

РЕАЛНАТА ИКОНОМИКА И БАНКОВАТА СИСТЕМА НА БЪЛГАРИЯ: ЕМПИРИЧЕН АНАЛИЗ 1991-2006 Г.

Стати Статев*

ВЪВЕДЕНИЕ

В икономическата теория зависимостта между финансовото развитие и икономическия растеж е обект на разнородни тълкувания. В исторически план първоначално се появяват схващанията за наличие на позитивно въздействие на развитието на финансовата система върху динамиката на реалния сектор, които се свързват с имената на А. Хамилтън, У. Багехот, Дж. Шумпетер и др.¹ През 50-те години на XX век Дж. Робинсън защитава алтернативния възглед, че търсенето на финансови услуги и съответно развитието на финансовата система е функция на предприемаческата активност и растежа на реалната икономика. Възгледът на Дж. Робинсън обаче не намира широка подкрепа в специализираната литература, в която продължава да доминира разбирането, че финансовото развитие е важна детерминанта на икономическия растеж. Основният проблем сред застъпващите това становище е как се осъществява въздействието, като предлаганите отговори обикновено са алтернативни. Някои автори застават на позициите на Дж. Хикс, че развитието на финансовата система стимулира реалната икономика посредством механизма на натрупването на капитал чрез по-високи спестявания, докато Дж. Шумпетер и неговите последователи виждат като такъв канал за трансмисия на ефекти технологичните промени и увеличаването на производителността на капитала.² Междувременно редица изследователи като Х. Патрик, Дж. Гърли и Е. Шоу стигат до извода, че изследваната взаимовръзка всъщност е двупосочна.³

Значителна част от по-съвременните теоретико-емпирични изследвания на връзката между финансите и реалната икономика стъпват върху достиженията на ендогенната теория на икономическия растеж. Основополагащо място сред тях заемат публикациите на Р. Кинг и Р. Левин от 1993 г., с които се поставя началото на *фун-*

* Стати Статев е доктор на икономическите науки, доцент в катедра "Икономика" на УНСС; тел.: 81-95-406, e-mail: sstattev@unwe.acad.bg

¹ Виж Виж Hamilton, A., (1781), quoted from Hammond (1991), Bagehot, W., Lombard Street. Homewood, IL: Richard D. Irwin, 1873, (1962 Edition), Schumpeter, J., Theorie Der Wirtschaftlichen Entwicklung [The Theory of Economic Development]. Leipzig: Dunker & Humblot, translated by REDVERS OPIE, 1912(1934), Cambridge, MA: Harvard U. Press; Schumpeter, J., Business Cycles: A Theoretical, Historical, and Statistical Analysis of the Capitalist Process, New York: McGraw-Hill, (1939).

² Виж Hicks, J., A Theory of Economic History, Oxford: Clarendon Press, 1969.

³ Виж Gurley, J. and Shaw, E., Financial Aspects of Economic Development, American Economic Review, 1955, No.45, p. 515-538; Gurley, J. and Shaw, E., Money in a Theory of Finance, Washington DC: The Brookings Institution, 1960. Виж Patrick, H., Financial Development and Economic Growth in Underdeveloped Countries, Economic Development and Cultural Change, 1966, No.14, p. 174-189;

кционалния подход към анализираната взаимовръзка.⁴ Иновативната същност на този подход се изразява в извеждане на базисните функции на финансовата система спрямо реалната икономика и в дефинирането на финансовото развитие от гледна точка именно на начина на тяхното изпълнение. Самите финансови функции се свеждат до: **1/** мобилизиране и икономизиране на спестяванията и други свободни финансови средства; **2/** минимизиране на разходите по събирането на информация за реалните и потенциални кредитоискатели (инвеститори) и оптимизиране на разпределението на капитала (инвестициите) за реалната икономика; **3/** търгуване, диверсифициране и управление на финансовия риск; **4/** обслужване, подпомагане и улесняване на размяната на стоки и услуги. Основната идея при този подход е, че по-доброто осъществяване на функциите на финансовите пазари чрез повишаване на ефективността на финансовите посредници и използваните от тях инструменти, е в състояние да ограничи пазарните несъвършенства и в частност да намали транзакционните и информационните разходи. Теоретичните обобщения в неговите рамки се извеждат от емпиричните анализи, които обикновено се отнасят за съвкупност от страни, и са предопределени както от избраната съвкупност, така и от използваните показатели и методология.

В българската икономическа литература съществуват множество дескриптивни анализи на самостоятелното поведение на реалния сектор и финансовата система в България през преходния период. Значителна част от тях са концентрирани върху измененията на реалния БВП и на неговите структурни разрези и факторна обусловеност, какъвто е случаят с публикациите на И. Ангелов, Г. Минасян, Ст. Савов, Р. Гечев, Ст. Статев, В. Пиримова, Р. Рангелова и други⁵. В други разработки вниманието е съсредоточено предимно върху инвестиционната активност, фискалната политика, състоянието на външната търговия, на заетостта и безработицата, на инфлацията и други, като оценките за тях се правят от позициите на въздействието им върху динамиката на агрегатната икономическа стопанска активност, измерена чрез реалния БВП. Друг кръг широко дискутирани проблеми са тези за финансовото

⁴ Виж King, R. and Levine, R., Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right, Quarterly Journal of Economics, Vol.108, No.3, August 1993, p. 717-738; King, R. and Levine, R., Finance, Entrepreneurship, and Growth: Theory and Evidence, Journal of Monetary Economics, 1993, No.32, p. 513-542.

⁵ Виж Ангелов, И., кол., Икономиката на България до 2001 година и отвъд до 2010, София, Фондация "Фридрих Еберт", 1999; Ангелов, И., кол., Икономиката на България и Европейският съюз: Догонващо икономическо развитие – стратегия и реалност, София, Икономически институт на БАН, Фондация "Фридрих Еберт", 2006; Минасян, Г., Финансово програмиране, София, ИК "Литавра", 2001; Минасян Г., Прегрява ли българската икономика, Икономическа мисъл, LIII, 2008, №3, с. 3-29, Савов, Ст., Икономикс на прехода: Къде сме ние, Изд. къща "Сиела", София, 1999; Савов, Ст., "Българският парадокс" – икономически растеж, който не предизвиква оптимизъм, Икономическа мисъл, 2004, №3, с. 3-25; Гечев, Р., Икономически растеж в условията на валутен съвет, Банки, инвестиции, пазари, 1999, №2, с. 3-11; Гечев, Р., Българската икономика – състояние и алтернативи за развитие, Икономическа мисъл, 2000, №3, с. 26-44; Статев, Ст., Макроикономическа стабилизация, икономически растеж и дисбаланси, в Статев, Ст. и кол., Икономически растеж и стабилизация, УИ "Стопанство", София, 2003, с. 5-25; Статев, Ст., Съвкупни разходи, в Статев, Ст., и кол., Икономика и публичен сектор, УИ "Стопанство", София, 2007, с. 291-319; Пиримова, В., Растеж, цикличност, конюнктура, УИ "Стопанство", София, 2001; Рангелова, Р., България в Европа: икономическия растеж през XX век, Акад. изд. "Проф. Марин Дринов", София, 2006;.

развитие и най-вече за динамиката на банковата система. Те се интерпретират в част от вече изброените публикации, както и в отделни изследвания, посветени специално на паричния сектор, като тези на С. Трифонова, Ек. Сотирова, Н. Неновски, К. Христов, Б. Петров, Дж. Милър, Ст. Петранов, и други.⁶ Що се отнася до публикациите с по-конкретен характер, повечето от тях се отнасят за паричната политика и оценяването на ефектите от въвеждането на паричния съвет. В съществуващите анализи на банковата система се срещат и определени сравнения с промените в темповете на растеж на реалния БВП, които най-често не стоят в центъра на вниманието и се базират само на един или няколко отделни показатели за банково посредничество. Сравнително по-целенасочено е проследяването на зависимостта между динамиките на реалния сектор и банковата система от Н. Валев и Ек. Сотирова, които предлагат съответно качествен анализ на функциите на финансовите посредници в условията на кредитен бум и опит за относително обособяване и за емпирично оценяване на функциите на банковата система.⁷

Описателен анализ на измененията в реалния БВП и негови отделни елементи, както и в банковото посредничество, присъства само в отделни сравнителни публикации за взаимовръзката между финансовото и икономическо развитие в различни съвкупности от преходни икономики, включващи и България. При повечето от тях – както е случаят с изследванията на Дж. Бонин, П. Уочъл, М. Неймке, Г. Финк, П. Хайс, Г. Вукшич, А. Мел, А. Винклер и други, финансовото развитие се апроксимира само с един или с ограничен брой показатели, като обикновено паралелно се прилага и иконометрично моделиране, докато други разработки – като например тази на С. Дилова-Киркова и А. Мулиньо, са само дескриптивни, но се отличават с по-широк обхват на наблюдаваните финансови индикатори.⁸ Типично за сравнителните описателни изследвания е проследяването на самостоятелните динамики на финансовия и на реалния сектор и открояване на спецификите на отделните страни или групи страни, докато връзката между тях, доколкото изобщо стои на дневен

⁶ Виж Трифонова, С., Паричен съвет, банкова система и финансово посредничество, УИ “Стопанство”, София, 2002; Трифонова, С., Парична теория, парична политика, европейска парична интеграция, УИ “Стопанство”, София, 2006; Сотирова, Е., Паричният сектор в България: развитие, проблеми, интеграция, УИ “Стопанство”, София, 2008; Неновски, Н., Христов, К., Петров, Б., От лев към евро: Кой е най-добрият път?, Изд. къща “Сиела”, София, 2001; Miller, J. and Petranov, S., The Financial Systems in the Bulgarian Economy, BNB Discussion Papers, 2001, №19.

⁷ Виж Valev, N., (2008), Views from the Trenches: Interviewing Bank Officials in the Midst of a Credit Boom, Bulgarian National Bank Discussion Paper, №66.

⁸ Bonin, J., Wachtel, P., Financial Sector Development in Transition Economies: Lessons from the First Decade, Financial Markets, Institutions & Instruments 2003, №12 (1), p. 1- 66; Neimke, M., Financial Development and Economic Growth in Transition Countries, Institut für Entwicklungsforschung und Entwicklungspolitik der Ruhr-Universität Bochum, 2003, IEE Working Paper, №. 173; Fink, G., Haiss, P. and Vuksic, G., Changing Importance of Financial Sectors for Growth from Transition to Cohesion and European Integration, Europainstitut Wirtschaftsuniversität Wien, EI Working Paper, 2004, №. 58, July; Mhel, A. and A. Winkler, Banking and Financial Sector in Transition and Emerging Market Economies, The Ninth Dubrovnik Economic Conference, National Croatian National Bank, 2003, June, <http://www.hnb.hr/dub-konf/9-konferencija-radovi/mehl-winkler.pdf>; Dилова-Kirkova, S., Mullineux, A., (2002), Banking Reform in South-East European Countries in the Light of the Central European Experience, in Sevic, Z., (ed.), Banking Reforms in South-East Europe, Edward Elgar, p. 163-186.

ред, се търси по-скоро на интуитивно ниво. При това поведението на реалния сектор се оценява само въз основа на промените в реалния БВП на човек от населението или най-много и на инвестициите, които се възприемат само в качеството им на възможен трансмисионен механизъм от финансовото развитие към икономическия растеж.

Често срещана практика при емпиричните изследвания на взаимовръзката между финансовото развитие и динамиката на реалния сектор е възприемането на поведението на банковия сектор като достатъчно представително за финансовата система като цяло. Подобен подход се прилага и в настоящата разработка, което се обяснява с две причини. На първо място, това е доминиращата роля на банките във финансовата система на страната и все още сравнително ограниченият принос в нея на другите финансови пазари и институции. На следващо място, пресмятането и на редица други показатели, отнасящи се до останалите компоненти на финансовата система и системата като цяло, е възпрепятствано от отсъствието на достатъчни сравними и репрезентативни статистически данни, които покриват достатъчни по дължина времеви редове. За това предупреждават в свои изследвания и автори като Т. Бек, А. Демиргуч-Кунт и Р. Левин, които извършват едни от първите опити за изграждане на комплексна и интегрирана система от показатели за финансовата структура⁹. В техния случай, при невъзможност например за изчисляване на ликвидните пасиви на финансовата система, се препоръчва ограничаването до банковите ликвидни пасиви. Подобен по-ограничителен начин за апроксимиране на този и на други финансови показатели се следва и в настоящото изследване поради отсъствието на изчерпателни данни за размера на небанковите финансови посредници и некредитните финансови пазари. Така към съдържателния аргумент за по-голям акцент върху банковия сектор, свързан с неговата по-висока значимост, се добавя и чисто прагматичният довод, кореспондиращ с дефицита в разполагаемата статистическа информация.

Целта в настоящата студия е въз основа на широк кръг финансови и реални показатели да се открият основните тенденции в самостоятелното развитие на реалната икономика и банковата система в България в обособените периоди на преход, да се направи сравнение между различните измерители на двата сектора и да се даде най-обща представа за наличието или отсъствието на определени съответствия между тях в съдържателен и времеви план. Анализът в нея има дескриптивен характер, тъй като това е единственият възможен начин за оценяване на изследваната взаимовръзка на базата на годишни данни, които обикновено са предпочитани в емпиричните изследвания поради отсъствието на проблема със сезонността.

⁹ Виж Beck, T., Demirguc-Kunt, A. and Levine, R., A New Database on the Structure and Development of the Financial Sector, World Bank Economic Review, September, 1999, 14(3), p. 597-605; Beck, T., Demirguc-Kunt, A. and Levine, R., The Financial Structure Database, in Demirguc-Kunt, A. and Levine, R., (eds.), Financial Structure and Economic Growth: A Cross-Country Comparison of Banks, Markets, and Development, The MIT Press, 2001, p. 17-80.

1. ДИНАМИКА НА РЕАЛНАТА ИКОНОМИКА

За измерване на икономическия растеж в настоящата разработка се използват два стандартни и до голяма степен общоприети показателя, отразяващи динамиката на реалното съвкупно производство.

Първият показател представлява процентно изменение във времето на *реалния брутен вътрешен продукт* (БВП). Самото изчисляване на реалния БВП за текущия период става от съответния реален БВП за предходния период чрез умножаване с верижния индекс на физическия обем, като всички данни са с източник националните сметки на НСИ ($Y_t = rGDP_t = rGDP_{t-1} * GDPVI_t$). Прилагането на така описаната процедура дава възможност и за директно пресмятане на темпа на икономически растеж въз основа само на промяната в индекса на физическия обем.

В повечето от съществуващите публикации за анализ на взаимовръзките между реалната икономика и финансовата система темпът на растеж на реалния БВП не се счита за предпочитан показател за икономически растеж. Фундаментална причина за това е, че преобладаващата част от тези публикации се отнасят за съвкупност от страни, което по необходимост предполага употребата на такива показатели за икономически растеж, които са по-подходящи за международни сравнения. При анализите, които се концентрират върху отделна страна обаче, интерпретираният тук показател основателно може да се приеме за основен. В това му качество той се среща в отделни изследвания като тези на Ч. Лий, С. Вонг, С. Кумбакар, Дж. Мавротас, Дж. Шан, Г. Финк, П. Хайс, С. Христофорова, А. Акимов, А. Вижевир и други.¹⁰ Тъй като настоящата разработка се съсредоточава върху зависимостта между икономическия растеж и финансовото развитие в България, в нея темпът на изменение на реалния БВП се счита за базисен и достатъчно изчерпателен измерител на икономическия растеж в националната икономика.

Вторият показател за икономически растеж е съобразен с мащаба на населението и се представя като процентно изменение във времето на *реалния брутен вътрешен продукт на човек от населението*. По аналогия с реалния БВП, реалният БВП на човек от населението също се получава като произведение на реалния БВП на човек от населението през предходната година и съответния му верижен индекс на физическия обем ($YC_t = rGDPp.c._t = rGDPp.c._{t-1} * GDPp.c.VI_t$), като процентното изменение на индекса на физическия обем дава директно темпа на икономически растеж.

Като измерител на икономическия растеж, темпът на растеж на реалния БВП на

¹⁰ Виж Lee, C. and Wong, S., Inflationary Threshold Effects in the Relationship Between Financial Development and Economic Growth: Evidence from Taiwan and Japan, *Journal of Economic Development*, 2005, No.30(1), p. 49-69; Kumbhakar, S. and Mavrotas, G., Financial Sector Development and Productivity Growth, *UNU-WIDER Research Paper*, 2005, No.68; Shan, J., Financial Development and Economic Growth: The Empirical Evidence from China, *Proceedings of the 15th Annual Conference of the Association for Chinese Economics Studies Australia (ACESA)*, 2003; Fink, G., Haiss, P., Hristoforova, S., Credit, Bonds and Stocks in Seven Large Economies, *EI Working Paper*, 2006, No.70, <http://fgr.wu-wien.ac.at/institut/ef/wp/wp70.pdf>; Akimov, A., Wijeweera, A., Paper Presented at the European Association of Comparative Economics Studies (EACES) 9th Bi-Annual Conference: Development Strategies – A Comparative View.

човек от населението има преимущества пред темпа на изменение на реалния БВП главно при анализите за съвкупност от страни. Въпреки това, в отделни публикации за взаимовръзката между реалната икономика и финансите в отделна страна като тези на Дж. Анг, У. Маккибин, С. Абу-Бадер, А. Абу-Оуърн¹¹ и други, той изпълнява функциите на основен показател за икономически растеж. Подобен подход следва априорно традициите на Р. Баро, без да взема предвид обхвата на изследването и да предлага съответно предефиниране на базисния измерител на икономическия растеж.¹² Тъй като настоящото изследване се съсредоточава само върху зависимостта между реалната икономика и банковата система в България, в него темпът на растеж на реалния БВП на човек от населението има характер не на конкурентен, а по-скоро на допълващ динамиката на реалния БВП индикатор.

В *икономическия растеж на България*, измерен чрез *темпа на растеж на реалния БВП*, след началото на икономическата трансформация се наблюдават две противоположни тенденции, характеризиращи всеки един от двата периода (вж фигура 1 и таблица 1 от приложението). До 1997 г. включително тенденцията е предимно рецесионна, като най-голяма дълбочина на кризата се достига през 1996 г. и 1997 г. През 1996 г. икономиката регистрира най-високия си по абсолютна стойност отрицателен темп на икономически растеж от 9.4%, докато през 1997 г. равнището на съвкупното производство достига най-високото си равнище, възлизащо едва на две трети от това през «додемократичната» 1989 г.¹³ С известна доза условност в рамките на първия период може да се открие известна цикличност, за което свидетелстват реализираните през 1994 и 1995 г. положителни, макар и сравнително ниски темпове на икономически растеж. Регистрираните през посочените две години позитивни промени обаче не са свързани с трайни изменения в траекторията на икономиката, а отразяват влиянието на моментни и лагови стимулиращи фактори. Тези промени, от своя страна, също се проектират върху следващите темпове на икономически растеж, като въздействието им е по-скоро негативно и кореспондира с предпоставената от тях по-висока изходна база.

