаляване на обвързаните митнически тарифи за промишлени и селскостопански стоки. Схемата предвиждаше намаляване на непретеглената средна тарифна ставка върху промишлените стоки от 28% през 1998 г. на 24% през 2002 г. При селскостопанските стоки се предвиждаше понижение на ставката от 59 на 46% през същия период. Импортната такса беше премахната на 1 януари 1999 г., т.е. една година по-рано от първоначално определената дата и тази мярка допринесе за значителното намаляване на стойността на вноса.

Регионалните споразумения за свободна търговия представляват втората движеща сила в процеса на търговска либерализация в България. Като се започне от Европейското споразумение за асоцииране между Европейските Общности и техните страни-членки и Република България, подписано в края на 1993 г., България сключи Споразумения за свободна търговия (ССТ), обхващащи не само промишлени, но и редица селскостопански стоки със страни, с които ЕС вече е подписал или възнамерява да сключи споразумения за преференциална търговия. От 1 януари 1998 г. българските промишлени стоки се ползват със свободен достъп до пазарите на ЕС. Премахването на търговските бариери за вноса в България се осъществява по-бавно и трябва да приключи до края на 2001 г. През 2000 г. тарифни ограничения не се прилагат за около 95% от промишления внос в България. Що се отнася до селскостопанските продукти, преференциалният достъп, който бе предоставен на България за някои от тях по линия на Общата схема за преференциите на ЕС, бе запазен. Търговията с вино е предмет на отделно споразумение. Европейският съюз премахна всички количествени ограничения, прилагани за България в селскостопанския сектор, третирайки я преференциално (намалени вносни мита и/или такси) в рамките на тарифни квоти за някои земеделски стоки (виното) и без ограничения за определени преработени селскостопански продукти. В допълнение на това, от 1 юли 1998 г. ЕС увеличи тарифните си квоти с 5% годишно, а от 1 юли 2000 г. те са с 25 – 28% по-високи от нивата им през периода 1995 – 1997 г. От 1 юли 2000 г. митата за някои земеделски продукти са занулени, като се въведоха и нови, освободени от мита квоти.

България се присъедини към Централноевропейското споразумение за свободна търговия (ЦЕФТА) на 1 януари 1999 г., но доста преди тази дата вече беше сключила споразумения за свободна търговия с някои от страните-членки на организацията. В резултат на договорките, както по многостранните, така и по двустранните компоненти на ЦЕФТА, Чешката република, Словакия, Унгария и Словения не поставят тарифни или нетарифни ограничения на вноса на промишлени стоки от България, а по отношение на търговията с Полша и Румъния, митата за 80% от всички промишлени стоки от България бяха занулени. Всички тарифни и нетарифни ограничения (с някои изключения) трябва да бъдат премахнати до края на 2001 г. Що се отнася до земеделските продукти, споразумението включва отстъпки на реципрочна основа чрез зануляване или намаляване на прилаганите за определени тарифни категории мита или в рамките на определени тарифни квоти или без такива квоти.

България е подписала споразумения за свободна търговия с Турция и с Македония. Страната е в процес на договаряне на споразумения за свободна търговия с прибалтийските републики, Израел и Мароко – страни, ползващи се с преференциален статут на пазарите на ЕС. Споразумението с Турция предвижда постепенното премахване на митническите тарифи върху търговията с промишлени стоки до края на 2001 г. С БЮР Македония бяха постигнати договорености, съгласно които около 80% от търговията с промишлени стоки вече е освободена, като за останалите 20% това ще стане до 1 януари 2005 г.

Стремежът към регионална либерализация на търговията доведе до поне два основни резултата: рязко увеличаване конкурентността на вътрешните пазари за промишлени стоки, вследствие намаляването на митата върху вноса на стоки от страни, с които България е подписала споразумения за преференциална търговия, и значително нарастване на обратната дискриминация в резултат на увеличаващата се разлика в митата в рамките на статута НОН и по линия на споразуменията за преференциална търговия. Наскоро България също така предприе мерки за подобряване на вътрешната търговия, с цел да се опростят и рационализират лицензионния и регулаторния режим. В резултат на тази инициатива през 2000 г. бяха премахнати 121 лицензии и изисквания. През 2001 г. всички министерства започнаха създаването на „едно гише за обслужване“ на гражданите и се очаква 28-те области и 14 общини да последват този пример.

