

ЕВОЛЮЦИЯ НА ПАРИЧНИТЕ СИСТЕМИ И ИЗОСТАВЯНЕТО НА ЗЛАТНИЯ СТАНДАРТ КАТО ФАКТОР ЗА ФИНАНСОВИТЕ КРИЗИ

Владимир Христов Сиркаров

Стопанска академия „Димитър А. Ценов“ – Свищов

Катедра „Финанси и кредит“

e-mail: v.sirkarov@gmail.com

Резюме: Една от основните функции на класическия златен стандарт от периода 1815 – 1914 г. е да ограничава политическия натиск за увеличаване на паричното предлагане. Това е фундаментално важно за икономиката, защото повишаването на количеството необезпечени пари има деструктивно влияние върху нейното устойчиво развитие. След периода на класическия златен стандарт паричните системи започват сериозна структурна модификация към все по-малко обезпечаване на хартиените пари със злато. Основите на новия световен паричен ред се поставят през юли 1944 г. в Бретън Уудс, Ню Хемпшир. В него доминираща роля имат САЩ и американският долар. В паричната система от Бретън Уудс обаче ролята на златото е силно ограничена. Следвоенните дисбаланси в световната търговия и икономическите проблеми на САЩ в началото на 70-те години на XX век налагат окончателното затваряне на т.нар. златен прозорец, което президентът Ричард Никсън прави на 15-ти август 1971 г. Така светът навлиза в международна парична система без стоково обезпечение. От нейното стартиране до днес се наблюдава голямо раздуване на балансите на централните банки и значително увеличаване на паричното предлагане. Най-сериозният негативен ефект от това е започването на широка кредитна експанзия без връзка с нивата на спестявания в икономиката. Това води до генериране на икономически последици като създаване на финансови балони, невъзможност за адекватна бизнес калкулация, финансово-икономически кризи и неравенство в доходите и богатството.

Ключови думи: парични системи, парична база, парични агрегати, златен стандарт, финансови кризи, икономически кризи.

JEL: E14, E24, E32, E42, E52.

EVOLUTION OF MONETARY SYSTEMS AND THE ABANDONMENT OF THE GOLD STANDARD AS A FACTOR FOR FINANCIAL CRISES

Vladimir Hristov Sirkarov

D. A. Tsenov Academy of Economics – Svishtov

Department of Finance and Credit

e-mail: v.sirkarov@gmail.com

Abstract: One of the main functions of the classical gold standard from the period 1815–1914 was to limit the political pressure for an increase in money supply. This is fundamentally important for the economy, because the increase in supply of money not backed by gold has a destructive impact on its sustainable development. After the classical gold standard, the monetary systems began a serious structural change towards less and less backing of the paper money with gold. The foundations of the new world monetary order, dominated

by the United States and the US dollar, were laid on July 1944 at Bretton Woods, New Hampshire. However, in the Bretton Woods monetary system, the role of gold was very limited. The post-war imbalances in world trade and the economic problems of the United States in the early 1970s necessitated the final closing of the so-called gold window by President Richard Nixon on August 15, 1971. Thus, the world entered an international system of fiat money. Since its launch, there has been a large inflation of central bank balance sheets and a significant increase in money supply. The most serious negative effect from this is the broad credit expansion unrelated to the levels of savings in the economy. This leads to economic consequences such as the formation of financial bubbles, the inability for adequate business calculation, financial and economic crises, and income and wealth inequality.

Key words: monetary systems, monetary base, monetary aggregates, gold standard, financial crises, economic crises.

JEL: E14, E24, E32, E42, E52.

Въведение

Пандемията от COVID-19 разтърси целия свят и принуди правителствата да въведат тежки ограничения в свободното движение на гражданите, функционирането на цели стопански сектори и блокирането на международната търговия. От своя страна това създаде огромни икономически и политически проблеми. В тази ситуация правителствата и централните банки започнаха мащабни интервенции с цел минимизиране на икономико-социалната криза. Ситуацията през месеците март и април на 2020 г. донесоха огромни притеснения, че финансовият свят ще се изправи пред проблеми, дори по-големи от тези по време на глобалната финансова криза през 2008 – 2009 г. Именно тогава най-големите централни банки действаха бързо и решително. Централната банка на Япония разшири своя баланс до умопомрачителните 120% от БВП на страната. ЕЦБ също действа изключително агресивно. В началото на 2020 г. балансовото число на Европейската централната банка бе на ниво 39% от БВП на еврозоната. Към края на август тези стойности се повишиха драстично до 55%. По същото време Федералният резерв и Английската централната банка поддържат нива на своите баланси съответно от 33% и 32% спрямо БВП на своите икономики. Посоченото означава едно – раздуване на паричното предлагане.