От 1998 г. е налице трайна и устойчива тенденция на стабилизиране на реалната икономика с темпове на икономически растеж от около 5%, а през последните три години – и от около 6% годишно. Като резултат през 2006 г. физическият обем на БВП “възстановява” равнището си от 1989 г., като в доларово изражение (поради наблюдавания спад в курса на долара) стойността на БВП от 1989 г. се достига през първата половина на 2004 г.¹⁴ Логично е времетраенето на този процес в продължение вече на десет години да създава определени очаквания за рецесия или най-

¹¹ Виж Ang, J.B. and McKibbin, W.J., Financial Liberalization, Financial Sector Development and Growth: Evidence from Malaysia, Brookings Discussion Papers in International Economics, 2005, No.168; Abu-Bader, S. and Abu-Oarn, A.S., Financial Development and Economic Growth: Time Series Evidence from Egypt, Discussion Paper, 2005, No.14, Ben-Gurion University of the Negev, Israel, 35.

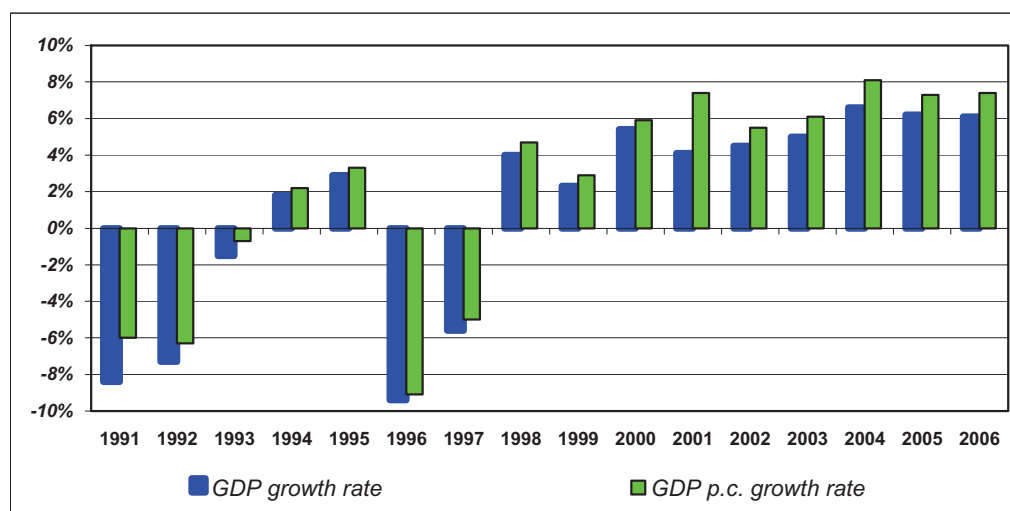
¹² Виж Barro, R. J., Economic Growth in a Cross Section of Countries, Quarterly Journal of Economics, 1991, No.106, p. 407-43.

¹³ В последващото изложение следи фигура 1 и конкретните данни от приложението.

¹⁴ Виж Основни макроикономически показатели 2005, НСИ, София, 2006, с. 31.

малко за ограничаване на темповете на икономически растеж по смисъла на нормалната пазарна цикличност и в рамките на един евентуален по-голям цикъл. Още повече, че проявлението на подобна закономерност може да бъде ускорено и усилено от очаквания шок от присъединяването към Еврозоната, значителната динамика в цените на енергоносителите, както и от влиянието на други външни и вътрешни шокови въздействия.

Фигура 1
Годишни темпове на растеж на БВП и на БВП на глава от населението



Източници: Основни макроикономически показатели 1994-2006, НСИ; www.nsi.bg; и изчисления на автора

Ако за динамиката на реалната икономика в най-агрегиран контекст се съди по втория индикатор, тенденциите са аналогични, но сравнително по-благоприятни. Както може да се види от фигура 1 и от таблица 1 в приложението, неговите отрицателни темпове на растеж са по-ниски в абсолютно изражение, докато положителните му темпове неизменно надхвърлят тези на нарастване на реалния БВП. В резултат на последните отклонения стойността на БВП на човек от населението от 1989 г. в доларово изражение се достига още през 2003 г.¹⁵ Това своеобразие е причинено изцяло от промените в броя на населението, които са постоянно в низходяща посока и протичат с различна интензивност. Спадът е особено силен в началото на 90-те години на миналия век, сравнително стабилен впоследствие и постепенно намаляващ през последните четири години на настоящото столетие. Доколкото измененията в броя на населението са свързани по-скоро с естествено движение на самото население, този показател не носи никаква допълнителна информация, обслужваща целите на настоящото изследване. В степента, в която тези промени са следствие от механично движение на населението, засягащо размера на работната сила, те са показателни, че отчетените чрез първия показател темпове на

¹⁵ Виж пак там.

икономически растеж са реализирани при съответни вариации в потенциалните възможности на икономиката.

Наред с горните два индикатора, които директно измерват икономическия растеж, в настоящата разработка се изследва и поведението на *фундаментални негови източници* от реалната икономика, които могат да бъдат свързани с финансовото развитие и/или да играят ролята на трансмисионни механизми между банковата система и реалния сектор. За целта се формира специална група показатели, при чието излагане се следва формалната логика на теориите на растежа, според която те се отнасят съответно до основни източници на икономически растеж и до други фактори на растежа, имащи характер на контролирани променливи при неговото моделиране.

Първият показател от тази група се отнася до **натрупването на капитал**. В текущото изследване то се измерва чрез brutните инвестиции, като се съставят два индикатора, изчислени чрез използване на емпирични данни от националните сметки на НСИ. Този подход е алтернативен на използваното в духа на стриктно съблюдаване на принципите на теориите на растежа изчисляване на капитала чрез метода на постоянната инвентаризация и е застъпен в множество анализи като тези на Е. Домар, Р. Левин, Д. Ренелт, Р. Кинг, Ч. Лий, С. Вонг, Абдурахман, М. Трабелси, Дж. Анг, У. Маккибин и други.¹⁶ Според *първия начин* нарастването на капитала се апроксимира с величината на *реалните брутни инвестиции*, които се получават от реалното бруто образуване на основен капитал през предходния период чрез умножаване със съответния индекс на физическия обем ($I_t = rGFCF_t = rGFCF_{t-1} * GFCFVI_t$). Самата процентна промяна в индекса на физическия обем на бруто образуването на основен капитал има смисъл на темп на прираст на реалните брутни инвестиции.

При *втория начин* показателят за натрупване на капитал се получава като *относителния дял на инвестициите спрямо БВП* и се пресмята като частно на номиналното бруто образуване на основен капитал за даден период и номиналния БВП за същия период ($I / Y = nGFCF / nGDP$). За разлика от предходната разновидност на индикатора, познавателната му същност в настоящата форма отразява не толкова собствената динамика на инвестициите, а в по-голяма степен промяната в тяхната относителна значимост, измерена спрямо мащаба на икономиката.

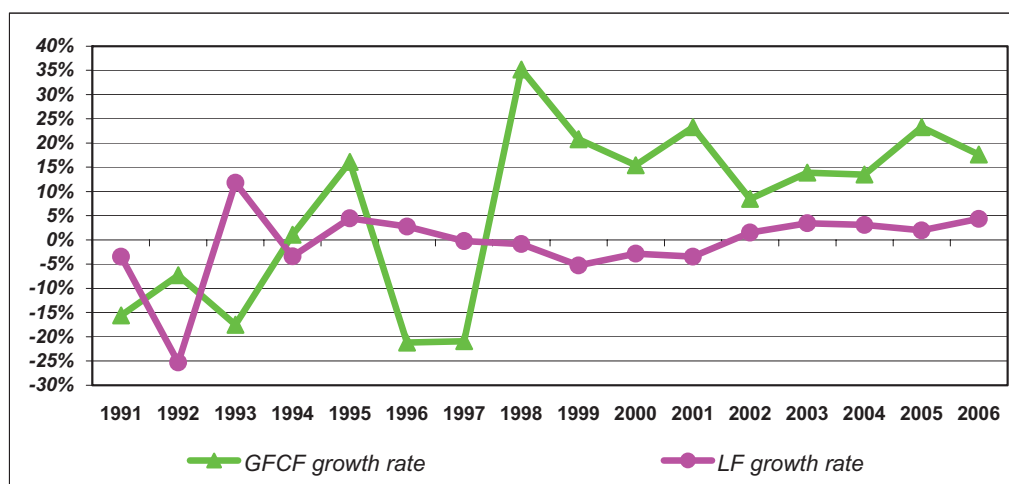
За това каква е зависимостта между икономическия растеж и темпа на прираст на инвестициите като представлящи един от традиционно възприеманите му основни източници може да се съди при сравнение на годишните им данни (виж фи-

¹⁶ Виж Domar, E., Capital Expansion, Rate of Growth, and Employment, *Econometrica*, 1946, No.14, p. 137-147; Levine, R. and Renelt, D., A Sensitivity Analysis of Cross Country Growth Regressions, *American Economic Review*, 1992, No.82, p. 942-963; Lee, Ch. and Wong, S., Inflationary Threshold Effects in the Relationship Between Financial Development and Economic Growth: Evidence from Taiwan and Japan, *Journal of Economic Development*, 2005, No.30(1), p. 49-69; Abdurrohman, The Role of Financial Development in Promoting Economic Growth: Empirical Evidence of Indonesia Economy, *Jurnal Keuangan dan Moneter*, 2003, No.6(2); Trabesli, M., Finance and Growth: Empirical Evidence from Developing Countries, 1960-1990, *CAHIER*, 2003, No.13; Ang, J.B. and McKibbin, W.J., Financial Liberalization, Financial Sector Development and Growth: Evidence from Malaysia, *Brookings Discussion Papers in International Economics*, 2005, No.168.

гура 1, фигура 2 и таблица 1 в приложението). Както се вижда от тях, в годините с положителни темпове на икономически растеж реалното бруто образуване на основен капитал също нараства, и обратно – при отрицателни темпове на растеж – то намалява.

Фигура 2

Годишни темпове на бруто образуването на основен капитал
и на броя на заетите



Източници: Основни макроикономически показатели 1994-2006, НСИ; www.nsi.bg; и изчисления на автора

Отчетлива тенденция за целия наблюдаван период обаче е инвестициите да се променят с по-голям размах от промените в БВП, като изключение от това правило са само 1992 г. и 1994 г. Тъй като тези отклонения може да се интерпретират в известен смисъл като показателни за ефективността на инвестициите, се налагат следните разсъждения:¹⁷ На първо място, през първия период отрицателните темпове на икономически растеж изостават по абсолютна стойност от тези на спад на бруто образуването на основен капитал, което може да означава, че въздействието от страна на производителността е по-скоро стабилизиращо. Обратно, сериозното изоставане в ръста на реалния БВП спрямо прираста на инвестициите след 1997 г. е симптом за предимно задържащо растежа въздействие от страна на производителността и респективно за превес на екстензивния му източник. Същевременно предвид на горните разминавания и доколкото в инвестициите има зависимост от промените в дохода компонент и доколкото капиталоемкостта на БВП (съотношението капитал към доход) може да се приеме за сравнително стабилна, през втория период има условия за проявление на принципа на инвестиционния акселератор.

Направените изводи се потвърждават и ако натрупването на капитала се измерва с дела на бруто образуването на основен капитал в БВП (виж фигура 3 и таблица 1 в приложението). Като емпирично правило за повечето пазарни икономики този

¹⁷ По-подробно за тази косвена оценка на ефективността виж Минасян Г., Прегрява ли българската икономика, Икономическа мисъл, LIII, 2008/3, с. 6.

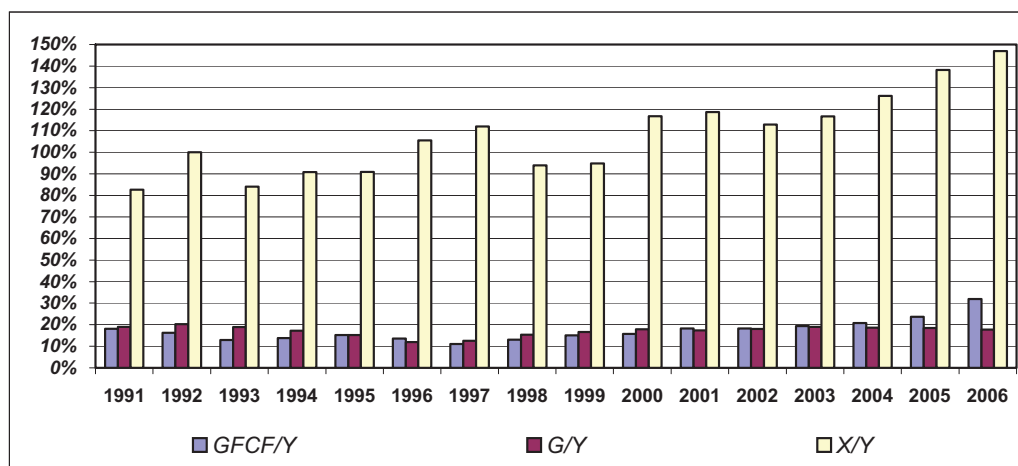
относителен дял обичайно е в границите между 1/6 и 20% от БВП.¹⁸ За България в началото на 90-те години XX в. той стартира именно от такива позиции, като през 1991 г. възлиза на 18.2%. През първата половина на деветдесетте години трендът на неговите изменения е низходящ, за да достигне през 1997 г. 11%, което е за сметка главно на увеличаване на относителния дял на личното потребление. Характерно е, че вариациите в този относителен дял са еднопосочни с колебанията в реалния БВП, като в количествено отношение между конкретните промени няма тясна обвързаност.

От 1998 г. делът на бруто образуването на основен капитал в БВП се повишава трайно и постепенно се достигат посочените по-горе нормални и общоприети стойности. Дори от 2004 г. той започва да превишава 20% от БВП, за да възлезе през 2006 г. на максимума си от 31.9%. Така за периода 1998 – 2006 г. относителният дял на бруто образуването на основен капитал в БВП нараства близо 2.5 пъти, което вече става за сметка на влошаване на външнотърговското салдо. Паралелно с това темповете на икономически растеж остават сравнително стабилни, което дава известна индикация за намаляваща във времето средна производителност на натрупването на капитала. В перспектива е логично да се очаква инвестициите и относителният им дял в БВП да не могат да задържат високата си динамика, включително и поради сравнително високата изходна база. Много е вероятно това да повлияе негативно върху растежа, като компенсиращ ефект – с цел запазване или дори увеличаване на неговите темпове, ще има при евентуално увеличаване на производителността на капитала.

¹⁸ По-подробен анализ на динамиката на компонентите на БВП виж в Статев, Ст., Съвкупни разходи, Основи на Макроикономиката, УИ “Стопанство”, София, 2005, с. 216-253; Статев, Ст., Съвкупни разходи, в Статев, Ст. и кол., Икономика и публичен сектор, УИ “Стопанство”, София, 2007, с. 291-319; Статев, Ст., Макроикономическа стабилизация, икономически растеж и дисбаланси, в Статев, Ст. и кол., Икономически растеж и стабилизация, УИ “Стопанство”, София, 2003, с.5-25.

Фигура 3

Относителен дял на бруто образуването на основен капитал,
на правителствени покупки и на външнотърговския стокооборот в БВП



Източници: Основни макроикономически показатели 1994-2006, НСИ; www.nsi.bg; и изчисления на автора

Вторият показател от групата на източниците на икономическия растеж измерва *промените във фактора труд* и се среща в редица публикации на М. Оdedokun, Г. Менкю, Д. Ромър, Д. Уейл, Дж. Темпъл, Г. Финк, П. Хайс, Г. Вукшич и други.¹⁹ Той може да се конструира при различни равнища на дезагрегация и да се отнася съответно до цялото население на страната, до работната сила и до заетостта. Тъй като интересът в конкретния анализ е насочен не към потенциала, а към активността на пазара на труда, предпочитанията са към индикатор за заетостта. Избраният показател измерва *абсолютния брой на заетите* в националната икономика и се получава от наблюдението на работната сила на НСИ ($LF = En$).

Темпът на растеж на заетите, възприеман като индикатор за действителната активност на пазара на труда и предназначен да оцени неговата реална, а не потенциална взаимовръзка с промените в съвкупното производство, също има променлива динамика (виж фигура 2 и таблица 1 в приложението). В сравнение с предходните абсолютни показатели за реалната икономика обаче неговите изменения са своеобразни както в сравнителен план при съпоставка между двата периода, така и в рамките на всеки един от тях. Разликата при съпоставката между периодите е, че

¹⁹ Виж Odedokun, M., Alternative Econometric Approaches for Analyzing the Role of the Financial Sector in Economic Growth: Time-Series Evidence from LDCs, *Journal of Development Economics*, 1996, No.50, p. 119-146; Mankiw, G., Romer, D. and Weil, D., A Contribution to the Empirics of Economic Growth, *Quarterly Journal of Economics*, 1992, No.107, p. 407-434; Temple, J., The New Growth Evidence, *Journal of Economic Literature*, 1999, No.37(1), p. 112-156; Fink, G. and Haiss, P., Central European Financial Markets from an EU Perspective: Theoretical Aspects and Statistical Analyses, *Wirtschaftsuniversität Wien - Forschungsinstitut für Europafragen WP*, 1999, No.34; Fink, G., Haiss, P. and Vuksic, G., Changing Importance of Financial Sectors for Growth from Transition to Cohesion and European Integration, *EuropaInstitut Wirtschaftsuniversität Wien, EI Working Paper*, 2004, No.58.

те не се характеризират с проявлението на противоположни тенденции. Вътре в отделните периоди няма еднопосочност в колебанията, което свидетелства за известна автономност на показателя по отношение на колебанията в агрегатната стопанска активност.

Максимален спад на заетостта – с една четвърт, е регистриран през 1992 г., когато БВП се понижава с една от най-високите си стойности – 7.3%. През 1991, 1996 и 1997 г. обаче аналогични или дори по-високи по абсолютна стойност отрицателни темпове на икономически растеж са отчетени съответно и при по-ниски спадове, запазване и дори нарастване на заетостта. Описаните несъответствия до известна степен и в определен аспект продължават и през периода на действие на паричния съвет, в който, от гледна точка на динамиката на заетостта, може да се отграничат два подпериода. През първия подпериод, обхващащ началните четири години, заетостта на работната сила намалява, докато през втория подпериод, стартиращ от 2002 г., тя постоянно нараства. Същевременно реалният БВП и през двата подпериода се увеличава с вариращи в не особено широк обхват стойности, което означава че неговата траектория не е предопределена от процесите на пазара на труда. Въпреки това данните за втория подпериод не отхвърлят присъствие на определена зависимост между икономическия растеж и броя на заетите, доколкото пиковите спадове в заетостта са типични за години с по-сдържан ръст на реалния БВП, а по-значителното ѝ нарастване обикновено е свързано с ускоряване на растежа. При интерпретацията на анализиранията взаимовръзка е необходимо да се има предвид още, че самата заетост (особено в началото на периода) проектира в себе си дълбоки структурни преобразувания в икономиката, рефлектиращи включително и върху съвкупното производство. Нейното повишаване през последните години, от своя страна, е последица както от активната политика за нейното стимулиране и стабилизирането на очакванията, така и от позитивните тенденции в динамиката на производството.