### 3.1.3. Валутен режим

В средата на 1997 г. България драстично смени своя валутен режим и премина от режим на свободно плаване на валутния курс към паричен съвет като част от стабилизационната програма, подкрепена от МФИ. Тази промяна се счита за един от основополагащите елементи на следкризисната икономическа стабилизация на страната. Новият валутен режим беше законодателно конституиран от новия Закон за Българската народна банка и изигра основна роля за осигуряването на благоприятен климат за чуждестранните инвеститори в съответствие с последните препоръки на МФИ към малките отворени икономики. На 5 юли

1999 г. влезе в сила приетият през февруари същата година Закон за деноминация на лева, който имаше за цел да възстанови стабилността на националната валута.

Законът за БНБ установи от 1 юли 1997 г. разменен курс от 1000 български лева за 1 германска марка.<sup>5</sup> За счетоводни цели законът прилага фиксирани валутни курсове и към еврото (1 евро = 1955,8 лева) и всички останали валути от еврозоната. Тези курсове напълно съответстват на фиксираните курсове прилагани в рамките на Европейския валутен съюз. Българската народна банка ежедневно определя разменния курс на лева към щатския долар и други твърди валути извън „централните“ валутни курсове на еврозоната въз основа на състоянието и тенденциите на външните и вътрешните валутни пазари. При поискване централната банка купува и продава без ограничения германски марки срещу левове и обратно. Колебанията на цената на чуждестранните валути на вътрешния пазар следват динамиката на тези валути на международните пазари. Не съществуват разпоредби за гарантиране чрез форуардни сделки срещу валутни рискове за операции в банковия сектор.

Българската национална валута до голяма степен вече е съобразена с еврото. Механизмът на паричния съвет ефикасно гарантира съществуващия обменен курс на лева към единната европейска валута и българското правителство има твърдо намерение да поддържа този курс до присъединяването на България към ЕВС. Тази гаранция спомага за поддържането на дългосрочна стабилност, улеснява търговията и насърчава чуждестранните инвестиции. На пръв поглед дори изглежда, че формализирането на еврото като парична единица за кешови операции в България скоро след официалното му пускане в обръщение не би трябвало да представлява проблем.

#### 3.1.4. Банков надзор и банкови наредби

Валутният закон определя Българска народна банка и Министерство на финансите като институциите, които регулират движението на капитали. Приети са вече шест наредби по прилагането на този закон, а именно Наредба № 26 от 9 декември 1999 г. за сделките на финансовите къщи с чуждестранна валута, Наредба № 27 от 9 декември 1999 г. за регистрация в Българската народна банка на сделки между местни и чуждестранни лица, Наредба № 28 от 9 декември 1999 г. за презграничните преводи и плащания, Наредба № 29 от 9 декември 1999 г. за условията и реда за представяне на отчетите и декларациите за задълженията на местни лица към чуждестранни лица, Наредба № 30 от 9 декември 1999 г. за износ и внос на левове и чуждестранна валута в наличност, благородни метали и скъпоценни камъни и Наредба от 30 декември 1999 г. за събиране на информация за нуждите на статистиката на платежния баланс.

---

<sup>5</sup> Съгласно Закона за деноминация на лева, считано от 5 юли 1999 г. 1 лев е равен на 1 германска марка.

Съгласно Закона за БНБ, централната банка отговаря за провеждането на валутната политика, приемането на банкови наредби и упражняването на банков надзор. Лицензираните търговски банки не могат да изискват каквито и да било гаранции от българското правителство, като заемат кредити съобразно с изискванията на банковите наредби на БНБ. Тези банки имат право да ползват заеми от чужбина, без да е необходимо разрешението на централната банка. Те могат да предоставят кредити в левове или чуждестранна валута, както на местни, така и на чуждестранни лица. Наскоро бяха изменени наредбите на БНБ за позициите на банките в чуждестранна валута и приведени в съответствие с препоръките на Базелския комитет за банков надзор. Сегашните наредби предоставят на търговските банки по-голяма свобода в управлението на техните позиции в чуждестранна валута и им възлагат задължения да създадат системи за управление на вътрешния риск в съответствие с най-добрата международна практика в тази област. Според тези наредби, отворените позиции на търговските банки във валути от еврозоната не се вземат под внимание при калкулирането на техните нетни отворени позиции в чуждестранна валута.