Данните за паричния агрегат M2 в САЩ показват, че от началото на 2020 г. Федералният резерв е покачил паричното предлагане с около 3,22 трилиона щатски долара (www.statista.com, 2020). От края на първото тримесечие на 2020 г. до края на месец септември Европейската централна банка е увеличила стойността на паричния агрегат M2 с над 683,9 млрд. евро (www.europa.eu, 2020).

Основната причина, която кара централните банки на водещите световни икономики да провеждат описаната вече политика, е голямото обществено доверие, с което те се ползват. Тези централни банки се възприемат

от обществото и политиците като ключови фактори за спасяване на финансовата система и оттам на икономическата и социалната стабилност в националните стопанства. Понижаването на лихвените нива, мащабните покупки на ДЦК и корпоративни облигации и още по-всеобхватните количествените улеснения, от страна на централните банки, носят съществени ползи в снабдяването на финансовата система с ликвидност, което е от фундаментална важност за плавното функциониране на кредитните пазари. Именно поради тази причина е много трудно да си представим, че централните банки ще запазят консервативна линия на водената от тях парична политика в условията на икономически турбуленции. Дали това обаче е нещо, което неминуемо е добро за икономиките и финансовите системи? Историческият опит показва, че устойчивото икономическо развитие е неразривно свързано с развитието на паричните системи и стабилността на парите. Тоест стабилността на паричните системи и на стойността на парите има важна роля за икономиките. Без консервативно управление на паричното предлагане не е възможно поддържането на ценова стабилност в средносрочен и дългосрочен план. От ценовата стабилност пък зависи осъществяването на адекватна бизнес калкулация от страна на предприемачите и качествено оценяване на активите от страна на инвеститорите.

На база всичко посочено в настоящата студия се прави опит за исторически преглед на развитието на паричните системи от времето на класическия златен стандарт до преминаването в напълно необезпечена парична система. Основната цел на този анализ е извеждане на аргументи в полза на концепцията за икономическите ползи от стабилните пари. Нещо повече, изследването има претенция да покаже, че ограничаването на паричната експанзия би имало много полезно влияние в изграждането на устойчиви икономически фундаменти, повече частна инициатива, иновации и възпиране на изкуствено привнесено неравенство при доходите и като следствие от това – стабилна икономика, висока заетост и благосъстояние.

Във връзка с това студията е структурирана в четири основни части. В част първа и част втора се прави последователен хронологичен анализ на причините и ефектите от прехода между класическия златен стандарт и съвременните парични системи с необезпечени пари. В част трета се разглежда връзката между промените в паричните системи, динамиката на паричното предлагане и икономическите кризи. В последната заключителна част се обобщават основните изводи от проведеното изследване.

1. Еволюционна характеристика на прехода от класическия златен стандарт до паричната система от Бретън Уудс

Един от ключовите етапи в развитието на паричната теория и практика е свързан с функционирането на т.нар. класически златен стандарт.

Може да се каже, че тази парична система съществува в периода между 1815 и 1914 г., макар че повече държави започват да поддържат златен стандарт едва от началото на 1870-те години.

В края на 60-те години на 19 век само САЩ и някои основни райони на Британската империя поддържат златен стандарт. В Обединеното кралство златото е монополно законно платежно средство от 1821 г., Съединените щати фактически започват използването на златен стандарт след приемането на Закона за сеченето на монети (Coinage Act) от 1834 г., а Австралия и Канада приемат тази парична система в началото на 50-те години на 19 век. Всички останали държави имат сребърен стандарт, биметални стандарти или стоково необезпечени парични системи.