От горните сравнения става ясно, че през повечето години с отрицателни темпове на растеж промените в средната производителност на труда са низходящи. Тогава доколкото динамиката на реалния БВП е повлияна от фактор, свързан с пазара на труда, това по-скоро е производителността, чието въздействие върху икономическия растеж, за разлика от това на производителността на инвестициите, е по-скоро репресиращо. През първия подпериод при паричен съвет ролята на производителността на труда отново е относително по-силна, но този път тя има характер на стабилизиращ фактор. Ситуацията се променя отново през втория подпериод, когато производителността на труда продължава да нараства, но вече при ръст на заетостта и с тенденция към намаляване на темповете ѝ към края на периода.

В същото време на пазара на труда в България и особено в отделни негови сегменти – туризъм, строителство и други вече се наблюдава дефицит, провокиран както от по-високото търсене, така и от ограничения в предлагането, кореспондиращи включително и с много по-ниските работни заплати в сравнение с повечето страни на ЕС. Има основание да се счита, че ако икономиката продължава да се развива с подобни темпове, това би довело до необходимост от внос на работна сила. В тази връзка обаче трябва да се има предвид, че ако по-високата заетост не е

съпътствана от повече инвестиции в човешки капитал и ръст в технологиите, растежът се превръща във все по-силно зависим от екстензивните си източници. За такава тенденция предупреждава и Г. Минасян въз основа на изчисляване и проследяване динамиката на общата факторна производителност.²⁰

Третият използван индикатор за реалния сектор от тази група е **относителният дял на правителствените покупки спрямо БВП**, който показва размера на публичния сектор в икономиката. Той се формира като частно на сумата на крайните потребителски разходи на правителството и колективното потребление в номинално изражение с номиналния БВП ($G / Y = (nFGCE + nCC) / nGDP$). Типично за него е, че той присъства в почти всички разширени модели на икономически растеж, в които – наред с най-важните източници на растеж, се включва и друга група променливи, които се определят като променливи за контрол върху останалите фактори, влияещи върху растежа. В частност делът на правителствените покупки се интерпретира като индикатор за провежданата макроикономическа политика и/или равнището на макроикономическа стабилност на страната. Тълкуването му в дългосрочен план в контекста на теориите за растежа предполага по логиката на Р. Баро, Дж. Хазлаг, Дж. Ко и други, че нарастването на относителния дял на правителствените покупки влияе негативно върху динамиката на съвкупното производство.²¹ При това в преходните икономики размерът на публичния сектор може в определена степен да се възприеме като индикатор за напредъка на трансформационните процеси, и в частност за структурните реформи, което също е в полза на теоретичния довод за отрицателна връзка с растежа. Тъй като провежданият анализ не се ограничава само до дългосрочни зависимости и не се съсредоточава само върху началните години на икономическия преход, в него се допуска, че това въздействие може да е и положително, което е логично да се очаква в краткосрочен период.

За повечето пазарни икономики относителният дял на правителствените покупки в БВП е почти паритетен с този на инвестициите и се разполага в границите между 1/6 и 20% от БВП (виж фигура 3 и таблица 1 в приложението). Посоченият принцип в общи линии е валиден и за България, като изключения представляват само данните за 1996 и 1997 г. Стойностите на относителния дял на правителствените покупки в началото и в края на периода са твърде близки – съответно 19% и 17.8%, но през него те показват определени вариации, които са по-малки в сравнение с колебанията в дела на инвестициите. Присъща особеност за страната е, че посочените вариации като цяло не демонстрират тясно съответствие с темповете на икономически растеж.

Известно потвърждение на правилото за обратна зависимост между тях може да се открие само за времето до 1995 г., през което относителният дял на правителствените покупки последователно се задържа на сравнително високи нива и бележи

²⁰ Минасян, Г., Прегрява ли българската икономика, Икономическа мисъл, LIII, 2008/3, с. 13-14.

²¹ Виж Barro, R.J., Economic Growth in a Cross Section of Countries, Quarterly Journal of Economics, 1991, No.106, p. 407-443; Haslag, J.H. and Koo, J., Financial Repression, Financial Development and Economic Growth, Federal Reserve Bank of Dallas, Research Department, Working Paper, 1999, No.2.

плавно намаление. Ако низходящият му тренд се възприеме като индикатор за напредъка на структурните реформи, то този напредък може да бъде една от причините за постепенното ограничаване на спада на реалното съвкупното производство и за неговото последващо увеличаване. Паралелно с това трябва да се има предвид, че спадът в относителния дял на правителственото потребление до голяма степен се предопределя от натиска на международните финансови институции – и най-вече на МВФ, за ограничаване размера на бюджетните дефицити, заложен в сключваните стабилизационни споразумения. Проявлението на изведената отрицателна зависимост се оказва краткотрайно, като през 1996 и 1997 г. правителствените покупки спадат до минималните си стойности от 11.9% и 12.6% в условията на силно отрицателни темпове на икономически растеж. Последната динамика на правителственото потребление е свързана предимно с относително по-сдържано поведение на абсолютния размер на правителствените покупки спрямо промяната в абсолютния размер на БВП и на фона на типичното за кризисните периоди увеличаване на относителния дял на личното потребление.

При функционирането на паричния съвет размерът на публичния сектор, измерен чрез този показател, възстановява своите стойности, като в началото този процес е еднопосочен и по-интензивен, а впоследствие относителният дял на правителствените покупки се стабилизира на достигнатите по-високи равнища. Икономическият растеж за същия времеви интервал е само положителен, като амплитудите в неговите темпове също не корелират негативно с ръста на публичните разходи. Нещо повече, увеличението на относителния дял на правителствените покупки през отделни години е съпътствано от по-високи темпове на растеж, което в известен смисъл може да бъде дори симптом за краткосрочна и спорадично реализираща се позитивна връзка между динамиките в относителния дял на правителствените покупки и в размера на икономиката, измерен чрез БВП. Тези съвпадения обаче не показват ясно открояваема закономерност, още повече че провежданата фискална политика е предимно консервативна. В краткосрочен период е логично да се очаква тя да запази своите характеристики в противовес на силно отрицателното външнотърговско салдо и инфлационния натиск, което означава относителна стабилност на дела на правителствените покупки и невъзможност за сериозно въздействие върху съвкупното производство.

Следващият показател, който също отразява в себе си макроикономическата политика и/или равнището на макроикономическа стабилност е **външнотърговският стокообмен** на страната. Той оценява степента на отвореност на икономиката и се получава като отношение на сумата от износа и вноса на стоки и услуги в текущи цени към номиналния БВП ($X / Y = (nEx + nIm) / nGDP$). Подобно на предходния индикатор за реалния сектор, относителният дял на външнотърговския стокообмен спрямо БВП също се изчислява по данни от националните сметки на НСИ, като се съставя отново на годишна и тримесечна основа.

Въпреки че външнотърговският стокообмен присъства като екзогенна променлива в множество разширени с финансовото развитие теоретични и емпирични модели на икономическия растеж – като тези на Р. Левин, Д. Ренелт, Н. Лояза, Р. Ранчиере, Р. Кинг, Т. Бек и други, неговата роля не е предмет на съдържателен ко-

ментар.²² По презумпция се приема, че отвореността на икономиката влияе стимулиращо върху динамиката на реалното съвкупно производство чрез разширяване достъпа на национални фирми до външни пазари и чрез осигуряване на възможност за покупка на вносни стоки и услуги по външни конкурентни цени.

Промените в отвореността на икономиката, представени чрез динамиката на относителния дял на външнотърговския стокообмен в БВП и тяхната проекция върху икономическия растеж като цяло не илюстрират никаква отчетливо проявена закономерност (виж фигура 3 и таблица 1 в приложението). Обикновено се приема, че при стойност на този показател от над 80%, (т.е. ако над 80% от БВП минава през каналите на външната търговия), икономиката е силно отворена. У нас тази граница се достига още в началото на 90-те години на миналия век, като в последствие се задминава значително. През по-голямата част от последното десетилетие на миналия век външнотърговският стокообмен не надхвърля БВП, като изключения са само 1992, 1996 и 1997 г. Фактът, че през посочените три години са отчетени едни от най-големите спадове в реалния БВП е индикатор, че отчетеният през тях сериозен ръст на отвореността не се превръща в стимулиращ или най-малко в стабилизиращ фактор. Подобни разминавания са присъщи и на останалата част от периода до 1997 г., когато сравнително по-умерените, макар и сами по себе си достатъчно високи значения на отвореността, се съчетават с положителни или сравнително ниски по абсолютна стойност отрицателни темпове на растеж на съвкупното производство.

През 1998 г. отвореността на икономиката възстановява нивото си отпреди кризисните 1996 и 1997 г., като впоследствие започва да нараства. Тази тенденция се усилва през 2000 г. и 2003–2006 г., като към края на периода размерът на външнотърговският стокообмен надвишава един път и половина размера на БВП или икономиката се оказва близо два пъти по-силно отворена спрямо началото на прехода. Същевременно темповете на растеж на реалния БВП в периода на паричния съвет варират в ограничен диапазон, без да кореспондират тясно с усиляването на отвореността. Все пак годините с рязко повишаване на относителния дял на външнотърговския стокообмен като 2000 и 2004 г. се отличават и с ускоряване на растежа, а при по-плавни изменения в отвореността ръстът на съвкупното производство е минимален или намаляващ. Това правило се нарушава през последните две години, през които усиляването на отвореността става в условията на стабилни и дори плавно намаляващи темпове на растеж на реалния БВП.

Зависимостта на икономическия растеж от относителния дял на външнотърговския стокообмен в БВП зависи от структурните характеристики на анализирания показател. Максималните увеличения на отвореността до 1997 г. са следствие от едновременно повишаване на износа и вноса с превес съответно на вноса през 1992

²² Виж Levine, R. and Renelt, D., A Sensitivity Analysis of Cross Country Growth Regressions, American Economic Review 1992, No.82, p. 942–963; Loayza, N. and Ranciere, R., Financial Development, Financial Fragility, and Growth, Banco Central de Chile Documentos de Trabajo, 2002, No.145; King, R. and Levine, R., Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right, Quarterly Journal of Economics, 1993, Vol.108, No.3, p. 717–738; Beck, T., Levine, R. and Loayza, N., Finance and the Sources of Growth, Journal of Financial Economics, 2000, No.58, p. 261–300.

и на износа през 1996 и 1997 г. Вариациите в износа и вноса, от своя страна, проектират в себе си най-вече колебанията във валутния курс и в световните цени на вносните стоки. Започналото от 2000 г. ново нарастване на отвореността може да се разглежда като предизвикано предимно от увеличението на вноса при сравнително по-консервативно поведение на износа, макар и във възходяща посока. Причините в този случай могат да се търсят преимуществено в ръста на съвкупното производство, в поскъпването на енергоносителите и в интензивната кредитна активност. Особено е, че при доминираща роля на вноса краткосрочният ефект върху динамиката на реалния БВП е по-скоро негативен, докато дългосрочните последици се влияят от неговите стокови характеристики. Като се има предвид непрекъснато нарастващият относителен дял на вносните инвестиционни стоки, надхвърлящ една трета от общия внос, се очаква отражението върху икономическия растеж в дългосрочен период да е позитивно или поне неутрално.

От казаното дотук става ясно, че отвореността на икономиката сама по себе не може да бъде тълкувана еднозначно. От една страна, колкото по-висока е отвореността, толкова по-зависима от останалия свят е националната икономика и толкова по-силно уязвима е тя от действието на външни шокове. От друга страна, външната търговия осигурява необходимото финансиране за вътрешното потребление и натрупване, което от своя страна рефлектира върху растежа на производството в краткосрочен и дългосрочен период. От гледна точка на структурните ѝ характеристики обаче е важно в перспектива външнотърговския стокообмен да започне да зависи по-силно от износа, което изисква повишаване на конкурентоспособността на икономиката. Поради намаляващите във времето възможности за експлоатиране на ценовата конкурентоспособност и предимствата от сравнително по-ниските работни заплати, повишаването на износа изисква по-висока производителност, която на свой ред е възможна по пътя на технологични изменения.

Последният показател за реалния сектор е темпът на инфлация, който показва процентното изменение във времето на **индекса на потребителските цени** (CPI). В първия му вариант той се изчислява въз основа на стойностите на индекса към м. декември на всяка година и съпоставянето им с данните за м. декември на предходната година, докато във втория вариант се използват средногодишните темпове на инфлация, които имат по-скоро спомагателно значение при анализа. Една част от доводите за употребата на този показател са същите като при размера на публичния сектор и отвореността на икономиката и се изразява в интерпретирането му като даващ представа за макроикономическата политика и ниво на стабилност.²³ Наред с този традиционен подход в някои публикации на М. Дж. Хазлаг, Дж. Ко, П. Русо, П. Уочъл, М. Неймке и други на инфлацията се приписва качеството да бъде индикатор за равнището на несигурност в икономиката, както и да бъде мярка за финансова репресия.²⁴ Освен това, както се постулира от Дж. Бойд, Р. Левин, Д. Смит, Е.

²³ Като самостоятелен индикатор за реалния сектор инфлацията присъства в повечето от публикациите, посочени в бележка 18 и бележка 19.

²⁴ Виж Haslag, J.H. and Koo, J., Financial Repression, Financial Development and Economic Growth, Federal Reserve Bank of Dallas, Research Department, Working Paper, 1999, No.2; Rousseau, P. and Wachtel, P., Inflation, Financial Development and Growth, in Negishi, N.,

Хубенс и други, инфлацията може да влияе върху икономическия растеж и опосредствано чрез въздействието си върху финансовото развитие, както и да предпоставя конкретния вид на влиянието на финансовата система върху реалната икономика, каквато възможност се допуска от П. Русо, П. Уочъл, Б. Боус, Д. Смит, Е. Хубенс и други²⁵.

Инфлацията в България, измерена чрез растежа на индекса на потребителските цени, се характеризира с ясно изразена неравномерна динамика (виж таблица 1 в текста и таблица 1 в приложението). По подобие на повечето от предходните показатели в развитието ѝ се открояват два обособени периода с разделителна линия – 1997 г. В годините преди въвеждането на системата на паричен съвет тя като правило е висока, с колебаещи се в твърде широк обхват двуцифрени и трицифрени темпове. Максималните ѝ стойности се достигат при същинския старт на прехода през 1991 г. и впоследствие през 1996 и 1997 г. Близко петкратното увеличение на цените (или 3.3 пъти в средногодишно изражение) през първата година е последица главно от тяхната либерализация, която поставя началото на истинското развитие на инфлационния процес в страната. Що се отнася до отчетените през 1996 и 1997 г. инфлационни темпове от съответно 310.8% и 578.6% (или средногодишни от 121.6% и 1038%), те са свързани с действието на считани за традиционни източници на екстремално висока инфлация, пречупени през призмата на преходните условия. Централно място сред тях заемат отлагането във времето на структурните реформи, натрупването на значителни фискални и квази-фискални дефицити и тяхното предимно парично финансиране, обезценяването на лева и високите инфлационни очаквания.

Ramachandran, R. and Mino, K., (eds.), *Economic Theory, Dynamics and Markets: Essays in Honor of Ryuzo Sato*, Kluwer, 2001, p. 1-14; Neimke, M., *Financial Development and Economic Growth in Transition Countries*, Institut für Entwicklungsforschung und Entwicklungspolitik der Ruhr-Universität Bochum, IEE Working Paper, 2003, No.173.

²⁵ Виж Boyd, J., Levine, R. and Smith, B., *The Impact of Inflation on Financial Sector Performance*, *Journal of Monetary Economics*, 2001, No.47, p. 221-248; Huybens, E., Smith, B., *Inflation, Financial Markets, and Long-Run Real Activity*, *Journal of Monetary Economics*, 1999, No.43, p. 283-315. Rousseau, P. and Wachtel, P., *Inflation Thresholds and the Finance–Growth Nexus*, *Journal of International Money and Finance*, 2002, No.21, p. 777–793; Bose, B., *Inflation, the Credit Market, and Economic Growth*, *Oxford Economic Papers*, 2002, No.54, p. 412-434.

Таблица 1

Измерители на инфлацията (Темп на растеж на индекса на потребителски цени)

А. Инфлация в края на годината (%)					
1990	1991	1992	1993	1994	1995
50,6%	473,7%	79,5%	63,9%	121,9%	32,9%
1996	1997	1998	1999	2000	2001
310,8%	578,6%	1,6%	7,0%	11,3%	4,8%
2002	2003	2004	2005	2006	2007
3,8%	5,6%	4,0%	6,5%	6,5%	12,5%
Б. Средногодишна инфлация (%)					
1990	1991	1992	1993	1994	1995
*	338,4%	82,0%	72,4%	96,0%	62,1%
1996	1997	1998	1999	2000	2001
121,6%	1058,0%	18,7%	2,6%	10,3%	7,4%
2002	2003	2004	2005	2006	2007
5,8%	2,3%	6,1%	5,0%	7,3%	8,4%

Източници: Основни макроикономически показатели 1994-2006, НСИ; www.nsi.bg; и изчисления на автора

При сравнение между инфлацията и растежа на реалния БВП до 1997 г. се потвърждава базисният постулат на теориите на растежа, че високата инфлация има по-скоро негативно влияние върху динамиката на реалния сектор. За това говори фактът, че пиковите спадове на съвкупното производство са регистрирани в години с екстремално високи инфлационни темпове, докато най-високият за периода положителен темп на растеж от 2,9% през 1995 г. се реализира при минимална инфлация от 32,9% (62,1% средногодишно). Възможно обяснение за тази отрицателна зависимост е, че инфлацията засяга икономическия растеж не толкова чрез своя ефект върху реалните инвестиции, колкото посредством въздействието си върху очакванията на стопанските агенти. Преобладаващите отрицателни темпове на растеж на реалния БВП, от своя страна, резултират в спадове в реалното парично търсене, което също стимулира нарастването на цените.

Както показва практиката от средата на 1997 г., въвеждането на правилата на паричния съвет се превръщат в необходима предпоставка за възстановяване на нормалното функциониране на реалния сектор. Въпреки че първоначално номиналната финансова стабилност е често критикувана в специализираната литература поради невъзможността ѝ сама по себе си да влияе стимулиращо върху икономическия растеж, постигнатите резултати се оказват различни. Причината е в известно надценяване на последиците от предпоставената от фиксирания валутен курс невъзможност за директно влияние върху външната конкурентоспособност посредством обезценяване на лева, както и на свързания с паричния съвет дисциплинаращ ефект, проявяващ се в ограниченията пред растежа на паричните агрегати. Позитивните изменения в динамиката на реалното съвкупно производство са показателни за относително по-силно проявление на произтичащия от паричния

съвет ефект на доверието, изразяващ се в стабилизиране на очакванията и формиране на позитивни нагласи на икономическите агенти.