Издадените наредби по прилагането на Валутния закон определят статута на сметките на местни и чуждестранни лица в банките. Местните лица имат право да откриват и поддържат сметки в чуждестранна валута в български банки и не съществуват ограничения при кредитирането на тези сметки. Лицата могат свободно да извършват преводи или плащания във валута в чужбина от тези сметки до сумата от 20 000 германски марки, а за по-големи суми – с разрешение на БНБ и Министерството на финансите. Чуждестранни лица също могат да поддържат сметки във валута или лева в местни банки.

Местни и чуждестранни физически лица могат да внасят неограничено количество левове и чуждестранна валута в наличност, като декларират пред митническите органи размера на внесените средства, ако общата сума е над 5 000 лв. Местни физически лица могат да изнасят левове и чуждестранна валута в наличност до 5 000 лв. без деклариране, а от 5 000 до 20 000 лв. – след деклариране на техния размер. Всички суми над 20 000 лв. се изнасят след разрешение от Българската народна банка.

Чуждестранни физически лица могат да изнасят в наличност суми до 5 000 лв. без деклариране, а от 5 000 до 20 000 лв. след деклариране на техния размер и основанието за придобиването им. Всички суми над 20 000 лв. могат да бъдат изнасяни след разрешение от Българската народна банка, ако не са били декларирани при влизане в страната.

Извършването от търговските банки на сделки или операции, представляващи пране на пари или други подобни в нарушение на разпоредбите на Закона за мерките срещу изпирането на пари и на актовете по неговото прилагане представляват нарушение, срещу което БНБ налага санкции по Валутния закон. Наредба № 26 на БНБ от 9 декември 1999 г. за сделките на финансовите къщи с чуждестранна валута определя задълженията на централната банка за предотвратяване на изпирането на пари в небанковите институции. При извършва-

не на сделки и операции, представляващи изпиране на пари или в нарушение на Закона за мерките срещу изпиране на пари и актовете за неговото прилагане, Българската народна банка налага мерките и санкциите, предвидени във Валутния закон.

През 1998 г. беше приет Закон за гарантиране на влоговете в банките (ЗГВБ), с който се създаде независима и самофинансираща се схема за гарантиране на влоговете в банките с оглед ограничаване на евентуалния риск, произтичащ от недобросъвестност. Според международните класификации, възприетата схема е типична схема на изрично гарантиране на влоговете с ограничен размер на гаранцията и със задължителни вноски от банките в гаранционния фонд. Източниците за набиране на средства във фонда за гарантиране на влоговете включват предимно встъпителните и годишните премийни вноски от търговските банки – участници в схемата. Фондът, освен това, може да получава суми от имуществото на банката в случаите на суброгация, да набира средства чрез дарения или чуждестранна помощ, както и да получава доходи от инвестиране на набраните в него средства. Фондът гарантира пълно изплащане на сумите по влоговете на едно лице в една банка, независимо от броя и размера им, както и от вида на валутата. Гаранционната схема е доста усложнена и понастоящем ограничава сумата на пълно изплащане на влогове до 10 000 лева.

### **3.2. Стерилизация на капиталовите потоци**

Действащият механизъм на паричен съвет не позволява на централната банка да разработва и осъществява сложна стерилизационна политика към капиталовите потоци. Единственият инструмент за направляване ликвидността на търговските банки и процеса на парично предлагане, с който БНБ разполага, е определянето на задължителните минимални резерви. Процесите след средата на 1997 г. показват, че в България не са се прилагали целенасочено никакви специални мерки за стерилизиране на притока на капитали. През същия период БНБ извърши само една промяна на процентите на задължителни резерви<sup>6</sup>, като ги намали с 3 процентни пункта до 8% и по този начин осигури на банковата система допълнителна ликвидност от около 150 млн. германски марки.