Посочената парична система представлява обезпечаване на икономическите дейности, като търговия, потребление, спестяване, със злато. Паричното предлагане е еквивалентно на предлагането на обработено злато за разменни цели. Един американски долар е фиксиран на 1/20 от унция злато или 20 долара са равни на една унция злато. При британския паунд съотношението е близо 1/4 от унция. Това означава, че обменните курсове между различните национални валути са фиксирани, не защото те са произволно контролирани от правителството, а по същия начин, по който теглото на един паунд е равен на шестнайсет унции (Rothbard, 1963, p. 89). По този начин златото изпълнява функцията на международни пари. Паричните заместители или националните валути имат фиксирани курсове. Фактически доларът и паундът са нищо повече от разписки за определено златно тегло, дължимо при поискване. Поради това може да се каже, че силният ръст на международната търговия през този период не е в резултат от самото наличие на общоприети международни пари. Причината за развитието на международната търговия е стабилността на самите златни пари, т.е. тяхното ограничено предлагане. По този начин паричното предлагане има стабилна котва и ограничава правителството да използва обезценяването на парите, тоест инфлацията, като основен метод за финансиране на прекомерните бюджетни дефицити. Следователно централно място в организиране на подобен международен паричен стандарт има стоковата основа на паричната система и използването на силно ограничена стока, а не идеята за единна наднационална парична единица.

Класическият златен стандарт почти елиминира колебанията на обменния курс между златото и среброто, като по този начин засилва международното разделение на труда. Доста трудно е да се даде точна количествена оценка за въздействието по тази линия и поради това може просто да констатираме, че колебанията на обменния курс между златото и среброто са незначителни в сравнение с колебанията на валутните пазари в наши дни.

Тук трябва да се уточни, че класическият златен стандарт реално е парична система с частично златно покритие. Депозитите и разплащателните сметки не са покрити със 100% златни резерви, от физическо злато, което е

налично в трезорите при поискване. Банките частично покриват паричните емисии със злато, което води до периодичното изпадане в банкови кризи, поради неизпълнение на предварително поетите ангажименти за златна конвертируемост.

Системата в периода 1815 и 1914 г. поставя бариера пред възможността, правителството да разширява безгранично паричната база, което е основна предпоставка за ускоряване на кредитна експанзия. Ръстът при предлагането на евтин кредит от своя страна е в основата на явлението бизнес цикъл. С наличието на принципите на златно обезпечение, през разглеждания период, интензитетът на тази цикличност е в пъти по-малък, в сравнение с годините след 1914 г.

Със създаването на Федералния резерв паричната политика започва, все по-отчетливо, да се модифицира. Президентът на САЩ Удроу Уилсън подписва Закона за Федералния резерв (Federal Reserve Act) на 23 декември 1913 г. Законът поставя задължението за създаване на най-малко 8, но не повече от 12 области и съответните банкови подразделения от системата на новата парична структура. След регламентиране на структурите и избор на кадрите 12-те регионални резервни банки от Федералната резервна система отварят врати на 16 ноември 1914 г.

Конгресът на САЩ има една основна причина за създаването на Системата на Федералния резерв. Тя е поддържането на парична и финансова стабилност. Политиците имат за цел създаването на парична система, която да има инструменти за ефективна реакция при евентуални шокови ситуации върху банковата система. Банковите кризи се проявяват през няколко години с рязко и масово изтегляне на депозити, преустановяване на парични изплащания към вложителите и манипулиране на лихвените проценти.

Законът за Федералния резерв от края на 1913 г. има за цел стабилизиране на американската парична единица чрез създаване на нова национална валута – банкноти, издадени от институция, която поема ролята на централна банка в САЩ. Това е Федералният резерв. В Закона има и ключовото изискване към всички банки, които са част от Системата на Федералния резерв да поддържат задължителни резерви в съответните регионални резервни банки.

Започването на Първата световна война е моментът, който бележи края на класическия златен стандарт. Именно началото на войната кара повечето страни да го отменят. Причината за това е невъзможността и най-вече нежеланието на правителствата да спазят предварително поетите ангажименти за златно покритие на своите пари. Войната даде повод за рязко увеличаване на паричното предлагане много отвъд съотношенията и задълженията за златно обезпечение. По този начин се създават предпоставки за безпрецедентно повишаване на паричното предлагане и последващи повишения на цените на стоките и услугите. Това има още едно следствие и то е върху валутните курсове. Те стават свободно плаващи. Във финансовата

практика тази система често се бележи като „мръсно плаване“. В тази система на валутните курсове е налице силна държавна намеса във валутно-курсния механизъм като валутен контрол, търговски бариери, формирането на валутни съюзи и др.¹ Общата картина включва и силно изразени валутни войни между валутните съюзи, валутни регулации, тарифиране и квоти. Резултатът е силно ограничаване на международната търговия.