След 1998 г. в страната се реализират умерени и много по-стабилни в сравнение с предходния период темпове на инфлация, които са един от най-важните индикатори за финансова стабилност. В този смисъл тяхното съчетаване с достигнатите сравнително високи темпове на икономически растеж изглежда логично и потвърждаващо теоретичното правило за позитивна зависимост като цяло в ниския диапазон на инфлацията. Доколкото инфлацията проектира в себе си очакванията, тя има смисъл не на първоизточник, а на канал за пренасяне на ефекти от финансовия към реалния сектор. Що се отнася до възможността ѝ да влияе самостоятелно върху растежа, емпиричните данни подсказват за присъствие на определена положителна зависимост между темповете по години. Така например годините с темпове на икономически растеж от над 5% обикновено се отличават и с едни от високите инфлационни темпове, което може да се обясни по два начина. Първият е, че инфлацията има някакво краткотрочно позитивно отражение върху динамиката на съвкупното производство, докато според втория начин позитивната връзка между инфлацията и темпа на растеж на реалния БВП по години е последица от действието на други фактори, идващи главно от страна на съвкупното търсене.

От друга страна, темповете на инфлация, особено в периода до средата на 1997 г., всъщност са измерители и на равнището на финансова репресия в икономиката. Високата и нестабилна инфлация встъпва в това си качество като провокира парични рестрикции, изразяващи се в увеличаване на основния лихвен процент, чиито средногодишни стойности за периода 1991-1993 г. и 1995 г. са малко под 50%, докато през 1994 г. и 1996 г. те са съответно 63% и 115.6%.²⁶ В същото време средногодишните стойности на инфлацията са по-високи, което означава, че реалните лихвени проценти са отрицателни величини. До степента, в която икономическите агенти базират своите решения на реалните величини, това рефлектира неблагоприятно върху размера на спестяванията и оттам върху икономическия растеж в дългосрочен период. Същевременно, като се вземе предвид динамиката на инвестиционната активност, отразена на фигура 2 и фигура 3, може да се формулира заключението, че отрицателните лихвени проценти не са били в състояние да повлияят позитивно и върху инвестиционната активност в краткосрочен период. Подобни зависимости, макар и по-слабо изразени, има и през по-голямата част от периода на паричния съвет, през които обаче реалните лихвени проценти по кредитите са предимно положителни. Що се отнася до възможността на инфлацията да предопределя вида на взаимовръзката между финансовото развитие и икономическия растеж, тя е интрепретирана на база резултатите от иконометричния анализ в следващата глава.

Въз основа на извършения в настоящия раздел фактически анализ може да се направи изводът, че развитието на реалния сектор е неравномерно и с отчетливо проявени специфики при различните парични режими. Преди въвеждането на паричния съвет тенденцията в динамиката на реалния БВП е предимно рецесионна,

²⁶ Виж БНБ, Годишни отчети, 1991-1997 г.

докато след това той нараства с високи, но плавно намаляващи в последните години темпове. Въпреки, че между промените в реалното съвкупно производство и в инвестициите няма тясно съответствие, като цяло между тях има права зависимост, като по-големият размах на колебанията в инвестициите е индикация за стимулиращо икономическия растеж влияние от страна на производителността на инвестициите през първия период и по-скоро задържащо въздействие през втория период. Измененията в реалния БВП не са тясно обвързани с поведението на заетостта, като средната производителност на труда първоначално подтиска растежа, в началните години на паричния съвет има позитивно отражение, а в последните години темповете ѝ бележат намаление. Зависимостта между динамиките на правителствените покупки и на БВП варира по години и без проявление на определена закономерност. Аналогична е ситуацията и при взаимовръзката между промените в общата стопанска активност и отвореността на икономиката, като конкретният вид на въздействието на външната търговия зависи от структурните ѝ характеристики. Високата и нестабилна инфлация се съчетава с негативни промени в реалния БВП, докато умерената инфлация кореспондира с положителни темпове на растеж, като ценовата динамика се проявява едновременно като трансмисионен механизъм между финансовия и реалния сектор, като самостоятелен фактор, влияещ върху съвкупното производство, а през първия период – и като мярка за финансова репресия.

От особен интерес за целите на настоящото изследване е решаването на проблема доколко промените в реалната икономическа активност се съчетават, предизвикват и/или се отразяват върху развитието на банковата система.

2. РАЗВИТИЕ НА БАНКОВАТА СИСТЕМА

За оценка на поведението на банковата система в настоящата разработка се конструират три основни групи показатели. Тяхната систематизация не се придържа стриктно към нито една от съществуващите в литературата класификации, а представлява съобразена с българските условия комбинация от подходите на редица утвърдени автори в разглежданата проблематика като Т. Бек, А. Демиргуч-Кунт, Р. Левин, Р. Кинг, Н. Лояза, С. Зервос, и други²⁷. В съответствие с измерваната страна на функциониране на банките, показателите за банково финансово посредничество се подразделят на три големи групи и се отнасят съответно до: (i) дълбочината (размера) на финансовото посредничество; (ii) значимостта на финансовите услуги, оказвани поотделно от централната банка и от търговските банки; и (iii) степента, в която кредитът на търговските банки се насочва към неправителствения сектор.

Анализът на поведението на финансовите показатели е съобразен с различната методика на изчисляване и своеобразния им обхват съответно за периодите преди и

²⁷ Вж. King, R. and Levine, R., Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right, *Quarterly Journal of Economics*, 1993, Vol.108, No.3, p. 717-738; King, R. and Levine, R., Finance, Entrepreneurship, and Growth: Theory and Evidence, *Journal of Monetary Economics*, 1993, No.32, p. 513-542; Levine, R., Loayza, N. and Beck, T., Financial Intermediation and Growth: Causality and Causes, *Journal of Monetary Economics*, 2000, No.46(1), p. 31-77; Levine, R. and Zervos, S., Stock Markets, Banks, and Economic Growth, *American Economic Review*, 1998, No.88, 537-558.

след въвеждането на паричния съвет. Това обуславя невъзможността за правене на коректни сравнения между стойностите на тези индикатори в двата обособени периода. Ето защо, въпреки че графичното представяне на всеки от показателите покрива целия период на изследването, паралели между двата периода се правят само по отношение на тенденциите в техните изменения, докато сравнения между конкретните им значения има само вътре в границите на всеки отделен период или само за такива показатели с по-малки методологически различия.

2.1. Дълбочина (размер) на банковото посредничество

Първата група индикатори са тези за **дълбочина на банковото финансово посредничество (Depth)**. Тя се състои от сравнително най-агрегираните измерители за развитие на банковата система, чиято обосновка в различен обхват присъства в сравнително съвременни, но превърнали се вече по общо признание в класически публикации по тематиката на финансовото развитие и връзката му с икономическия растеж на посочените по-горе автори, а така също на Р. Голдсмит, Р. Ла Порта, Ф. Лопес-ДеСиланес, А. Шлайфър, и други²⁸. Употребата им се предпоставя от предположението, че дълбочината (размерът) на финансовото посредничество от страна на банките е позитивно свързана с оказваните от тях финансови услуги.

Първата подгрупа от показателите за дълбочина на банковото посредничество се основава на различните видове активи и пасиви на банковата система. Най-често използван измежду тях е показателят, основаващ се на *ликвидните пасиви на банковата система*, който се пресмята като отношение между тези ликвидни пасиви и БВП ($BD1 = TLL / Y$). Самите ликвидни пасиви обикновено се идентифицират със сумата от банкнотите и монетите извън банките, безсрочните и лихвоносните задължения на банките. В настоящото изследване числителят на посоченото съотношение се пресмята като сума от ликвидните пасиви на БНБ и ликвидните пасиви на търговските банки в България, получени от съответните аналитични отчетности. Позицията ликвидни пасиви се формира като разлика между общите пасиви и дългосрочните пасиви, невключени в паричната маса. Изчислен по този начин, показателят ликвидни пасиви към БВП дава възможно най-обобщена и широкомащабна представа за обема на финансовите услуги, оказвани от банките, спрямо размера на икономиката.

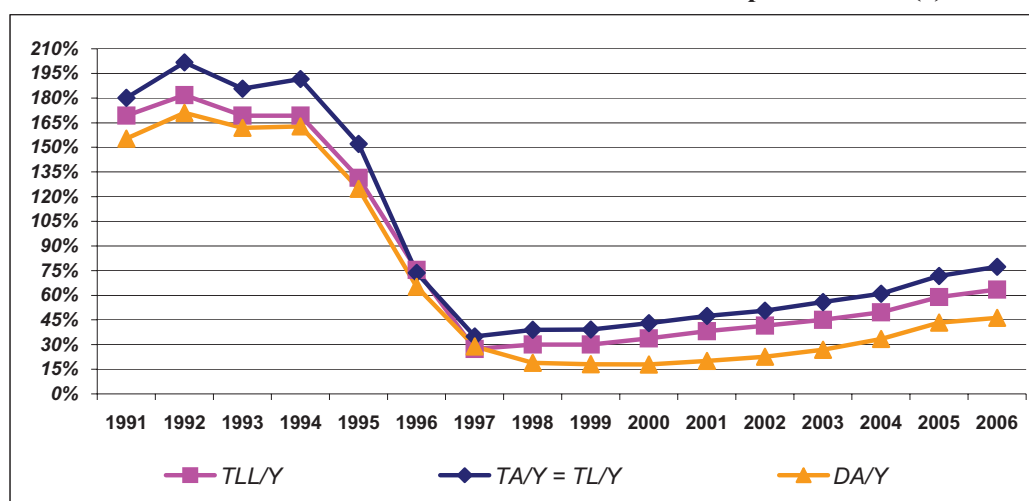
При проследяване на поведението на този индикатор във времето може да се направи заключението за ясно изразена специфика в периодите преди и след въвеждането на паричен съвет, както и при прехода между тях (виж фигура 4 и таблица 2 в приложението). Показателят достига екстремалните си стойности между 170% и 180% през времеви интервал 1992-1994 г., докато през следващите три години той отбелязва рязко и трайно понижение. Пиковите нива на спад са регистрирани през

²⁸ Вж. Goldsmith, R., *Financial Structure and Development*, New Haven, CT: Yale University Press, 1969; Beck, T., Levine, R. and Loayza, N., *Finance and the Sources of Growth*, *Journal of Financial Economics*, 2000, No.58, p. 261–300; La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F. and Shleifer, A., *Government Ownership of Banks*, Harvard Institute of Economic Research, Discussion Paper, 2000, No.1890, Harvard University, Cambridge, Mass., USA, 58 p.

1996 и 1997 г., като през втората година ликвидните пасиви на банковата система възлизат едва на 27% от БВП. След 1997 г. се наблюдава почти непрекъснато нарастване на анализирувания показател за дълбочина на банковото посредничество, като през 2006 г. общите ликвидни пасиви на банковата система са около две трети от БВП. Тази стойност остава по-ниска от отчетената за времето до 1996 г. включително.

Фигура 4

Финансови показатели за дълбочина на банковото посредничество (1)



Източници: БНБ, Годишен отчет, 1990-2006; www.bnb.bg; www.nsi.bg; www.minfin.government.bg и изчисления на автора

Възприемането на този универсален показател сам по себе си създава представа за значителна дълбочина на банковото посредничество през първата половина на деветдесетте години и плавното покачване на неговото равнище след спада от средата на този подпериод, което на интуитивно ниво може да формира определени предположения за позитивни ефекти върху реалната икономика. При съпоставка на неговата динамика с динамиката на реалния БВП обаче става ясно, че подобни позитивни последици или не се наблюдават, или пък, ако ги има, те са достатъчно пренебрежими в сравнение с негативни въздействия върху икономическия растеж, произтичащи от други фактори. Така, от гледна точка на реалния сектор, тази ликвидност е по-скоро квази-висока, още повече, че тя не само не води до сериозни стимули за реалния сектор, но и не е предизвикана от него.

При това развитието на банковата система не е насочено в достатъчна степен дори и към реализиране на нейните собствени дългосрочни интереси. То е свързано предимно с търсене на спекулативни транзакции, финансиране на губещи предприятия от реалната икономика и раздаване на “лоши” кредити. Тази неефективност на банките при осъществяване на основните им функции, съчетана с резкия спад във външната търговия и други негативни тенденции в реалната икономика, е сред основните причини за банковата криза и чувствителното съкращаване на банковото посредничество през 1996 и 1997 г.

В горния контекст за нормална може да се възприеме динамиката на показателя ликвидни пасиви към БВП след 1997 г., когато неговите изменения като цяло са еднопосочни с тези на реалния БВП. Наличието на еднопосочност дава индикации за това, че финансовата стабилност не е само номинална, а се намира в определена взаимовръзка с развитието на реалния сектор. В последните години на XX век обаче дълбочината на банковото посредничество остава относително ниска и се колебае в ограничен обхват, което дава основание да се приеме, че развитието ѝ не е тясно обвързано с процесите в реалната икономика. Тази особеност, която се наблюдава и при използването на останалите индикатори за дълбочина на банковото посредничество, не може да се интерпретира като признак за недоразвитост на банковата система, а по-скоро като отразяваща факта, че тя функционира след преживян сериозен шок. В тези условия банките се държат по-скоро изчакващо и в известен смисъл пасивно спрямо реалния сектор, което *de facto* не означава извършване на същинско финансово посредничество.

С по-отчетливото нарастване на дълбочината на банковото посредничество от началото на настоящия век се създават условия за превръщане на номиналната финансова стабилност в реална, както и за реализирането на позитивни влияния върху финансовия система от страна на растежа на съвкупното производство. За това свидетелства по-значимото съответствие между динамиките на съотношението на ликвидните пасиви към БВП и на реалния БВП през времеви интервал 2001–2004 г., като през първите три години те са сравнително равномерни, а през последните години демонстрират известно ускорение. В случай, че за промените в реалното съвкупно производство се съди по измененията в реалния БВП на човек от населението, аналогично на горното съответствие има за периода 2002–2004 г. През следващите две години размерът на банковото посредничество продължава да нараства съответно с нарастващи и сходни темпове, докато ръстът на реалния БВП и на реалния БВП на човек от населението се забавя.

Освен чрез горните показатели, основаващи се на пасивите, дълбочината на банковото финансово посредничество в настоящото изследване се измерва и чрез активите на банковата система. Подобна идея за дефиниране на променливите се среща в публикациите на П. Русо, П. Уочъл, Г. Финк, П. Хайс, Г. Вукшич, П. Арестис, П. Диметриадис и други²⁹. Най-общ вид между тези измерители има съотношението на *общите банкови активи към БВП* ($BD2 = TA / Y = TL / Y$), където общите банкови активи са сума от общите активи на търговските банки и общите активи на централната банка, пресметнати от техните аналитични отчетности. Ясно е, че поради балансовото равенство на общите банкови активи с общите банкови пасиви, този показател има смисъл и на съотношение на *общите банкови пасиви*

²⁹ Виж Rousseau, P. and Wachtel, P., Inflation, Financial Development and Growth, in Negishi, N., Ramachandran, R. and Mino, K., (eds.), *Economic Theory, Dynamics and Markets: Essays in Honor of Ryuzo Sato*, Kluwer, 2001, p. 1–14; Rousseau, P. and Wachtel, P., Inflation Thresholds and the Finance–Growth Nexus, *Journal of International Money and Finance*, 2002, No.21, p. 777–793; Fink, G., Haiss, P. and Vuksic, G., Changing Importance of Financial Sectors for Growth from Transition to Cohesion and European Integration, *Europainstitut Wirtschaftsuniversität Wien*, EI Working Paper, 2004, No.58; Arestis, P. and Demetriades, P., Financial Development and Economic Growth: Assessing the Evidence, *The Economic Journal*, 1997, No.107 (442), p. 783–799.

към *БВП*. Подобен показател, но с друг мащаб е съотношението на *вътрешните банкови активи към БВП* ($BD3 = DA / Y$), където последните са сума от вътрешните активи на търговските банки и вътрешните активи на централната банка, пресметнати от техните аналитични отчетности.

Динамиките на последните два показателя за дълбочина също са представени на фигура 4 и в таблица 2 в приложението. За първия период те се различават помежду си по размера на чуждестранните активи, чийто относителен дял в общите банкови активи гравитира около интервала 12-15%, като през кризисните 1996 г. и 1997 г. той нараства до около 25%. През втория период разликата между общите и вътрешните банкови активи се задава от сумата на нетните чуждестранни активи, дълготрайните активи и другите позиции нето. От 1998 г. до 2000 г. относителният дял на тази сумарна позиция се увеличава, като ръстът ѝ е най-висок през 1998 г., когато той достига 50%, след което увеличението му е по-умерено и през 2000 г. той възлиза на около 60%. От 2003 г. съотношението между останалите компоненти на активите и вътрешните активи се променя и стабилизира в обратна посока, като вътрешните активи формират около 60% от общите активи на банковата система. Или, казано по-друг начин, въпреки различните методики за тяхното изчисляване, за периода до средата на 1997 г. вътрешните активи са доминиращ структурен компонент на общите банкови активи, докато след това те последователно намаляват и се увеличават, за да се стабилизират през последните години на около 60%.

От емпиричните данни е видно, че промените в последните два показателя образуват “коридор”, в който се движи индикаторът, базиран на ликвидните пасиви. В този смисъл интересно е каква е отдалечеността на ликвидните пасиви към *БВП* от двете ограничения на “коридора”, както и дали е налице по-ясно изразено съответствие между тяхната траектория и динамиката в някой от измерителите на дълбочината, основаващи се на банковите активи. Типично за първия период е по-плътното следване на поведението на вътрешните активи към *БВП*, докато вторият период се отличава с малко по-голяма близост до общите банкови активи към *БВП* и тенденция към паритетност в отстоянията през 2005 и 2006 г. Последната тенденция може да се възприеме като признак за балансираност на дълбочината на банковото посредничество както в търсене на някакво оптимално съотношение между общите и вътрешните активи, така и от гледна точка на синхронизиране на техните промени и промените в ликвидните пасиви.