Моделът на паричен съвет в България определя основна роля на правителството в процеса на парично предлагане чрез неговия депозит в управление „Емисионно“ на БНБ. В началото депозитът на правителството възлизаше на почти 50% от пасивите на управление „Емисионно“. Всички операции по депозита на правителството, които не водят до промяна в брутните валутни резерви на централната банка (активите на управление „Емисионно“), оказват пряко влияние върху паричната база и индиректно въздействат (чрез мултипликаторите) върху паричното предлагане. Независимо от факта, че по-голямата част от операциите с депозита на правителството след средата на 1997 г. по никакъв начин не са имали за цел да насочват процеса на вливане на капитали, те на практика оказаха именно такова влияние. Стерилизирането например, е начин

---

<sup>6</sup> В средата на 2000 г.



за увеличаване на депозита на правителството в централната банка.

Някои недостатъци и пропуски в законодателната и институционална рамка на процеса на реформи също биха могли да имат стерилизационен ефект. Сред тях се включват административните пречки пред чуждестранните инвеститори, всички неочаквани обрати във философията на провежданата приватизация и произтичащите от това изменения в законодателството и политиката и до известна степен промените в графициите и плана за извършване на големите приватизационни сделки. Липсата на специфично законодателство, третиращо банковите фалити и бавният процес на реформи в прокуратурата, правосъдната система и държавната администрация могат също така да бъдат разглеждащи като бариери, стерилизиращи притока на капитали в България.

### **3.3. Структурни и институционални характеристики на управлението на капиталовите потоци**

Разпоредбите на Закона за чуждестранни инвестиции и Валутния закон определят Българска народна банка и Министерство на финансите като органите, овластени да разработват и провеждат политиката за управление на капиталовите потоци в България. До известна степен Държавната комисия по ценните книжа, назначавана от Министерския съвет съгласно изискванията на Закона за публичното предлагане на ценни книжа, е в състояние също да упражнява влияние върху капиталовите потоци. Бюрото за финансово разузнаване и управление „Банков надзор“ на БНБ са органите, които отговарят за предотвратяване на изпирането на пари при операции и сделки с по-големи суми.

Понастоящем Българската народна банка не може да провежда самостоятелна парична и валутна политика. Паричната, валутната и кредитната политика на централната банка са ограничени от разпоредбите на Закона за БНБ. Неуспехът на провежданата от БНБ политика през първата половина на 90-те години доведе до финансовата криза от 1996-1997 г. и загубата на доверие на населението в централната банка. Сега паричната, валутната и кредитната политика се провеждат съобразно механизма на паричния съвет, който забранява на централната банка да предоставя необезпечени кредити на правителството и търговските банки. Функциите на кредитор от последна инстанция, предоставени на БНБ, са ограничени до предоставяне на обезпечено рефинансиране на търговски банки при наличието на системен риск.

При поискване централната банка може само да продава в брой левове срещу германски марки при фиксиран валутен курс. Съгласно Закона за БНБ, поддържането на стабилността на националната парична единица е една от основните задачи на централната банка. Практическото реализиране на тази задача в условията на паричен съвет, заедно с извършването на необходими изменения в законодателната и счетоводна рамка за извършване на финансови операции и съответните институционални и технологични промени са от особено значение за увеличаване на притока на капитали в страната и за нарастване на обема от сделки и операции на вътрешните финансови пазари.

Законът за счетоводството от 1990 г. въведе нови изисквания към счетоводната практика и отчетност, а всички междубанкови операции в България трябва да се извършват чрез системата за междубанкови разплащания. Банковата интегрирана система за електронно разплащане (БИСЕРА), управлявана от централната банка, беше създадена в началото на 90-те години. Броят на входните точки и среднодневният обем на платежните трансфери през БИСЕРА постепенно се възстановяват след финансовата криза. Към края на 2000 г. в БИСЕРА са интегрирани 686 входни точки, през които може да се инициират междубанкови разплащания или със 17,5% по-малко от броя им в края на 1997 г. През същия период общият брой на операциите през БИСЕРА се увеличи с 87% и достигна 19,4 млн. годишно. Общата стойност на извършените разплащания също нарасна, достигайки повече от 55 млрд. лева през 2000 г., сума, почти два пъти по-голяма от годишния БВП на страната. При все това, България все още изостава значително от индустриализираните страни по показателите брой на входните точки на човек и отношението дневен обем на платежни трансфери към БВП.