Военните действия по време на Първата световна война и съпътстващият ги финансов хаос в Европа водят до едно важно следствие – осезаемо увеличаване влиянието на американския долар на глобалната финансова сцена. Причината за това се корени във факта, че връзката на долара със златото се запазва за разлика от ситуацията в другите значими световни икономики. Тоест обстановка, в която британският паунд и другите европейски валути са подложени под напрежение, финансовият свят и световният бизнес в процеса на търсене на стабилност намира щатския долар като предпочитано средство за размяна.

Една от причините за запазване на златното покритие на щатския долар е, че политическата класа в САЩ, ръководителите на ФЕД и влиятелният финансов сектор на САЩ имат за цел да наложат американския долар като глобална валута чрез създаването на пазар за търговски акцепти, банкови менителници, използвани за гарантиране на плащания при дейности с внос или износ. Войната създаде условия за създаването на такъв пазар. Така финансирането на търговските операции по света започна да се прави приоритетно чрез търговски акцепти, деноминирани в долари, увеличавайки международното използване на долара. Това увеличава значително и влиянието на американските банки извън пределите на САЩ.

Желанието за стабилизирането на неустойчивата парична система, наследена от Първата световна война, обаче е причина, Великобритания първа да вземе решение за предприемане на стъпки за връщане към стабилните международни пари – златният стандарт. Подобни стъпки предприемат и други страни. Така през 20-те години на 20-и век се слага началото на опитите на редица държави да се върнат към периода на златен стандарт от преди войната. Това става чрез въвеждането на модифициран златен стандарт, който финансовата теория обозначава като разменен² златен стандарт.

Разликите между предвоенната парична система и разменния златен стандарт, установен след Първата световна война, са фундаментални. На първо място, при стария златен стандарт номиналната валута, независимо дали е емитирана от правителството или банковата система, може да се конвертира в златни монети с определеното тегло. Фактът, че хората са били в състояние да купуват обратно и използват златото за ежедневните си трансакции, е осигурявало защита за прекомерно печатане на хартиени пари.

¹ През 30-те години секретарят на САЩ Кордел Хъл определя тази система за основната причина за избухването на Втората световна война.

² Стандартът е известен още и като девизен или обменен стандарт (gold-exchange standard).

При новия златен стандарт британската валута изобщо не е конвертируема в златни монети: Само в големи „кюлчета“ на огромна парична стойност. Такъв златен стандарт означава, че практически златото не може да бъде конвертирано и използвано от гражданите; големите златни кюлчета трудно могат да циркулират за ежедневни транзакции. Те могат да се ползват единствено от големите международни търговци.

Преди установяването на разменния златен стандарт британският паунд се е движел на средно ниво от 4,86 долара за един паунд. След приемането на разменния златен стандарт обаче курсът сериозно се обезценява до нива от приблизително 3,50 долара. През февруари 1920 г. дори се понижава до 3,20 долара за паунд. В процентно отношение обезценката е между 30 и 35% от предвоенните си стойности (Rothbard, 2002, p. 352). По същото време обаче Великобритания взема решение, че връщането към златното покритие на паунда трябва да се осъществи при стария предвоенен курс от 4,86 долара. Това съществено надценяване на паунда обаче е далеч от пазарните нива от 3,20 или 3,50 долара. Посоченото изправя страната пред неизбежни икономически дисбаланси. Силно надцененият паунд означава, че английският износ намалява драстично своята конкурентна цена на международните пазари. Това от своя страна означава проблеми пред стабилността на платежния баланс и на икономиката като цяло.

През периода 1933 – 1934 г. се случва ключово събитие за бъдещото функциониране на паричната система. Американските граждани губят изцяло правото си да притежават злато както в рамките на САЩ, така и извън САЩ. Въпреки това страната остава във валутен режим, който може да бъде определен като подобие на златен стандарт, защото златото се употребява само на междуправителствено ниво и при операциите между централните банки. Разменното съотношение при операции между тези контрагенти е американски долар за 1/35 от унция злато (Roosevelt, F. D., 1934). Посоченото позволява, златото да се натрупва в трезорите на Федералния резерв в САЩ. Фактор, който подпомага този процес, е тежката икономическа ситуация Европа.