Втората подгрупа показатели за дълбочина на банковото посредничество се изгражда на основата на структурата на паричните агрегати. Сравнително по-ниско агрегиран измерител за дълбочина на банковото финансово посредничество е отношението на *паричния агрегат M2 към БВП* ($BD4 = M2 / Y$). То се отличава от показателя *BD1* главно по отсъствието в числителя на издадените дългови ценни книжа до две години и репосделките, т.е. по това, че включва пасиви с по-висока степен на ликвидност. Посочените различия не се превръщат в предпоставка за противопоставяне на двата показателя и затова в повечето емпирични анализи се прилага само единият от тях. Това предполага интуитивно, че те се възприемат за взаимозаменяеми се, като разграничаването им обикновено не е предмет на дискусии. В настоящата разработка ще бъде проследена динамиката и на двата измери-

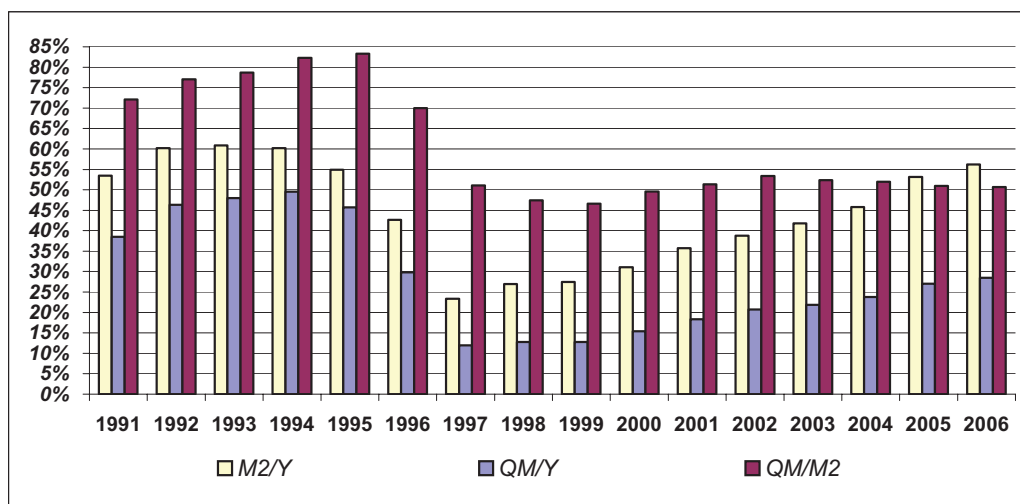
теля, като в хода на по-нататъшното изложение ще се коментира и спецификата в тяхната динамика, произтичаща от различното им съдържание.

Динамиката на показателя М2 към БВП за целия период след началото на 90-те години на XX век е показателна за проявлението на един ясно изразен цикъл с най-ниска точка 1997 г., когато паричният агрегат М2 е под една четвърт от БВП – 23.4% (виж фигура 5 и таблица 2 в приложението). През 1991 г. посоченото съотношение е 53.3%, през следващите три години то варира на нива между 60% и 51%, като впоследствие бележи рязко намаление. От 1998 г. показателят нараства непрекъснато със средногодишен темп от около 3.6 процентни пункта. През 2006 г. той достига и дори надминава равнището си от базовата 1991 г. със стойност от 56.2%, като очакванията са нарастването му да продължи и през следващите години, но с постепенно затихващи темпове.

По аналогия с индикаторите от предходната подгрупа стойностите на съотношението на паричния агрегат М2 към БВП са показателни за по-голяма дълбочина на финансовото посредничество през времеви интервал 1992-1994 в сравнение с периода 1998-2006 г. Това означава, че формално финансовата система през първия период създава условия за развитието на реалната икономика, но неефективността както на едната, така и на другата, не позволява реализирането на позитивно въздействие. В този смисъл по-голямата дълбочина на банковото посредничество може да се разглежда като добър атестат за националната икономика само при адекватно функциониране на реалната икономика. От друга страна, по силата на обратните връзки е естествено дълбочината на финансовото посредничество да проектира в себе си вариациите в реалния БВП. Сравнението между поведението на този индикатор за дълбочина и темпа на икономически растеж по години обаче не дава ясни индикации за подобно въздействие през по-голямата част от периода. Такова влияние може да се открие само през 1996 и 1997 г., когато натрупаните негативни тенденции и задълбочаването на кризата в реалната икономика допринасят за проявлението и разрастването на кризата в банковата система. За отсъствието на тясно съответствие между банковото посредничество и икономическия растеж свидетелстват и отчетените през 1991, 1995 и 2005 г. почти еднакви стойности на показателя М2 към БВП – между 53% и 55%, които се достигат при коренно различни състояния на реалния сектор.

Фигура 5

Финансови показатели за дълбочина на банковото посредничество (2)



Източници: БНБ, Годишен отчет, 1990-2006; www.bnb.bg; www.nsi.bg; www.minfin.government.bg и изчисления на автора

От 1998 г. индикаторът бележи непрекъснат възходящ ръст, което кореспондира и с позитивните изменения в реалния БВП. Като се изключи 1999 г., в която нарастването му е минимално, както и 2005 г., когато то е сравнително по-ускорено, през останалата част от периода съотношението на паричния агрегат М2 спрямо БВП се отличава с почти равномерна динамика. Същевременно реалното съвкупно производство се увеличава със своеобразни темпове, като през 2000 г. ръстът му е 2.3 пъти по-висок от този през предходната година, като през последните две години той започва да се забавя. От 2001 г. до 2004 г. реалният БВП също се повишава равномерно, като по този начин демонстрира известна аналогия с динамиката на анализирания измерител за дълбочина на банковото посредничество.

Според П. Деметриадис и К. Хюсеин³⁰ показателите за дълбочина на банковото посредничество, базирани на ликвидните пасиви и на паричния агрегат М2 (BD1 и BD4), са в пълно съответствие с подхода на финансово задълбочаване (financial deepening approach) на Е. Шоу³¹, а също така и с подхода на включване на парите (inside money approach) на Р. МакКинън³². Използването им в множество от съвременните анализи е продиктувано от разбирането, че по-високата степен на монетизация на икономиката е признак за по-развита финансова система. Те обаче влизат в явно противоречие с подхода на финансовото посредничество (financial interme-

³⁰ Виж Demetriades, P. and Hussein, K., Does Financial Development Cause Economic Growth? Time Series Evidence from 16 Countries, Journal of Development Economics, 1996, No.51, p. 387-411.

³¹ Виж Shaw, E., Financial Deepening in Economic Development, New York, Oxford University Press, 1973;

³² Виж McKinnon, R., Money and Capital in Economic Development, Washington, DC, Brookings Institution, 1973.

diation approach) на Дж. Гърли и Е. Шоу³³, тъй като динамиката им може да е в по-голяма степен резултат от промени в парите извън банките. В такъв случай финансовата система ще изпълнява предимно функция по осигуряване на ликвидност, която функция не е свързана с възприетата дефиниция на финансово развитие. В публикацията на Де Грегорио и П. Гуидоти³⁴ дори се допуска възможността по-високият ликвиден запас да е следствие от по-слабо финансово развитие, отличаващо се с отсъствие на алтернативни финансови активи, от една страна, и/или невъзможност за преобразуване на този запас в срочни депозити, от друга.

Посочените съображения са причина за въвеждане на още един измерител за дълбочина, който да не отразява функцията на банките по гарантирането на ликвидност. Той е конституиран по замисъла и идеите на П. Диметриадис, К. Хюсеин, Р. ЛаПорта, Ф. Лопес-ДеСиланес и А. Шлайфър³⁵, и е представен тук като отношение на *квазипарите към БВП* ($BD5 = QM / Y$). Ако се продължи принципа на движение от общото към частното в тази група, индикаторът се получава от предишния чрез намаляване на числителя с паричния агрегат M1, включващ парите извън банките и овърнайт депозитите. За да се оцени относителната значимост и вариациите във времето на свързаните с ликвидността и с финансовото развитие компоненти на M2, като съпътстващ показател се прилага и отношението на *квазипарите към M2* ($BD6 = QM / M2$). В смисъла на горните разсъждения колкото по-малко е последното съпътстващо съотношение, толкова по-логично е дълбочината на банковото финансово посредничество да се измерва именно посредством квазипарите.

През първия период делът на квазипарите в M2 стартира от 72.1%, нараства съответно до 82.3% и 83.3% през 1994 и 1995 г., като през 1996 г. отново се връща на 70%. От 1997 г. включително квазипарите се стабилизират средно на около половината от стойността на паричния агрегат M2, като другата половина е за паричния агрегат M1. Тази паритетност на двата структурни компонента на паричния агрегат M2 е признак за еднаква относителна значимост на посредническата функция и на функцията на банките по осигуряването на ликвидност. Самата динамика на показателя е твърде своеобразна, като дори през втория период той се колебае двупосочно, без да корелира тясно с развитието на реалния сектор.

През първия период индикаторът квази-пари към БВП има по-стръмен (по-динамичен) размах в сравнение със съотношението на квази-парите към M2, докато от 1998 до 2006 г. неговото поведение е значително по-консервативно (по-стабилно). До 1997 г. измененията на показателя демонстрират определена аналогия с промените на паричния агрегат M2 към БВП, въпреки че дискретните му стойности остават много по-ниски. От 1998 г. съотношението на квази-парите към БВП се увеличава трайно, като това нарастване е сравнително по-сдържано и също демонс-

³³ Виж Gurley, J. and Shaw, E., Financial Aspects of Economic Development, American Economic Review, 1955, No.45, p. 515-538.

³⁴ Виж De Gregorio and Guidotti, P., Financial Development and Economic Growth, World Development, 1995, No.23, p. 433-438.

³⁵ Виж Demetriades, P. and Hussein, K., Does Financial Development Cause Economic Growth? Time Series Evidence from 16 Countries, Journal of Development Economics, 1996, No.51, p. 387-411; La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F. and Shleifer, A., Government Ownership of Banks, Harvard Institute of Economic Research, Discussion Paper, 2000, No.1890, Harvard University, Cambridge, Mass., USA, 58 p.

трира сходни тенденции с динамиката на реалния БВП, но без да кореспондира тясно с промените в неговата стойност по години.

Третата подгрупа показатели за дълбочина на банковото посредничество се базира на вътрешния кредит. В този смисъл наред с показателите за дълбочина, основаващи се на общите и вътрешните банкови активи (BD2 и BD3), се използват и сравнително по-дезагрегираните съотношения на *вътрешния кредит към БВП* ($BD7 = DC / Y$), *към общите банкови активи* ($BD8 = DC / TA$), както и *към вътрешните банкови активи* ($BD9 = DC / DA$).³⁶ Идеята за последните показатели се базира на факта, че при тях е елиминирано влиянието на онези компоненти на общите и съответно на вътрешните банкови активи, които нямат пряко отношение към изпълнението на основните финансови функции на банковата система.

Тази трета подгрупа индикатори за дълбочина на банковото посредничество има своеобразни структурни характеристики, произтичащи от съдържанието на вътрешния кредит. След относително паритетно развитие и силна динамика през първия период, за втория период доминиращ относителен дял в него имат вземанията от неправителствения сектор, докато относителният дял на правителствения сектор гравитира средно около 10%. В рамките на самия неправителствен сектор приносът на вземанията от финансовите предприятия е символичен и възлиза на около 1%, а вземанията от нефинансовите предприятия и вземанията от домакинствата и НТООД обикновено са в съотношение две към едно.

В началото на 90-те години на XX век най-представителният от последната подгрупа показатели – *отношението на вътрешния кредит към БВП*, има нарастващи и високи стойности, които през 1993 и 1994 г. възлизат съответно на 104.7% и 106.7% (виж фигура 6 и таблица 2 в приложението). След това се наблюдава рязък спад, който продължава по-продължително в сравнение с повечето от предходните индикатори, като през 1999 г. показателят достига едва 15%. От 2001 г. той бележи нарастване, свързано с оживената кредитна активност, която, от една страна, е повлияна в определена степен от позитивното развитие на реалната икономика, а, от друга страна, генерира положителни импулси за нея. От 2006 г. тенденцията на нарастване се забавя и реализираните стойности са около 40%, което се дължи на предприетите от БНБ мерки за ограничаване на кредитната експанзия.

По този показател България все още изостава от развитите икономики, където неговите стойности гравитират около 50%. В този смисъл консервативната политика на БНБ по отношение на кредитирането трябва да се разбира като ориентирана в темпорален план. Тя не е насочена към репресиране на кредитирането, а по-скоро към успокояване на неговите темпове във времето и съответно към по-плавно достигане на оптималното съотношение между вътрешния кредит и размера на икономиката. При всички случаи обаче динамиката на този показател дава категорична

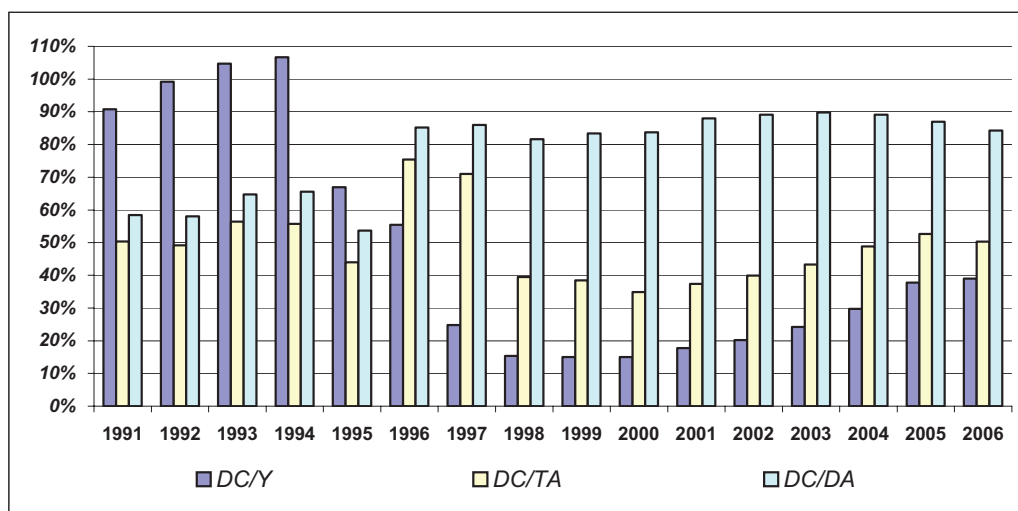
³⁶ Размерът на финансовото (в случая на банковото) посредничество може да се измерва и чрез нетрадиционни показатели, които остават извън обхвата на настоящото изследване – например относителния дял на работната сила спрямо икономиката като цяло или относителния дял на сектора в БВП. За повече подробности виж Graff, M. and Karmann, A., What Determines the Finance-Growth Nexus? An Endogenous Growth Model and Empirical Evidence, Swiss Institute for Business Cycle Research Working Paper, 2003, No.73, p. 10-11.

оценка за задълбочаване на банковото посредничество от началото на настоящия век, макар и при отсъствие на тясно съответствие между годишните темпове на неговото изменение и растежа на реалния БВП.

Делът на вътрешния кредит в общите активи на банковата система има твърде своеобразна динамика, видяна през призмата на съотношението между вътрешни и общи активи. Така от 1991 до 1995 г. показателят се задържа в границите на 45%-55%, докато през 1996 и 1997 г. равнището му е между 70%-75%. От 1998 до 2002 г. включително той е малко под 40% от активите на банковата система, като през първите три години неговата стойност се понижава. Поведението му тогава показва известно сходство с това на предишния показател, като измененията в тях са последица от консервативното поведение на банковата система спрямо реалната икономика на страната и наблюдавания тогава отлив на финансов ресурс в чужбина. Тази тенденция се обръща през последните четири-пет години, през които делът на вътрешния кредит в общите активи на банковата система се покачва и стабилизира на около 50%.

Фигура 6

Финансови показатели за дълбочина на банковото посредничество (3)



Източници: БНБ, Годишен отчет, 1990-2006; www.bnb.bg; www.nsi.bg; www.minfin.government.bg и изчисления на автора

Поведението на дела на вътрешния кредит към общите банкови активи отразява в себе си както измененията във вътрешния кредит, така и променливата роля на brutните и нетни чуждестранни активи, съответно за първия и втория период. Поради значимите изменения в тях обаче динамиката на показателя се възприема като илюстрираща повече структурни изменения, отколкото като показателна за дълбочината на банковото посредничество. Така например темпът на растеж на чуждестранните активи през първия период е средно около един и половина пъти годишно и като следствие стойностите на показателя нарастват също един и половина пъти. Обратно, от 1998 г. стойността на разглеждания индикатор намалява близо два пъ-

ти, като през последните години се отчита нарастване и стабилизиране на отношението на вътрешния кредит към общите активи на нива от около 50%, които са близки до стартовите от началото на 90-те години.

От направения в текущия подпараграф дескриптивен анализ на дълбочината на банковото посредничество в България може да се направи изводът, че по аналогия с реалния сектор, тя също демонстрира съществени специфики за периодите съответно преди и след въвеждането на паричния съвет. Особеното в случая е наблюдаваното сериозно разминаване между нива и тенденции вътре във всеки от двата периода и между тях, както и фактът, че едно и също равнище на дълбочина на банковото посредничество се съчетава с коренно различни състояния на реалната икономика. До 1997 г. размерът на банкирането, оценен чрез ликвидните пасиви, общите банкови активи и вътрешните банкови активи, е относително висок, но без стимулиращо въздействие върху съвкупното производство и с тенденция към рязък спад през последните години. През втория период този размер първоначално се задържа на достигнатите по-ниски нива, след което нараства устойчиво и дава индикации за позитивни взаимовръзки с динамиката на реалния БВП, макар и без наличие на подчертано силни съответствия по години. Сходно поведение имат и индикаторите, базирани на паричния агрегат М2, и квазипарите, при които обаче до 1997 г. има един ясно изразен цикъл, след което отношението на квазипарите към М2 запазва своята цикличност, а частното на М2 към БВП възстановява стойността си от началото на деветдесетте години на XX век. Подобна траектория като цяло има и съотношението на вътрешния кредит към БВП, чийто спад обаче продължава до началото на настоящия век, докато промените в останалите показатели, базирани на вътрешния кредит, са твърде своеобразни и отразяват различната относителна значимост във времето на чуждестранните активи.

Показателите за дълбочина на финансовото посредничество обаче съдържат в себе си редица ограничения. Основната част от тези ограничения са обосновани в разработките на Р. Левин, Р. Кинг, Т. Бек и Н. Лояза,³⁷ през призмата на функционалния подход към взаимовръзката между финансовото развитие и икономическия растеж. Те се свързват с факта, че тези показатели не отчитат ефективността на банковия сектор при ограничаване на асиметрията на информацията и намаляване на транзакционните разходи. Конкретните функции на банките, които остават извън полезрението при оценката на дълбочината на финансовото посредничество по този начин, са тези по управлението на риска и обработката на информацията. В прагматичен план измерителите за дълбочина търпят критика и по отношение невъзможността си да покажат кои банкови институции са отговорни за разпределението на кредитните ресурси и кои са основните адресати на тези ресурси. Преодоляването на последния недостатък изисква анализът на банковата система в следващите два подпараграфа да продължи чрез използването на други две групи показатели, които логично допълват първата група, разкривайки нови страни на банко-

³⁷ Виж King, R. and Levine, R., Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right, *Quarterly Journal of Economics*, 1993, Vol.108, No.3, p. 717-738; Beck, T., Levine, R. and Loayza, N., Financial Intermediation and Growth: Causality and Causes, Banco Central de Chile Documentos de Trabajo, 1999, No.56.

вото финансово посредничество, и за които априорно се предполага, че имат позитивна връзка с реалната икономика.