В момента се разисква бъдещата модернизация на системата за разплащания. Наскоро Българската народна банка представи средносрочна стратегия за създаването на съвременна система за общ сетълмънт в реално време. Проектът трябва да бъде завършен до края на 2002 г. и да издигне качеството на българската система за разплащания до стандартите на ЕС.

През 1993 г. беше създадена Банковата организация за разплащания, инициирани от карти (БОРИКА). Пазарът на разплащания с дебитни карти бързо се разрасна през последните няколко години. От 1997 г. насам се наблюдава значително увеличение на броя на издадените дебитни карти, терминалните устройства АТМ и ПОС-терминалите. При все това, по-голямата част от плащанията в търговията на дребно се извършват в брой предвид закостенелите навици за плащане на населението.

Както чуждестранните инвестиции в България, така и инвестициите в недвижима собственост, направени от чужди граждани, подлежат на регистрация. Законът за чуждестранните инвестиции създаде Агенция за чуждестранни инвестиции (АЧИ) към Министерството на финансите като орган, натоварен със задачата да регистрира всички чуждестранни инвестиции и да поддържа интегрирана информационна система за тях. Всички чуждестранни инвестиции, направени от български граждани и техните инвестиции в недвижима собственост в чужбина подлежат на регистрация в Министерство на финансите и АЧИ. Агенцията за чуждестранни инвестиции изпълнява и функциите на основен информационен център за потенциални чужди инвеститори, независимо че Агенцията за приватизация също така е длъжна да им предоставя информация.

В съответствие с разпоредбите на Валутния закон, централната банка събира и поддържа статистическа информация за презграничните финансови потоци за нуждите на статистиката на платежния баланс. Българските юридически лица, банките, финансовите институции и физическите лица са задължени да

предоставят информация на БНБ за извършените сделки, действия или плащания, като попълват декларация по образец, утвърден от централната банка. В резултат на по-пълната информация, събрана през първата година от действието на закона, отчитането на финансовите потоци в платежния баланс значително се подобри. Така например, плащанията по текущи трансфери през 2000 г. нараснаха с 33,3 млн. долара, отбелязвайки увеличение от 122% в сравнение с предходната година. Макар че това нарастване най-вероятно се дължи на въвеждането на по-либерализиран режим за осъществяването на такива трансфери, не трябва да се подценява и значението на събраната по-пълна и достоверна информация.

Бюрото за финансово разузнаване, създадено към Министерство на финансите в края на 1998 г. и дирекция „Специален надзор“ в БНБ отговарят за прилагането на Закона за мерките срещу изпирането на пари в банковата система и във финансовите къщи. Административният капацитет на тези органи е недостатъчен за упражняването на такива отговорности и в тази връзка е необходимо да се натрупа още опит и да се укрепи организационният капацитет.

Съгласно Закона за публичното предлагане на ценни книжа, правителството назначава Държавната комисия по ценни книжа. Комисията лицензира и контролира инвестиционните посредници и регулираните пазари на ценни книжа и изисква първоначално и редовно разкриване на информация във връзка с публичното предлагане на ценни книжа. Емитентът е длъжен да публикува проспект, който трябва да получи потвърждение от Комисията. Акционерите имат право да упълномощават други лица да ги представляват и гласуват. С тези разпоредби се цели да се гарантира защитата на инвеститорите и да се насърчи развитието на фондовите пазари. Българската народна банка, заедно с Комисията, наблюдава и контролира операциите на търговските банки, които действат като инвестиционни посредници и банки депозитари.