Честа практика в работата на Федералния резерв от този период е да поддържа повече от задължителния обем злато, нужен за законовото покритие на емитираната от него валута. Основната причина за това е, че федералният резерв има нужда от поддържане на подобен буфер, за да може да удовлетвори заявките за обратно изкупуване, които може да възникнат в близко бъдеще. В тези условия централната банка на САЩ може да увеличи наличното злато в трезора си чрез повишаване на лихвените проценти, което ще насърчи американските граждани да увеличат депозитната база в банковата система и да насърчи чуждестранните инвестиции в Съединените щати, прехвърляйки златото от домакинствата в трезорите на Федерален резерв и регионални резервни банки. Обратният процес пък ще е налице, когато Федералният резерв понижи лихвените проценти.

По време на финансовата криза от 1933 г. големи количества злато изтичат от Федералния резерв в посока на гражданите и фирмите от Съединените щати. Тези вътрешни трансфери стават, защото гражданите и фирмите предпочитат да държат в наличност физическо злато, отколкото в банкови депозити или хартиена валута. Друга част от златото се насочва към други държави. Причината за това са притесненията на чуждестранните инвеститори от евентуално обезценяване на долара. По този начин свободните излишъци от злато при Федералния резерв бързо започват да се стопяват. Така през март 1933 г. Федералната резервна банка на Ню Йорк вече не може да поддържа ангажимента си да конвертира валута в злато. Това е причината, президентът Франклин Д. Рузвелт да обяви национална банкова ваканция.

През март 1933 г. Извънредният банков закон (Emergency Banking Relief Act, 1933) дава на президента Рузвелт правомощието да контролира международните и вътрешните движения на златото. Той също така дава на финансовия министър възможността да наложи принудителната продажба на златни монети и сертификати. В тези условия държавната администрация решава да изчака, преди да използва тези правомощия с надеждата, че ситуацията ще се нормализира, но отливите от злато продължават. На 20 април Рузвелт издава Заповед 6111, с която официално преустановява златния стандарт. Заповедта забранява износа на злато и забранява на Министерството на финансите и финансовите институции да конвертират валута и депозити в златни монети и кюлчета, както следва „...До второ нареждане, разпределянето на средствата по чуждестранни сметки и износа на златни монети, златни кюлчета или златни сертификати от Съединените щати или от всяко едно място, подчинено на тази юрисдикция “се забранява, с изключение на случаите, когато министърът на финансите по свое усмотрение и при спазване на разпоредбите, които той може да предприше, може да издава лицензи, разрешаващи износа на златни монети и кюлчета (а), заделени или депозирани за лоялно чуждестранно правителство или чуждестранна централна банка или Банката за международни разплащания, (б) внесени за реекспорт или злато в разумни количества за обичайните търговски изисквания на рафинериите, които внасят златни материали, по споразумение за износ на злато...” (Roosevelt, 1933). Посочените действия спират отлива на злато от САЩ и успокояват международната парична система. Те обаче трайрат посоката за по-нататъшната еволюция на световната парична система, за която съществена роля изиграва Втората световна война.

2. Преходът към необезпечено парично предлагане – причини и ефекти

По време на Втората световна война отново се преосмисля нуждата от стоков паричен стандарт, който частично да ограничава паричната дискреция в ръцете на централните банки. Подкрепа за връщане на дискусиата за златния стандарт има както от правителствата, така и от банковото лоби,

които също търсят начини да защитят своите интереси. Банкерите и политиците имат желание да използват ефектите от инфлацията в своя полза, но в същото време да не позволят настъпването на хиперинфлация и дестабилизирание на системата като цяло. Използвайки ефекта на Кантийон правителствата и банките успяват скрито да преразпределят покупателна сила в своя полза. Механизмът, по който става това, е описан от ирландско-френския икономист и banker Ришар Кантийон. Именно поради това икономическите последици от преразпределението на богатството в икономиката, породено от промяната в покупателната сила на парите, носи неговото име. Процесът по трансфер на покупателна сила и богатство започва с увеличаване на паричното предлагане. Тук ключовият момент е кой пръв получава и може да използва новите пари. Новосъздадените пари съществено променят разпределението на доходите в полза на тези, които първи получават новите пари. Тогава, в зависимост от предпочитанията на тези, които първи получават новата емисия, някои стоки ще отчетат увеличение на търсенето, докато други стоки ще имат относително намаление. Това от своя страна променя производствената структура на различни стоки и променя инвестиционните нагласи. Кантийон далновидно отбелязва, че ако новите пари попаднат в ръцете на тези, които спестяват, лихвеният процент ще намалее, но ако попадне в ръцете на потребителите, лихвеният процент ще се увеличи, тъй като предприемачите ще трябва да заемат повече финансов ресурс, за да задоволят увеличеното търсене за стоки (Arkadiusz, 2019, pp. 15-30).