2.2. Измерения на банкирането на търговските банки и БНБ

Втората група банкови финансови измерители са показателите за централно и търговско банкиране (*Bank*), които имат за цел да оценят относителната значимост на финансовите услуги, оказвани от различните видове банкови институции. Тъй като единственото възможно разграничение в рамките на банковата система е на търговски банки и централна банка, тези индикатори се съсредоточават именно върху тяхната роля. Доколкото дават представа за размера на банковото финансово посредничество, показателите за централно и търговско банкиране демонстрират известна аналогия с тези за дълбочина, като спецификата им е, че се отнасят поотделно за търговските и за централната банка. Това на практика означава, че за приноса на различните елементи на банковата система се съди по стойностите и измененията на удвоен брой индикатори, които вече са 17, и са обособени в пет подгрупи (виж таблица 2 от приложението).

В действителност въвеждането на тази група измерители е израз повече на интерес към търговските банки, за които се допуска, че изпълняват по-ефективно функциите по разпределение на спестявания от обществото финансов ресурс в сравнение с централната банка. При формализирането на показателите за централно и търговско банкиране в настоящото изследване се стъпва върху оригиналните постановки на Р. Кинг и Р. Левин от 1993 година³⁸, както и върху някои техни последващи модификации, по-важни от които са срещаните при автори като С. Усаи, М. Ванини, Н. Лояза, Р. Ранчиере, П. Уочъл, Ф. Риоджа, Н. Валев, Т. Бек, А. Демиргуч-Кунт и други³⁹.

Според дедуктивната логика за представяне на показателите, *първата подгрупа показатели* за централно и търговско банкиране се изгражда на основата на общите активи (пасиви) на търговските банки и на централната банка. Основно място сред тях заема съотношението на *общите активи на търговските банки към общите банкови активи* ($B1 = CBTA / TA = CBTL / TL$). Като съпътстваща величина се пресмята и отношението на *общите активи на централната банка към общите банкови активи* ($B2 = BNBTA / TA = BNBTL / TL$).

Размерът на посредничеството на всеки от двата типа банкови институции се

³⁸ Виж King, R. and Levine, R., Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right, Quarterly Journal of Economics, 1993, Vol.108, No.3, p. 717-738; King, R. and Levine, R., Finance, Entrepreneurship, and Growth: Theory and Evidence, Journal of Monetary Economics, 1993, No.32, p. 513-542.

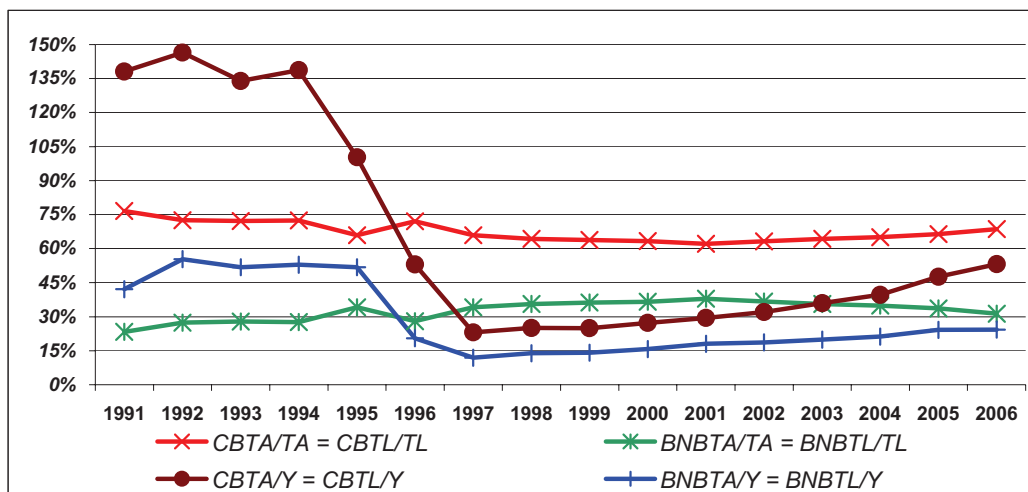
³⁹ Виж Usai, S. and Vannini, M., Financial Development and Economic Growth. Evidence from a Panel of Italian Regions, Università di Sassari e CRENoS, 1999; Loayza, N. and Ranciere, R., Financial Development, Financial Fragility, and Growth, Banco Central de Chile Documentos de Trabajo, 2002, No.145; Wachtel, P., How Much Do We Really Know about Growth and Finance?, Federal Reserve Bank of Atlanta Economic Review, First Quarter 2003, p. 33-47; Rioja, F. and Valev, N., Finance and the Sources of Growth at Various Stages of Economic Development, Economic Inquiry, 2004, No.42, p. 127-140; Beck, T., Levine, R. and Loayza, N., Financial Intermediation and Growth: Causality and Causes, Banco Central de Chile Documentos de Trabajo, 1999, No.56; и др.

съпоставя и с мащаба на икономиката посредством съотношенията на *общите активи на търговските банки към БВП* ($B3 = CBTA / Y = CBTL / Y$) и *общите активи на централната банка към БВП* ($B4 = BNBTA / Y = BNBTL / Y$). Отново – поради балансовото равенство на общите активи и пасивите съответно на търговските банки и на централната банка, последните два показателя имат двойко значение и са равни съответно на отношенията на пасивите на търговските банки към БВП и на пасивите на централната банка към БВП.

Динамиката на *отношението на активите (пасивите) на търговските банки към общите банкови активи* ясно очертава различията между двата периода – до и след въвеждането на системата на паричния съвет (виж фигура 7 и таблица 2 в приложението). Характерно за периода до средата на 1997 г. е, че показателят приема стойности от над 70%, гравитирайки повече към три четвърти от общите банкови пасиви. След въвеждането на принципите на паричен съвет той първоначално намалява, достигайки най-ниската си стойност от 62.1% през 2001 г., като през следващите години отбелязва нарастване с по 1.3 процентни пункта годишно. Така през 2006 г. индикаторът достига 68.7%, като увеличението му и съответната резултатна крайна стойност могат да се интерпретират като силно косвено доказателство за задълбочаване на връзките на търговските банки с реалния сектор.

Като друго доказателство за това се възприема динамиката на *отношението на активите (пасивите) на търговските банки към БВП*. През първата половина на деветдесетте години на миналия век показателят В3 има твърде високи стойности, като през 1992 г. той възлиза на 146.4%. Отбелязаният ръст е последван от рязък спад, като през 1997 г. индикаторът достига най-ниската си стойност за целия анализиран период – само 23.0%. През следващите десет години отношението на активите (пасивите) на търговските банки към БВП отбелязва закономерно и плавно покачване, в резултат на което през 2006 г. то вече е 53.1%. Очертаната позитивна динамика дава индикация за постепенно закономерно покачване на съгласуваността и взаимодействието между търговските банки и реалния сектор.

Фигура 7
Финансови показатели за централно и търговско банкиране (1)



Източници: БНБ, Годишен отчет, 1990-2006; www.bnb.bg; www.nsi.bg; www.minfin.government.bg и изчисления на автора

Поведението на съответните показатели за банкиране от страна на централната банка е огледално на поведението на разглежданите вече аналогични показатели за търговските банки. През първите години на прехода *съотношението между активите (пасивите) на БНБ и общите банкови активи (пасиви)* се движи основно в коридора 27%-28%, в каквито граници остава и през 1996 г. Единствените му две по-сериозни отклонения в посока към увеличение са регистрирани през 1995 г. и 1997 г., през които той достига 34.1%. От началото на следващия период се наблюдава плавно покачване, което продължава до 2001 г., когато индикаторът достига върховата си стойност от 37.9%. След 2001 г. е отчетено плавно намаление, резултиращо в стойност на показателя от 31.3% през 2006 г. Предвид на изведената по-горе динамика може да се предположи, че през следващите години стойностите на индикатора ще гративират около 30%. В структурно отношение е важно да се отчете фактът, че ключова роля в това поведение имат нетните чуждестранни активи на БНБ. Съобразно правилата на паричния съвет още към м. септември 1997 г. вътрешните активи на БНБ се изравняват с нетните ѝ чуждестранни активи, като тенденцията е към превес на нетните чуждестранни активи. От м. март 2003 г. тази тенденция се превръща в закономерност.

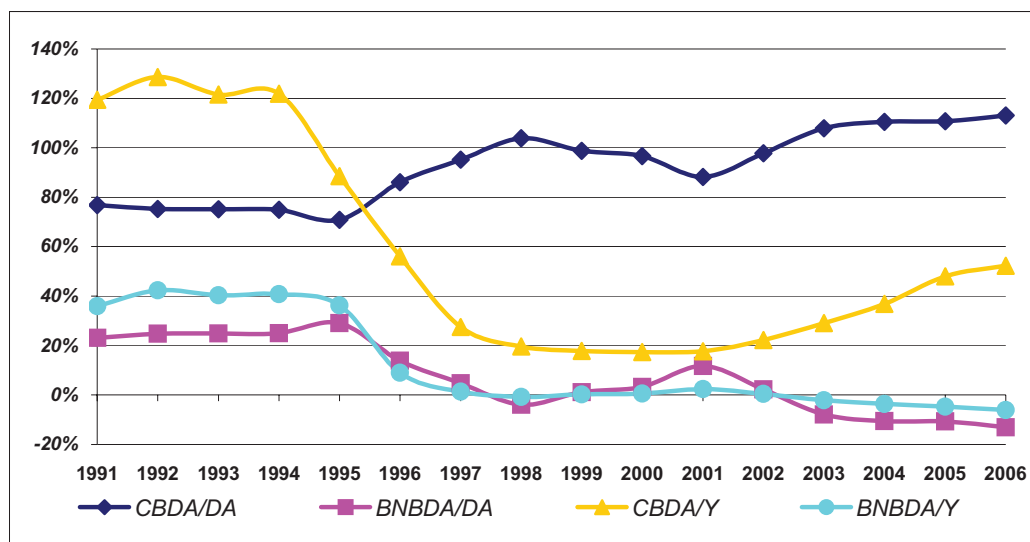
Динамиката на последния показател за банкиране от разглежданата подгрупа също демонстрира отчетливо проявени своеобразия във времеви план. *Отношението на активите (пасивите) на централната банка спрямо БВП* през първата половина на деветдесетте години на XX век е стабилно над 50%, т.е. активите (пасивите) на БНБ по стойност са над половината от съответстващите им по години стойности на БВП. В кризисните 1996-1997 г. се получава рязък срив в стойностите на показателя, като през 1997 г. той е на най-ниското си равнище от 11.9%. В последващите години – в условията на действие на паричния съвет,

отношението между активите (пасивите) на централната банка и БВП се повишава постепенно и трайно, за да възлезе през 2006 г. почти на една четвърт от стойността на БВП – 24.3%.

Като се изхожда от разбирането, че финансовото развитие в националната икономика има по-пряко отношение не само и не толкова към общите банкови активи, а повече към техния вътрешен компонент, се конструират аналогични показатели на база на вътрешните активи. Така *втората подгрупа показатели* за централно и търговско банкиране се формира от съотношенията *вътрешни активи на търговските банки съответно към вътрешни банкови активи и към БВП* ($B5 = CBDA / DA$ и $B7 = CBDA / Y$), а също така и *вътрешни активи на централната банка съответно към вътрешни банкови активи и БВП* ($B6 = BNBD A / DA$ и $B8 = BNBD A / Y$). Самите вътрешни активи на търговските банки и на централната банка се получават като разлики между активите и нетните чуждестранни активи в техните аналитични отчетности.

Съотношението на *вътрешните активи на търговските банки към вътрешните банкови активи* през първата половина на деветдесетте години на миналия век гравитира около три четвърти (виж фигура 8 и таблица 2 в приложението). От 1995 г. показателят започва рязко да се повишава, което продължава и през следващия период. Като последица от тези положителни промени, от 1997 до 2002 г. той се колебае на равнище около 100%, т.е. вътрешните активи на търговските банки са приблизително равни на вътрешните активи на банковата система. От 2003 до 2006 г. стойностите на индикатора отново нарастват с около 10%, като през 2006 г. неговата величина достига рекордните за целия период 113.0%. Изведената собствена динамика на показателя може да се приеме за добър атестат за изпълнението на функциите на търговските банки или за тяхното банкиране в условията на паричен съвет. Тази оценка става още по-значима на фона на структурирането на вътрешните активи на търговските банки през последните години. Най-общо казано, структурата на вътрешните активи е следната: резервите на търговските банки в БНБ са около 13%, вземанията им от сектор държавно управление са около 7%, като останалите четири пети представляват вземания от неправителствения сектор.

Фигура 8
Финансови показатели за централно и търговско банкиране (2)



Източници: БНБ, Годишен отчет, 1990-2006; www.bnb.bg; www.nsi.bg; www.minfin.government.bg и изчисления на автора

Поведението на показателя, получен като отношение между вътрешните активи на БНБ и вътрешните активи на банковата система, е противоположно (огледално) на предходния индикатор. Във времевия интервал 1991-1995 г. той приема стойности около една четвърт, след което спада рязко и от 1997 до 2002 г. започва да клони към нула. Това означава, че вътрешните активи на БНБ клонят към нула, което, по друг начин казано, отразява коментирания вече факт, че от 1997 г. общите активи на БНБ са равни на нетните ѝ чуждестранни активи във връзка с изпълнение на принципите на паричния съвет. От 2003 до 2006 г. стойностите на показателя спадат още повече (средно около 10%), което показва, че от второто тримесечие на 1997 г. и досега тенденцията за превишение на нетните чуждестранни активи на централната банка над общите ѝ активи се превръща в абсолютна закономерност. Това последно развитие е показателно за успешното изпълнение на правилата на паричния съвет от страна на централната банка, дори нещо повече – по този начин тя създава резерви (буфери) срещу очаквани шокове, включително и от приемането на еврото и свързаното с него излизане от системата на паричен съвет.

На разгледаните по-горе два относителни показателя съответстват и два абсолютни, които съпоставят вътрешните активи съответно на търговските банки и на централната банка към размера на реалния сектор, измерен с БВП. През първата половина на деветдесетте години на миналия век първият от тези абсолютни показатели демонстрира необичайни – в икономически смисъл високи, стойности от около 120%, което означава стойностно превишение на вътрешните активи на търговските банки над БВП с около една пета. Това може да се интерпретира като свидетелство за неефективност на търговските банки при

изпълнението на основните им функции и за отсъствие на рационалност във взаимоотношенията им с непреструктурираната и нереформирана реална икономика. По тази причина от 1995 г. стойностите на индикатора започват да намаляват силно като предвестник на икономическата криза.

Процесът на спад продължава до 2000 г., когато е регистрирана и най-ниската стойност на показателя – 17.3%. Описаното развитие в известен смисъл дава основание на съществуващите по това време критики, че прилагането на системата на паричен съвет осигурява само финансова стабилност. Практиката показва обаче, че вероятно тези три-четири години от началото на прилагането на новия паричен режим са били необходими, за да може финансовата и в частност банковата система в новите условия да се настроят към реалния сектор. От началото на настоящия век делът на вътрешните активи на търговските банки в БВП нараства непрекъснато, и то с ускорени темпове, за да достигне през 2006 г. стойност от 52.2%, т.е. в стойностно изражение вътрешните активи на търговските банки вече са повече от половината от БВП. За следващите години се очаква стойността на този показател на продължи да расте, но със сравнително по-умерени и дори със забавени темпове. Неговата динамика показва едно по-рационално и все по-ефективно банкиране към реалния сектор, понякога дори с по-експанзивни от очакваните темпове.

През периода 1991-1995 г. съотношението на *вътрешните активи на БНБ спрямо БВП* е около 40%. След рязкото понижението през кризисните години (1996-97), той остава да клони към нула в дългосрочен времеви хоризонт, а от 2003 г. и досега поддържа нарастващи отрицателни стойности, достигащи до -6.0% през 2006 г. Горната динамика може да се приеме като най-обобщено доказателство за перманентното и стриктно спазване от страна на централната банка на прилагането на правилата на системата на паричния съвет, осигуряващи основата на финансовата и банковата стабилност – условията, в които оперират търговските банки и осъществяват функциите си към реалния сектор.

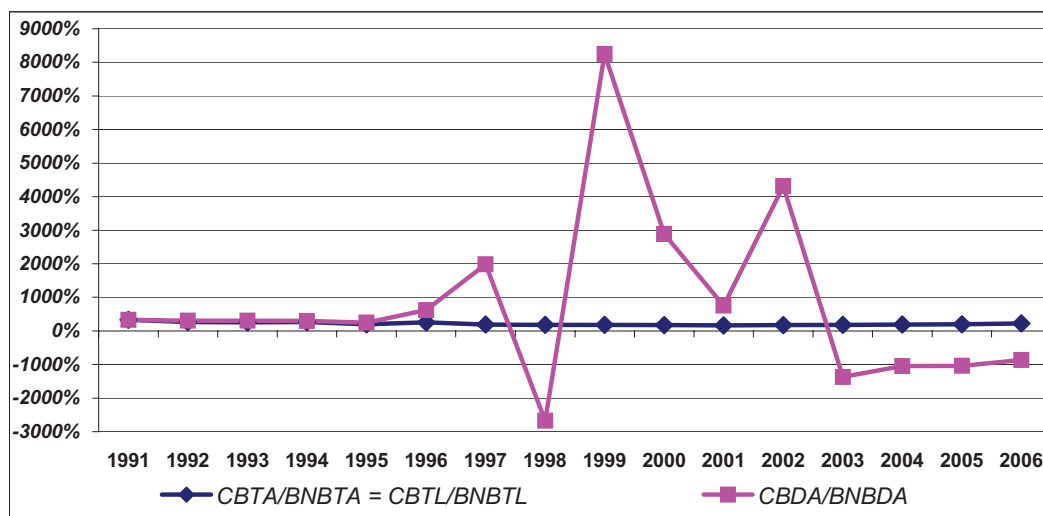
Третата подгрупа показатели за централно и търговско банкиране съдържа два относителни показателя. Първият от тях, който представлява *отношение на активите (пасивите) на търговските банки към активите (пасивите) на централната банка* ($B9 = CBTA / BNBT A = CBTL / BNBT L$), всъщност може да бъде отнесен също така и към разгледаната вече първа подгрупа показатели за централно и търговско банкиране. Вторият показател се формира като отношение на *вътрешните активи на търговските банки към вътрешните активи на БНБ* ($B10 = CBDA / BNBD A$), като по логиката на неговото дефиниране той може да бъде причислен към анализираната по-горе втора подгрупа показатели за централно и търговско банкиране. Основание за тяхното обособяване в самостоятелна подгрупа дава единствено специфичният емпиричен диапазон на заеманите от тях стойности (виж фигура 9 и таблица 2 от приложението).