Българската фондова борса – София (БФБ-София) е единственият регулиран пазар на ценни книжа в България, получил разрешително от Държавната комисия по ценните книжа. Правилникът, изготвен в съответствие с нормативните изисквания на Закона за публичното предлагане на ценни книжа, урежда принципите и основните изисквания към организацията и дейността на БФБ-София. Той урежда организацията и управлението на борсата, условията и реда за регистрация на ценни книжа за търговия, за приемане на членове и допускане на борсови посредници и принципите и методите за провеждане на борсовата търговия, реда за сключване на сделките и организацията на вътрешния контрол. Извършената модернизация на БФБ-София и Централния депозитар чрез въвеждането на инфраструктура за дистанционна електронна търговия отговаря на всички изисквания на по-развитите фондови пазари. Както от технологична, така и от организационна гледна точка, БФБ-София притежава потенциал за извършване на многократно по-голяма по обем борсова търговия от извършваната през предишните години.

## 4. ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Въз основа на представения анализ могат да бъдат направени заключения в няколко посоки. Най-общият извод от извършения анализ е, че разумното управление на притока на капитали може до голяма степен да неутрализира влиянието на негативните процеси във външната среда, като същевременно е важна предпоставка за успешното икономическо развитие на малки отворени икономики. По-долу са представени някои по-конкретни заключения.

Първо, българският опит в прехода към пазарна икономика от последното десетилетие доказва в най-голяма възможна степен хипотезата за особеното значение на притока на капитали за икономиките с ниска норма на вътрешни спестявания, нуждаещи се от инвестиции за технологичното и оперативно реструктуриране на икономиката.

Второ, разработването на цялостна стратегия за реформи, нейното правилно и подходящо представяне пред чуждестранните инвеститори, провеждането на заслужаващи доверие законодателни и институционални реформи и правилната и добре обоснована макроикономическа политика бяха основните фактори, допринесли за положителния обрат в обема на чуждестранните инвестиции в България след средата на 1997 г., въпреки продължаващите неблагоприятни шокове за националната икономика.

Трето, операциите по намаляването на дълга и неговото обслужване при високо задлъжнели страни като България, заедно с финансовата подкрепа от МФИ, придружени от рестриктивна макроикономическа, и по-специално фискална политика, могат успешно да покрият финансовия дефицит в краткосрочен план, но са недостатъчни да изведат икономиката на пътя на устойчивия дългосрочен растеж. Необходими са дълбоки структурни реформи за възстановяването на доверието на чуждите инвеститори и за улесняване на притока на капитали и укрепване на икономическия растеж.

Четвърто, основополагащите стъпки при успешните икономически реформи напоследък в управлението на капиталовите потоци в България включват: (1) влизането в сила на законодателство, което ясно определя и защитава правата на собственост и спомага за изпълнението и спазването на инвестиционните договори; (2) адекватна либерализация на търговията и движението на капитали; (3) разумна парична политика, основаваща се на простите правила на механизма на паричен съвет; (4) бърза приватизация; (5) подходящи банкови наредби и банков надзор, съобразени с най-добрата международна практика.

Приемането и прилагането на законодателство, което стриктно гарантира правата на инвеститорите и правата на собственост, както и точното изпълнение на договорите, беше предпоставка за възстановяване на доверието на инвеститорите в България. Положителните тенденции в българския износ и нарастващият приток на капитали в промишления сектор напоследък са нагледно доказателство за предимствата на либерализация на търговията и движението на капитали, и най-вече на важността на участието в глобалната и регионална

търговска интеграция на реципрочна основа. Разумната макроикономическа политика и по-конкретно подходящата парична политика, свързана със стабилна и предсказуема динамика на валутния курс и плавни лихвени равнища, последователната фискална политика и управление на държавния дълг, както и неотклонното придържане към стратегията на реформи, допълнително привлякоха инвеститори, готови да търсят нови възможности в България. Най-накрая, водещата роля на правителството във финансовото и икономическото реструктуриране, след като замени централната банка във функциите ѝ при управление на кризи и бързата приватизация на банковия сектор с участието на реномирани и опитни чужди банки бяха от изключително значение за успеха на реформите. Промените в банковите наредби, банковия надзор и гарантирането на влоговете в банките в посока на достиженията на най-добрата международна практика въведоха чуждестранните инвеститори като участници в процеса на реформи в страната.