Поведението на *първия показател* в двата основни периода на анализ – до и след въвеждането на системата на паричен съвет, показва относителна стабилност. За времеви интервал 1991 - 1996 г. превишението на общите активи (пасиви) на търговските банки над общите активи (пасиви) на БНБ е средно около два и

половина пъти. След това от 1997 г. до 2001 г. се наблюдава тенденция към спад (през 2001 г. е отбелязана най-ниската стойност за целия период от 163.6%), последвана от 2001 до 2006 г. от тенденция към нарастване, като през последната година стойността на този показател достига 219.1%. Средно за целия период на функциониране на паричния съвет превишението на активите (пасивите) на търговските банки над тези на централната банка е около два пъти.

Фигура 9

Финансови показатели за централно и търговско банкиране (3)



Източници: БНБ, Годишен отчет, 1990-2006; www.bnb.bg; www.nsi.bg; www.minfin.government.bg и изчисления на автора

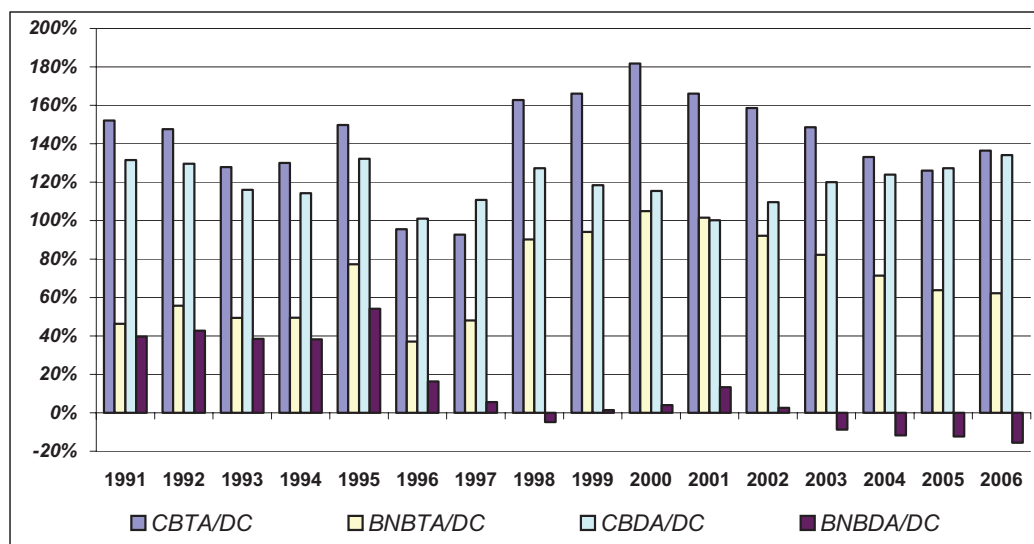
Значително по-своеобразна е динамиката на *втория относителен показател*. До средата на 1997 г. неговите стойности са нормални, като превишението на вътрешните активи на търговските банки над вътрешните активи на БНБ е около три пъти. В условията на действие на паричния съвет обаче, когато неговият знаменател – вътрешните активи на централната банка – започва да клони към нула и да приема отрицателни стойности, поведението на индикатора става екстремно. Това обяснява неговите големи амплитуди в интервала 1997-2003 г., а също така и относителното му стабилизиране на равнища около минус 1000% при превръщането на вътрешните активи на БНБ в силно отрицателни. Последната зависимост е в сила за времето от 2003 до 2006 г., когато нетните чуждестранни активи на БНБ превишават значително общите ѝ активи.

Четвъртата подгрупа относителни показатели съпоставят различните форми на активи на търговските банки и БНБ към вътрешния кредит. Те изразяват *съотношенията на общите активи (пасиви) на търговските банки и съответно на БНБ към вътрешния кредит* ($B11 = CBTA / DC$ и $B12 = BNBTA / DC$), а също така и *отношенията на вътрешните активи на търговските банки и съответно на централната банка към вътрешния кредит* ($B13 = CBDA / DC$ и $B14 = BNBDA / DC$).

Първият показател за търговско банкиране стартира с високи нива от порядъка на 150% в началото на периода (1991-1992 г.), като след лек спад от около 20 процентни пункта през следващите две години, през 1995 г. отново възстановява предходното си равнище от 150% (виж фигура 10 и таблица 2 в приложението). Кризисните 1996 и 1997 г. са единствените, през които стойностите му се задържат под 100%. Още през следващата 1998 г. отношението между активите (пасивите) на търговските банки и вътрешния кредит вече е 162.8%, като то продължава да расте до 2000 г., когато стойността му е 181.7%. От началото на новия век този показател спада плавно до 126.0% през 2005 г., за да се покачи отново до 136.4% през 2006 г. Тъй като индикаторът е нормиран по вътрешния кредит, неговото намаление означава, че вътрешният кредит нараства по-бързо от активите (пасивите) на търговските банки, което може да се възприеме като добър атестат за тяхното банкиране през този период.

Фигура 10

Финансови показатели за централно и търговско банкиране (4)



Източници: БНБ, Годишен отчет, 1990-2006; www.bnb.bg; www.nsi.bg; www.minfin.government.bg и изчисления на автора

Аналогичният индикатор за централно банкиране се държи относително стабилно в периода до въвеждането на паричен съвет, като с изключение на вариацията му с около 20 процентни пункта през 1995-1996 г., той е средно на нива от 50%, или казано по друг начин, активите (пасивите) на БНБ “покриват” половината от стойностния размер на вътрешния кредит. След въвеждането на паричния съвет стойностите му нарастват и дори надхвърлят 1 през 2000 г. (104.9%) и 2001 г. (101.6%), което е последвано от плавно и затихващо спадане до равнище от 62.3% през 2006 г.

Отношението между вътрешните активи на търговските банки и вътрешния кредит има изключително динамично и противоречиво поведение, отразяващо

едновременно промените и в двете величини. От 1991 г. показателят бележи намаляване, последвано през 1995 г. от пик от 132.2%, като през 1996 г. той отново се срива до 101.0%, за да достигне през 1998 г. ниво от 127.3%. Тази му динамика е последвана от тригодишен спад и през 2001 г. стойността му е най-ниска за целия анализиран период – 100.3%. Впоследствие се наблюдава непрекъснато нарастване на индикатора, резултиращо в достигане на стойност от 134.1% през 2006 г. Така описаната траектория на показателя през последните години дава косвена индикация за сравнително по-добро изпълнение във времето на основните функции на търговските банки спрямо реалния сектор, тъй като при сравнение на динамиката му с тази на предходния показател, разликата идва само от ролята на нетните чуждестранни активи на търговските банки. От 2001 г. и досега тези нетни чуждестранни активи намаляват като относителен дял, като твърде често по месеци те имат и отрицателни стойности, което означава, че дейността на търговските банки е ориентирана основно към финансиране на националната икономика. Именно по тази причина позитивната динамика на анализирания показател се възприема и като положителен атестат за търговско банкиране. При сравнение с показателя B5 разликата е в знаменателите, като тя отразява факта, че вътрешният кредит представлява основната част от вътрешните активи на банковата система и формира 90 и повече процента от тяхната стойност.

Последният показател от тази подгрупа има относително стабилно поведение през първата половина на миналия век със средна стойност, гравитираща около 40%, като след въвеждането на паричния съвет по логиката на дефинирането си в дългосрочен времеви хоризонт този показател трябва да клони към нула.

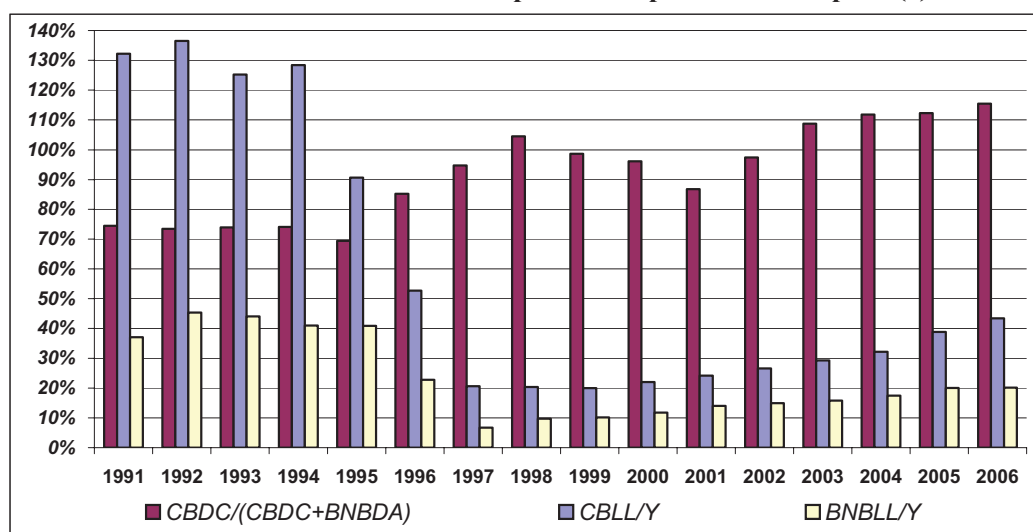
На още по-дезагрегирано ниво се формулира още един показател за централно и търговско банкиране, който представлява частно на *вътрешния кредит на търговските банки и сумата от същия кредит и вътрешните активи на централната банка* ($B15 = CBDC / (CBDC + BNBD A)$). Този показател, заедно със следващите два, образува последната *пета подгрупа показатели* за централно и търговско банкиране. Вътрешният кредит на търговските банки се формира като разлика между вътрешните им активи и дълготрайните им активи и други позиции (нето) или, което е същото – като сума от вземанията на търговските банки от правителствения и неправителствения сектор.

Наред с горното съотношение, като измерители на централното и търговското банкиране от настоящата група се въвеждат и следните два индикатора, базирани на пасивите – *отношението на ликвидните пасиви на търговските банки към БВП* ($B16 = CBLL / Y$) и *отношението на ликвидните пасиви на централната банка към БВП* ($B17 = BNBL L / Y$), получени при декомпозирането на съотношението на общите ликвидни пасиви към БВП ($BD1 = TLL / Y$), използвано като показател за дълбочина.

Първият показател показва ясно различното отношение и роля на БНБ в процеса на кредитиране от страна на търговските банки без и със паричен съвет (вж. (виж фигура 11 и таблица 2 в приложението). През периода 1991-1996 г. средните стойности на този показател са около три четвърти, т.е. вътрешните активи на БНБ са някъде около една трета от кредита, отпускан от търговските

банки. От въвеждането на системата на паричен съвет до 2002 г., включително, индикаторът гравитира около единица, което означава, че вътрешните активи на централната банка вече нямат почти никакво значение към този процес, за сметка на нарастване на влиянието, което имат нетните чуждестранни активи. Затова и нарастването му от 2003 г. и досега е израз на превишението на нетните чуждестранните активи над общите активи (пасиви) на БНБ, което е друг израз на отрицателните стойности на вътрешните активи на централната банка през този период.

Фигура 11
Финансови показатели за централно и търговско банкиране (5)



Източници: БНБ, Годишен отчет, 1990-2006; www.bnb.bg; www.nsi.bg; www.minfin.government.bg и изчисления на автора

През първата половина на деветдесетте години на миналия век стойностите на ликвидните пасиви на търговските банки към БВП са много високи, като превишават с една трета до една четвърт съответстващите им стойности на БВП. С прилагането на правилата на паричния съвет те спадат рязко и до края на миналия век са около 20%, което означава, че ликвидните пасиви на търговските банки са само около една пета от БВП. От 2000 г. този абсолютен показател за търговско банкиране започва да нараства, при което стойността му се увеличава повече от два пъти и през 2006 г. възлиза на 43.4%. Очакванията са неговото нарастване да продължи, най-вероятно със забавени темпове, и стойностите му да гравитират около и над 50%.

Последният показател за централно банкиране от тази подгрупа в известен смисъл има сходна траектория на поведение с предходния индикатор, но при различни нива. За периода 1991-1995 г. той приема средни стойности малко над 40%, което означава, че ликвидните пасиви на БНБ са между две пети и една втора от съответстващия им по години БВП. В първите няколко години след въвеждането на паричния съвет показателят спада средно на около 10%, като от началото на новия

век той започва плавно да нараства, за да достигне 20% през 2005 и 2006 г. Ако се сравнят стойностите на разгледаните два абсолютни показателя за централно и търговско банкиране, прави впечатление, че като цяло тяхното съотношение е около 3:1 за периода до въвеждането на паричен съвет, и около 2:1 – за целия период след това. Последното съотношение е по-адекватно на макроикономическата среда и показва по-добро балансиране на разпределението на ликвидните пасиви в банковата система като цяло.

На базата на осъществения в настоящия подпараграф емпиричен анализ се стига до извода, че промените в относителната значимост на банкирането на търговските банки и на централната банка през двата обособени периода също са твърде своеобразни. Една част от използваните индикатори демонстрират поведение, аналогично на показателите за дълбочина на банковото посредничество, докато стойностите и динамиката на друга част от тях за периода след средата на 1997 г. са предопределени от свързаното с паричния съвет превишение на нетните чуждестранни активи на БНБ над общите ѝ активи. През първия период съотношенията на активите на търговските банки и на централната банка, както и на техните ликвидни пасиви спрямо БВП, са сравнително високи, но намаляващи през последните години, докато при паричния съвет тенденцията е към постоянно нарастване, но от много ниска изходна база. Превесът в стойности и динамика на показателите за търговско банкиране спрямо тези за централно банкиране, съчетан с наблюдаваното от 2002 г. нарастване на приноса на търговските банки в общите банкови активи, може да се възприеме като признак за подобряващо се взаимодействие между търговските банки и реалния сектор през последните години. За него може да се съди още и по собственото поведение на вътрешните активи на търговските банки, както и по динамиката на съотношението им спрямо БВП и спрямо вътрешните банкови активи. Що се отнася до отношението на активите на търговските банки към тези на БНБ, то запазва относителна стабилност, докато съотношението на вътрешните им активи показва резки амплитуди и достига екстремални стойности. За целия период аналогичните отношения на общите и на вътрешните активи на търговските банки към вътрешния кредит се променят в различни посоки, като след 2001 г. стойностите им разкриват ориентацията главно към финансиране на националната икономика.

Многобройните спецификации на показателите за централно и търговско банкиране, свързани със стремежа към пълнота и прецизност на анализа, показват някои съществени слабости. Най-важният им недостатък произтича от невъзможността им да измерват ефективността и активността на различните банкови институции. Конкретна слабост на тази група показатели е, че те не са директен измерител на банковите услуги в качествено и в количествено отношение. Като друг недостатък могат да се изтъкнат отразените във всички варианти на показателите за централно и търговско банкиране взаимоотношения между банките и правителството. Ако тези взаимоотношения се изразяват в зависимост на банките от правителството и относително висок дял на кредита за правителствения сектор, използваните показатели биха давали неточна представа за финансовото посредничество като изпълняващо основните финансови функции. Тогава пресмятаната чрез показателите за

централно и търговско банкиране относителна значимост на търговските банки и централната банка ще се влияе чувствително от това как поведението на правителството рефлектира върху техните активи, а няма да отразява автономните им решения по разпределение на кредита.

2.3. Динамика на банкирането към неправителствения сектор

Очертаните слабости на показателите за банкиране предопределят необходимостта от въвеждане на *третата група* банкови показатели – за банкиране към частния сектор (*Privy+Private*), които отчитат разпределението и насочването на спестявания финансов ресурс в посока към неправителствения сектор. За разлика от предходните две групи показатели, които се съсредоточават само върху мащаба на банковите финансови посредници, тази група показатели дава представа за активността на посредниците при реализиране на една от главните им функции – насочване на спестяванията към частните инвеститори. Изведената специфика превръща показателите за банкиране към частния сектор в предпочитани измерители на развитието на банковата система и в съставни компоненти на показателите за развитието на финансовата система като цяло. В това си качество те са използвани основно в анализите на следните автори⁴⁰: Т. Бек, А. Демиргуч-Кунт, Р. Левин, Р. Кинг, Н. Лояза, С. Зервос, П. Деметриадес, К. Хюсеин, Де Грегорио, П. Гуидоти, и други.

Оригиналните разновидности при тази група показатели се отнасят до кредита, отпускан на частния сектор. Във връзка с обосноваването на тяхното използване, традиционно се възприемат две взаимосвързани базисни допускания. Според първото допускане частният сектор е в състояние да използва предоставяните му финансови ресурси по-ефективно в сравнение с държавния сектор. Според второто допускане банкова система, която насочва повече кредити към частния сектор, е по-ангажирана при изпълнение на основните финансови функции, отколкото банкова система, насочваща кредита към правителството и държавните предприятия. В настоящото изследване подразделянето на секторите на частен и държавен се замества с класифицирането им съответно като правителствен и неправителствен, каквато е действащата практика в българската парична статистика. В съдържателно отношение разминаването с теоретичния подход идва от практическото причисляване и отнасяне на държавните предприятия към неправителствения сектор и последващата невъзможност вземанията от тях да се отделят от вземанията от частните предприятия.

Тази трета основна група банкови показатели доразвива дедуктивната логика на

⁴⁰ Виж публикациите от бележки 24, 31 и 32, и още Levine, R., The Legal Environment, Banks, and Long-Run Economic Growth, *Journal of Money, Credit, and Banking*, 1998, No.30, p. 596-613; Levine, R. and Zervos, S., Stock Markets, Banks, and Economic Growth, *American Economic Review*, 1998, No.88, p. 537-558; Levine, R., Loayza, N. and Beck, T., Financial Intermediation and Growth: Causality and Causes, *Journal of Monetary Economics*, 2000, No.46(1), p. 31-77; Beck, T., Demirguc-Kunt, A. and Levine, R., The Financial Structure Database, in Demirguc-Kunt, A. and Levine, R., (eds.), *Financial Structure and Economic Growth: A Cross-Country Comparison of Banks, Markets, and Development*, The MIT Press, 2001, p. 17-80;

дескриптивния анализ, извършен посредством първата и втората група показатели, като измерва банкирането към частния сектор или по-точно, според настоящата методология – банкирането към неправителствения сектор. Тя съдържа шест показателя, разделени в две подгрупи (виж таблица 2 в приложението). При всички тях има експликация на отношение на кредита (вземанията) от неправителствения сектор към подходящо подбрани независими променливи.

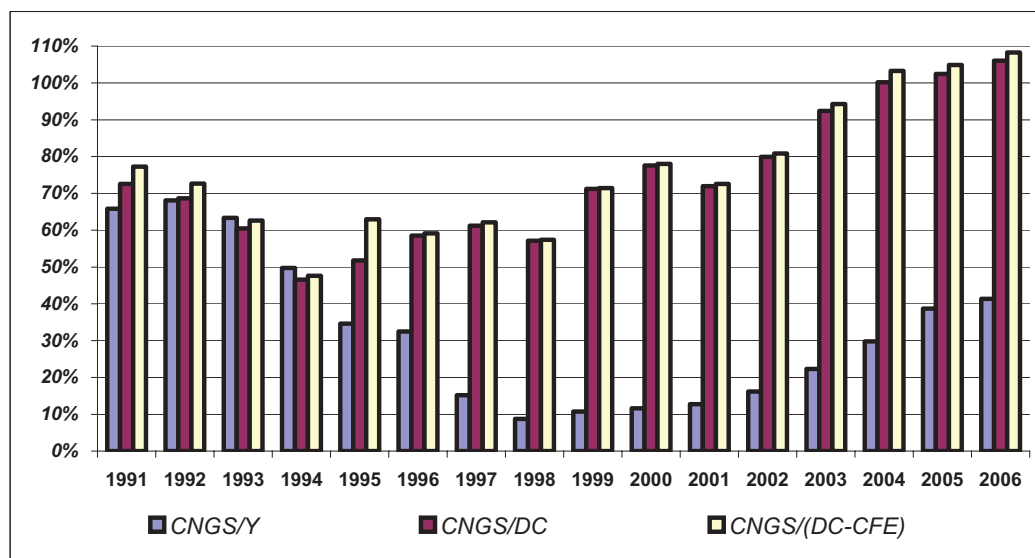
Показателите от *първата подгрупа* се пресмятат въз основа на данни от паричния отчет. При тях кредитът за неправителствения сектор за периода до м. юни 1997 г., за който тук се прилагат данни по методологията на МВФ, се формира като сума от вземанията от нефинансови държавни предприятия и вземанията от частния сектор. За периода на функциониране на паричния съвет, за който се използват данни по текущата методология на БНБ, кредитът за неправителствения сектор представлява сума от вземанията от нефинансовите предприятия, вземанията от финансовите предприятия и вземанията от домакинствата и НТООД.

Най-обобщаващият от първата подгрупа показатели за банкиране към частния сектор (Privy) измерва активността на банковото финансово посредничество спрямо размера на икономиката и се пресмята чрез съотношението на *кредита за неправителствения сектор към БВП* ($P1 = CNGS / Y$). При другия показател (Private) кредитът за неправителствения сектор се съпоставя с вътрешния кредит. Според използваната разновидност на вътрешния кредит, тук се съставят два варианта на този показател Privy-Private. В първия и по-агрегиран вариант *кредитът за неправителствения сектор се отнася към общия вътрешен кредит* ($P2 = CNGS / DC$), представляващ сбор от вземанията от правителствения сектор и вземанията от неправителствения сектор. Вторият вариант на показателя Privy-Private се изчислява като съотношение на *кредита за неправителствения сектор към общия вътрешен кредит, като последният се намалява с вземанията от финансови предприятия* ($P3 = CNGS / (DC - CFE)$). Както и всички останали показатели, въведени досега, последните два варианта се пресмятат от паричната статистика и по-точно от подробния паричен отчет на банковата система.

Динамиката на *първия показател* показва два ясно разграничени периода – период на намаление от 1991 до 1998 г. и последвал го период на нарастване – от 1998 до 2006 г. (виж фигура 12 и таблица 2 в приложението). Спадът на този показател започва от сравнително високи стойности в началото на деветдесетте години и е много стръмен, за да достигне след кризата до «дъното» от едва 8.8% през 1998 г. След това нарастването му протича с ускорени темпове, които през последните години се забавят, но в крайна сметка през 2006 г. индикаторът достига стойност от 41.3%. Очакванията са неговото нарастване да продължи и през следващите години, но със сравнително по-плавни темпове. Стабилната закономерност на нарастване на отношението на вземанията от неправителствения сектор към БВП е надежден показател за задълбочаващо се банкиране както към него като цяло, така и в частност към частния сектор.

Фигура 12

Финансови показатели за банкиране към неправителствения сектор (1)



Източници: БНБ, Годишен отчет, 1990-2006; www.bnb.bg; www.nsi.bg; www.minfin.government.bg и изчисления на автора

Естествено е динамиката на *втория показател* да е същата, както на току-що анализирания индикатор, но със значително по-високи стойности. При него спадът започва през 1991 г. от по-високи стойности, но е значително по-плавен и се проявява повече като тенденция, защото най-ниската му стойност за целия анализиран период е 57.2% и е отчетена през 1998 г. Може би за сметка на това последващото му нарастване е много по-ускорено от това на предходния индикатор. Като резултат стойността на този показател през 2004 г. надхвърля единица – 100.2%, което означава, че вземанията от неправителствения сектор са по-големи от стойността на вътрешния кредит. Самият вътрешен кредит се образува от сумата на вземанията от неправителствения сектор и вземанията от сектор държавно управление, като последните бележат непрекъснат спад след 1998 г., а от 2004 г. приемат отрицателни стойности, които продължават да нарастват. Именно тези структурни изменения във вътрешния кредит обясняват динамиката на разглеждания показател и по-конкретно неговите нарастващи и по-големи от единица стойности в последните години: 102.5% за 2005 г. и 106.1% за 2006 година.

Демонстрираната по-горе динамика е показателна за нарастващо банкиране към частния сектор, защото вземанията от неправителствения сектор се подразделят на вземания от нефинансови предприятия, от финансови предприятия и от домакинствата и обслужващите ги нетърговски организации (НТООД). С помощта на следващия показател се изяснява проблемът с размера на вземанията от финансовите предприятия. Що се отнася до проблема за коректността на включването в показателя на вземанията от домакинствата и НТООД, той остава отворен. Относителният дял на тези вземания до въвеждането на паричния съвет е символичен – под 1%, но

веднага след това той се увеличава рязко. Още през 1998 г. този дял се покачва на 20%, след което той отбелязва непрекъснато и плавно нарастване, за да достигне през последните години близо 40%. Като се има предвид, че значителна част от кредитите на домакинствата са ипотечни, т.е. от гледна точка на реалната икономика това са инвестиционни кредити, няма достатъчно основания те да бъдат отделени от общите вземания. Ако все пак се допусне отделяне на потребителските кредити за домакинствата, стойността на показателя P2 би спаднала (за последните четири-пет години) малко под 100%, което не би променило оценките за неговата значимост и познавателна същност.

Последният показател от тази първа подгрупа представлява “фина настройка” на предишния показател при отчитане (изключване) на ролята и значението на вземанията от финансовите предприятия. За целия анализиран период относителният дял на тези вземания в общите вземания от неправителствения сектор е пренебрежимо малък и гравитира около 2%, като за времето от 1998 до 2001 г. той е дори под 1%. В този смисъл динамиката на показателя P3 следва плътно тази на P2, но с малко по-високи стойности (поради лекото редуциране на знаменателя), и носи същия, но малко по-прецизиран познавателен заряд.

Втората подгрупа показатели за банкиране към частния сектор се отнася само за търговските банки и има за информационна основа съответната им аналитичната отчетност. Първият от тези показатели е *отпуснатият от търговските банки кредит за неправителствения сектор към общите им активи* ($P4 = CBCNGS / CBTA$). Следващият показател е на по-дезагрегирано ниво и представлява съотношение на *вземанията на търговските банки от неправителствения сектор към вътрешните им активи* ($P5 = CBCNGS / CBDA$). При последният от тази подгрупа показатели *кредитът на търговските банки за неправителствения сектор се отнася към сумата от вземанията им както от неправителствения, така и от правителствения сектор* ($P6 = CBCNGS / (CBCNGS + CBCGG) = CBCNGS / CBDC$), т.е. в този случай отношението е между отпуснатия от търговските банки кредит за неправителствения сектор и общия им вътрешен кредит⁴¹.

Стойностите на *показателя P4* в началото на деветдесетте години на миналия век са на нива между 45% и 50%, за периода 1994-95 г. те спадат на равнище 35%, а през кризисните 1996 и 1997 г. се покачват близо два пъти, за да достигнат съответно 61.2% и 66.0% (виж фигура 13 и последната (втора) част на таблица 2_В от приложение 1). Разбира се това покачване не може да се приеме като позитивна характеристика за банкирането на търговските банки към частния сектор, защото в неговата основа стои не разширяването на кредитната база, а рязкото свиване на

⁴¹ В отделни изследвания показатели, конструирани по смисъла на показатели за банкиране към частния сектор Privy и Private, се срещат под различни наименования. Така например вместо Privy McKinnon, R. (1973); Shaw, E. (1973) и други използват “норма на финансово посредничество” (Financial Intermediation Ratio), Beck, T., Levine R. and Loayza, N. (2000); Levine, R., Loayza, N. and Beck, T. (2000); Beck, T., Luintberg, M. and Majnioni G. (2001); Rioja, F. and Valev, N. (2004); Beck, T., Demirguc-Kunt, A. and Levine, R. (2004); Fink, G., Haiss, P. and Vuksic, G. (2004); Kumbhakar, S. and Mavrotas, G. (2005) и други - Частен кредит (PRIVATE CREDIT), Levine, R. and Zervos, S. (1998) и други - Банков кредит (BANK CREDIT), De Gregorio, J. and Guidotti, P. (1995); Oks, A. (2001); Koivu, T. (2002); Neimke, M., (2003) и други - Кредит (CREDIT) и т.н.

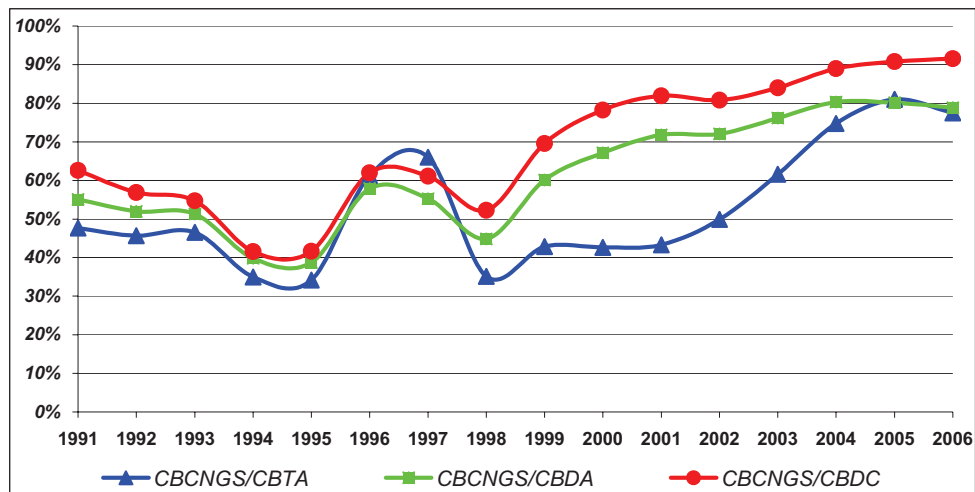
общите активи (пасиви) на търговските банки. През 1998 г. показателят отново е на равнище 35%, или толкова, колкото е и през 1994-95 г. След това в условията на паричния съвет започва неговото стабилно и ускорено нарастване, което продължава до 2005 г., когато той достига, а впоследствие и запазва ниво от около 80%.

Естествено е динамиката на *показателя P5* да следва тази на анализирания вече P4, защото разликата между двата показателя е, че в знаменателя на първия стоят общите активи (пасиви) на търговските банки, а в знаменателя на втория – техните вътрешни активи. Това означава, че знаменателят на втория показател е редуциран с нетните чуждестранни активи на търговските банки и тяхната динамика определя различията между двата индикатора. По тази причина показателят P5 по принцип има по-големи стойности от P4 (в степента на положителност на нетните чуждестранни активи).

Така през първата половина на деветдесетте години на миналия век индикаторът P5 поддържа с около 5 процентни пункта по-високи стойности от тези на P4. За периода 1991-93 г. тези стойности се разполагат в интервала от 50% до 55%, докато през 1994-95 г. те са на нива от около 40%. По време на последвалата криза стойностите на P5 спадат под тези на P4 – през 1996 г. с 5 процентни пункта, а през 1997 г. – с повече от 10 процентни пункта. Последните изменения се дължат на силно завишените отрицателни салда на нетните други позиции в аналитичната отчетност на търговските банки.

Фигура 13

Финансови показатели за банкиране към неправителствения сектор (2)



Източници: БНБ, Годишен отчет, 1990-2006; www.bnb.bg; www.nsi.bg; www.minfin.government.bg и изчисления на автора

През 1998 г. балансът между двата показателя е възстановен – съотношението се обръща, като P5 вече е по-голям от P4 с около 10 процентни пункта и достига равнище от 45%, защото неговият спад в сравнение с предходната 1997 г. е около 10 процентни пункта, докато спадът при P4 е близо 25 процентни пункта. През следващите години отношението на кредита за неправителствения сектор към

вътрешните активи нараства с високи темпове и до 2004 г. достига ниво от 80%, което задържа и впоследствие. Интересното е, че през 2005 г. неговото равнище е по-ниско от това на Р5, докато през 2006 г. и досега стойностите на двата показателя са почти равни. Последното се дължи на гравитирането около нулата на нетните чуждестранни активи на търговските банки и превръщането им в почти перманентно отрицателна величина от 2005 г. насам. Като цяло динамиката на Р5 също показва успешно развитие и задълбочаване на търговското банкиране към частния сектор в търсенето на оптимални съотношения от средата на първото десетилетие на новия век.

Последният показател Р6 слиза още едно стъпало по-ниско, съпоставяйки кредита на търговските банки към неправителствения сектор с вътрешния им кредит, т.е., в сравнение с показателя Р5, в този случай се елиминира влиянието на резервите, които търговските банки поддържат в БНБ, дълготрайните активи и другите позиции нето. С това отново се намалява знаменателят и затова е закономерно Р6 да има по принцип по-високи стойности от Р5, и естествено – още по-високи от Р4, което е обща тенденция и на практика. Така за периода 1991-1993 г. показателят Р6 е на нива от 55-60%, през 1994-95 г. е само 2-3 процентни пункта над Р5, а в кризисните години поддържа отново равнища от 60%. През 1998 г. той стартира от стойност 52.3%, като нараства с променливи ускорени темпове и през 2004 г. реализира стойност от около 90%, около която гравитира и през следващите години. Поведението на показателя Р6 е много добър относителен атестат за банкиране към частния сектор, защото постигнатите стойности означават, че относително все повече и повече кредитният ресурс на търговските банки се насочва към неправителствените структури и в частност – към частния сектор.

В заключение може да се обобщи, че кредитирането на неправителствения сектор в периода до 1998 г., отнесено към БВП, е на относително високи нива, като предимно намалява и е неефективно от гледна точка на реалната икономика, докато впоследствие то се увеличава и като цяло е позитивно свързано с развитието на реалния сектор. Относителните дялове на кредита за неправителствения сектор във вътрешния кредит и във вътрешния кредит, редуциран с вземанията от финансовите предприятия, намаляват със сравнително по-плавни темпове, като от 1995 г. траекторията им е по-скоро възходяща, а стойностите им след 2004 г. са предпоставени от отрицателните значения на вземанията от сектор държавно управление. Сходна динамика има и кредитът на търговските банки за неправителствения сектор, отнесен съответно към общите им активи, вътрешните им активи и вътрешния им кредит, което е показателно за нарастваща във времето значимост на търговското банкиране към частния сектор.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

От направения в изложението дескриптивен анализ на развитието на реалната икономика и банковата система в България след 1990 г. става ясно, че те имат своеобразно поведение при различните парични режими. През първия период дълбочината и активността на банковото посредничество, съпоставени с размера на икономиката, са относително високи, но без позитивен ефект върху реалната икономика както поради неефективността на реалния сектор, така и заради неадекватността на банковата система. Паралелно поведение на динамиките на банковия и на реалния сектор се наблюдава през 1996 и 1997 г., когато спадът в банкирането като цяло и в частност на това на търговските банки може да се възприеме като предизвикан и съпътстван от спада на съвкупното производство, както и като рефлектиращ върху него. В началото на втория период банките имат по-скоро консервативно поведение спрямо националната икономика, предпоставено от преживения шок от банковата криза и изчакването на по-сигурни индикации за устойчивостта в развитието на реалния сектор. От началото на настоящия век се забелязва засилване на взаимодействията между банковия и реалния сектор, без регистриране на преки съответствия в динамиките на двата сектора по години.

**РЕАЛНАТА ИКОНОМИКА И БАНКОВАТА СИСТЕМА НА БЪЛГАРИЯ:
ЕМПИРИЧЕН АНАЛИЗ 1991-2006 Г.****Резюме:**

Настоящата студия представлява емпирично изследване на самостоятелното развитие на реалната икономика и банковата система в България в периодите преди и след въвеждането на паричния съвет, както и на съществуващите връзки и взаимодействия между тях в съдържателен и времеви план. То е базирано на използването на широк кръг от показатели – 9 на брой за реалната икономика, и 32 на брой за банковата система, разкриващи различни страни на функционирането на двата сектора. Въз основа на дескриптивния анализ е направен изводът, че динамиките на реалната икономика и на банковата система имат своеобразно поведение в рамките на различните парични режими. През първия период дълбочината и активността на банковото посредничество, съпоставени с размера на икономиката, са относително високи, но без позитивен ефект върху реалната икономика поради неефективността на самия реален сектор и неадекватността на банковата система. Паралелни изменения на банковия и на реалния сектор се наблюдават през 1996 и 1997 г., когато спадът в банкирането като цяло и на търговските банки в частност може да се възприеме като предизвикан и съпътстван от спада на съвкупното производство, както и като рефлектиращ върху него.

В началото на втория период банките имат по-скоро консервативно поведение спрямо националната икономика, предпоставено от преживения шок от банковата криза и изчакването на по-сигурни индикации за устойчивостта в развитието на реалния сектор. От началото на настоящия век се забелязва засилване на взаимодействията между банковия и реалния сектор, без регистриране на преки съответствия между промените в двата сектора по години.

**THE REAL ECONOMY AND THE BANKING SYSTEM IN BULGARIA:
EMPIRICAL ANALYSIS 1991-2006****Abstract:**

This research paper makes an empirical study of the independent development of the real economy and the banking system in Bulgaria in two time periods, divided by the date on which the currency board mechanism was implemented in the country. It also studies the existing relationships and interactions between the real economy and the banking system in terms of contents and temporal development. The study is based on the employment of a large number of indicators: 9 – for the real economy, and 32 – for the banking system, which reveal various aspects of the functioning of these two sectors. A conclusion has been made on the basis of descriptive analysis, that the dynamic developments of the real economy and the banking system respectively have their own particular behavior under two different monetary regimes. Over the period of the first such monetary regime, the depth and activity of banking intermediation, compared with the size of the economy, are relatively high but without any positive effect on the real economy because of the inefficiency and poor effectiveness of the real sector and the inadequacy of the banking system. Parallel changes in both the banking and real sectors are observed in 1996 and 1997, when the decline of banking as a whole, coupled with the shrinking of the commercial banks in particular, can be accepted both to be provoked and accompanied by the shrinking of aggregate output and to affect it at the same time. At the beginning of the second period, banks manifest rather a conservative behavior with respect to the national economy, which is substantiated by the shock experienced in result of the banking crisis, which prompts them to wait for more secure indications of sustainability in the development of the real sector. Since the beginning of the current century, what has been observed is an enhanced interaction between the banking and the real sectors, but no direct correspondences have been registered between the changes in the two sectors on a year-by-year basis.