Пето, предвид малкия размер на българския пазар и географското разположение на страната, трябва да се вземе под внимание и значението на регионалната стабилност, сътрудничество и развитие за улесняването на притока на капитали към националната икономика. Преходът в България през последното десетилетие пострада сериозно от следващите един след друг неблагоприятни външни шокове, като се започне от дезинтеграцията на СИВ и се мине през няколко регионални военни конфликта, ембаргото върху Югославия и финансовата криза в Турция. Тези кризи подринаха доверието на чуждестранните инвеститори и почти изтласкаха целия регион от пътя на капиталовите потоци.

Шесто, изглежда, че укрепването на законодателната и регулаторна рамка и създаването на добри правила и регулации за функционирането на фондовата борса не са били достатъчни, за да се развие нормален и стабилен кредитен пазар, способен ефективно да преразпределя между секторите ограничените ресурси на пазарен принцип. Необходими са по-нататъшни усилия за привличането на ценни книжа на реномирани фирми, както и за улесняване на вътрешните спестявания, за да се създадат добре функциониращи и стабилни кредитни пазари в България.

Опитът на България е показателен и за някои слабости и недостатъци в процеса на управление на капиталовите потоци.

На първо място, бързата смяна на приоритетите в приватизацията в резултат на динамична политическа обстановка в страната и прекомерното използване на работническо-мениджърската приватизация като метод за раздържавяване не само предизвикаха значително забавяне на трансформацията на собствеността и намалиха общия финансов ефект от приватизацията, но и неизбежно сринаха доверието на стратегическите чуждестранни инвеститори в страната.

На второ място, липсата на ясни дългосрочни стратегии за развитието на отделните отрасли и региони, съобразени с цялостната стратегия за икономически реформи, както и отсъствието на съгласие между политиците по отношение

на приоритетите на страната, може да доведе до небалансирано развитие на регионално и микрониво, което в крайна сметка да се отрази неблагоприятно върху поддържането на макроикономическата политика или да разстрои процеса на технологично обновяване, подривайки икономическата конкурентноспособност.

На трето място, както това изследване неколккратно посочи, липсата на достъпна информация продължава да представлява сериозна пречка пред извършването на подробен анализ на влиянието на капиталовите потоци върху икономическото развитие. В много случаи проблеми от информационно естество са лишавали политиците от ефективни средства за оптимизиране на управлението на капиталовите потоци, ускоряване на икономическия растеж и подобряване на жизнения стандарт. Информационните проблеми, бюрокрацията и политическата турбулентност трябва също така да се разглеждат като главна причина за оттеглянето на чуждестранни инвеститори от редица инвестиционни проекти в България през изминалото десетилетие. ○

## ИЗПОЛЗВАНА ЛИТЕРАТУРА

- APIS Ltd, *Codes of Bulgarian Laws*, various issues.
- Bulgarian Foreign Investment Agency, (1995), „*Current Foreign Investment Climate in Bulgaria*“, Sofia.
- Bulgarian Foreign Investment Agency, „*Investment project Database: Investment Statistics*“, [www.investmentdb.net](http://www.investmentdb.net)
- Bulgarian Industrial Business Association, „*The White Book on the Foreign Investments*“, various issues since 1997.
- Bulgarian Stock Exchange, *Annual Report*, various issues since 1998.
- Center for the Study of Democracy, (1999), „*Bulgaria's Capital Markets in the Context of EU Accession: A Status Report*“.
- Christov, Lubomir, and Alexander Mihailov, (1995), „*Movement of Capital and Payments: Monetary and Financial Policies and Convertibility of the Lev*“, Center for the Study of Democracy, Sofia.
- Economic Institute of the Bulgarian Academy of Science and The „Friedrich Ebert“ Foundation (2001), „*Bulgarian Economy and EC: The Pre-accession Period*“, pp. 212-232.
- European Bank for Reconstruction and Development, (2001), „*Cross-border Capital Flows*“, ch. 4 in the Y2000 Annual Report.
- European Commission, (1997), „*Commission Opinion on Bulgaria's Application for Membership of the European Union*“, Brussels.
- European Commission, *Regular Report on Bulgaria's Progress Towards Accession*, various issues since 1997.
- Fisher, Stanley, (2001), „*Exchange Rate Regimes: Is Bipolar View Correct*“, Lecture delivered at the Meeting of the American Economic Association on January 6, New Orleans.
- Garcia-Legas Ponce, Jaime, (1997), „*Experience of Capital Movement Liberalization in a Member State: Interaction with the Financial Sector*“, paper presented on international conference „*Capital Movement and Financial Services*“, held in Sofia, June 23-25.
- Ianev, Roumen, (1997), „*Regime of Payments in Bulgaria*“, paper presented on international conference „*Capital Movement and Financial Services*“, held in Sofia, June 23-25.
- International Monetary Fund, (1999), „*Liberalizing Capital Movements: Some Analytical Issues*“, *Economic Issues* No.17, February, Washington D.C.
- Kalaydjiev, Angel, (1997), „*Regime of Capital Movements in Bulgaria*“, paper presented on international conference „*Capital Movement and Financial Services*“, held in Sofia, June 23-25.
- Ketkar, Suhas, and Dilip Ratha, (2001), „*Securitization of Future Flow Receivables: A Useful Tool for Developing Countries*“, *Finance and Development*, Vol. 38 No. 1, March.
- Kollias, Sotirios, (1997), „*Capital Movement Liberalization: The Community Experience*“, paper presented on international conference „*Capital Movement and Financial Services*“, held in Sofia, June 23-25.

- Manchev, Tsvetan, (1997), „Money Supply under the Currency Board Arrangement“, *Bulgarian National Bank Information Bulletin* No., Sofia, August, pp. 39-52.
- Miller, Jeffrey, (1999), „The Currency Board in Bulgaria: The First Two Years“, *Bulgarian National Bank Discussion Paper Series* No. 11, Sofia.
- Miller, Jeffrey, and Stefan Petranov, (2000), „*The First Wave of Mass Privatization in Bulgaria and Its Immediate Aftermath*“, Sofia
- Organization for Economic Cooperation and Development, (1998), „*Capital Markets Development in Transition Countries: Country Experiences and Policies for the Future*“, Paris.
- Organization for Economic Cooperation and Development, (1999), „*Economic Survey of Bulgaria, 1999*“, Paris.
- Radoslav Krustev, (1998), „*Free Trade Versus Protectionism: Promoting Competition in Bulgaria as an Anti-inflationary Factor*“, Agency for Economic Analyses and Forecasting Economic, Sofia.
- Selowsky, Marcelo, and Ricardo Martin, (1997), „Reforms Boost Growth and Foreign Investment“, in „*Transition*“, the IMF Newsletter about Reforming Economies, Vol. 8 No. 9, June, Washington D.C.
- The European Agreement of Bulgaria with the Member States, (1993), December, Brussels.
- The Government of Bulgaria, (1998), „*National Strategy for Accession of the Republic of Bulgaria to the European Union*“, The Government of Bulgaria web-page.
- The Government of Bulgaria, „*Information for Bulgaria's Achievement Toward EC Accession Criteria: Contribution to EC Regular Report on Bulgaria's Progress Towards Accession*“, various issues since 1997.
- The „Kapital“ Newspaper, (2001), „*The Trade Policy of the State is a Gradual Liberalization and the Absence of Policy*“, April 14-20, pp. 29-32.
- The World Bank Office Sofia, „*Quarterly Economic Report*“, various issues.
- The World Bank, (1997), „Private Capital Flows to Developing Countries: The Road to Financial Integration“, *A World Bank Policy Report*.
- The World Bank, (2001), „Bulgaria: The Dual Challenge: of Transition and Accession“, *Country Economic Memorandum*.
- UNCTAD, *World investment Report*, various issues.
- Vassilev, Ilian, (1999), „*Foreign Investment as a Renovation Factor for the Bulgarian Economy*“, paper presented on international conference „*Factors for Economic Growth in Bulgaria*“, Sofia, January 25.
- Vignerone, Philippe, (1997), „*EU Legislation on Capital Movements*“, paper presented on international conference „*Capital Movement and Financial Services*“, held in Sofia, June 23-25. ○