Веднага след войната, през юли 1944 г. в Бретън Уудс Ню Хемпшир, се провежда международна конференция, която определи пътя на промяната в световната парична практика за повече от две десетилетия. Новата международна парична система се създава от официалните представители от четиридесет и четири държави. Едно от основните решения, взети на конференцията, е това за създаването на Международния валутен фонд и институцията, която после се превръща в Световната банка.

По своята същност паричната система, установена в Бретън Уудс, представлява модифициран вариант на златно-разменния стандарт от 20-те години на века. В нея обаче могат да се открият две съществени разлики. Едната е свързана с това, че вместо две водещи валути, американският долар и британският паунд, в новата система подобен статут има само щатският долар. Така при цена от 35 долара за унция американският долар заема еднолична и водеща позиция като валута на валутите в световен мащаб. Другата разлика на системата от Бретън Уудс с тази от 20-те години е невъзможността за притежание на злато от страна на гражданите. Характеристиката от 30-те години за реална златна конвертируемост на ниво правителства и централни банки обаче се запазва и след 1944-а година. Основна роля в системата, установена в Бретън Уудс, имат централните банки, които чрез едностранни и двустранни интервенции имат задачата да поддържат фиксиранияте валутни курсове между различните световни валути.

Всички страни, които се присъединяват към валутната система от Бретън Уудс, влизат в нея с предвоенните си валутни съотношения. Великобритания отново се връща към валутен курс 4,86 долара за един британски паунд. Това означава, че паричната система стъпва на силно надценени по своя характер валути. От друга страна, доларът е осезаемо подценен. В началото тази позиция на долара представлява загуба основно за американските граждани. Постепенно обаче динамиката на икономическите отношения фаворизира държавите с относително подценените валути. Това на свой ред предизвиква влошаване на платежните баланси на държавите с надценените валути и създава напрежение, дисбаланси и дългосрочни противоречия в международната търговия. Едно от следствията на този процес е засиленото търсене на щатската валута. С него е свързан доларовият глад в Европа между 1946 и 1952 г. Основната причина за него е, че на опустошения след Втората световна война Стар континент трябва спешни капиталови инвестиции за възстановяването на неговата икономика. За тази цел Европа се нуждае от капиталови стоки, чийто източник е САЩ. Това на свой ред означава търсене на долари. Съществена помощ в този процес оказват именно САЩ, които практически са единствената световна икономическа сила по това време. Нормативната рамка на този процес на икономическа помощ е регламентирана в европейската възстановителна програма – „Планът Маршал”³. В неговите рамки за периода 1947–1952 г. САЩ предоставя близо 14 млрд. долара на Западна Европа под формата на кредити за финансиране на индустриалното възстановяване. Подкрепата има и стратегическо значение за американското влияние в Европа, а оттам и за икономическото господство на САЩ на глобалната сцена.

Международната валутна система от Бретън Уудс практически започва да функционира на пълни обороти през 1958 г., когато валутите стават конвертируеми помежду си. В рамките на тази конвертируемост държавите уреждат международните разплащания в долари, а американската валута е конвертируема в злато при фиксиран курс от 35 долара за унция. Съединените щати поемат отговорността да поддържат цената на златото фиксирана и се задължават да коригират предлагането на долари, за да поддържат стабилността в бъдещата конвертируемост на своята валута в злато. По същото време Федералният резерв започва да провежда политика по увеличаването на паричното предлагане и разширяването на кредитната експанзия. Това опосредства повишаване на вноса на стоки и услуги извън границите на САЩ. През 50-те години на 20-и век този процес се засилва много. Отговорът на тази политика в страни като Западна Германия и Швейцария е опитът

³ Планът на Маршал е известен още като Европейска програма за възстановяване. Това е програма на САЩ, която предоставя финансова помощ на Западна Европа за икономическо възстановяване след опустошителната Втора световна война. Той стартира през 1948 г. и съгласно него на Европа са предоставени повече от 15 милиарда долара.

им за преминаване към твърда парична политика. Съчетано с високата производителност на труда, в тези страни това води до допълнително влошаване на дефицита по платежния баланс на САЩ. Аналогични икономически и валутни процеси протичат и между САЩ и Япония. Това създава условия за постепенна промяна на баланса на силите в световните валути.

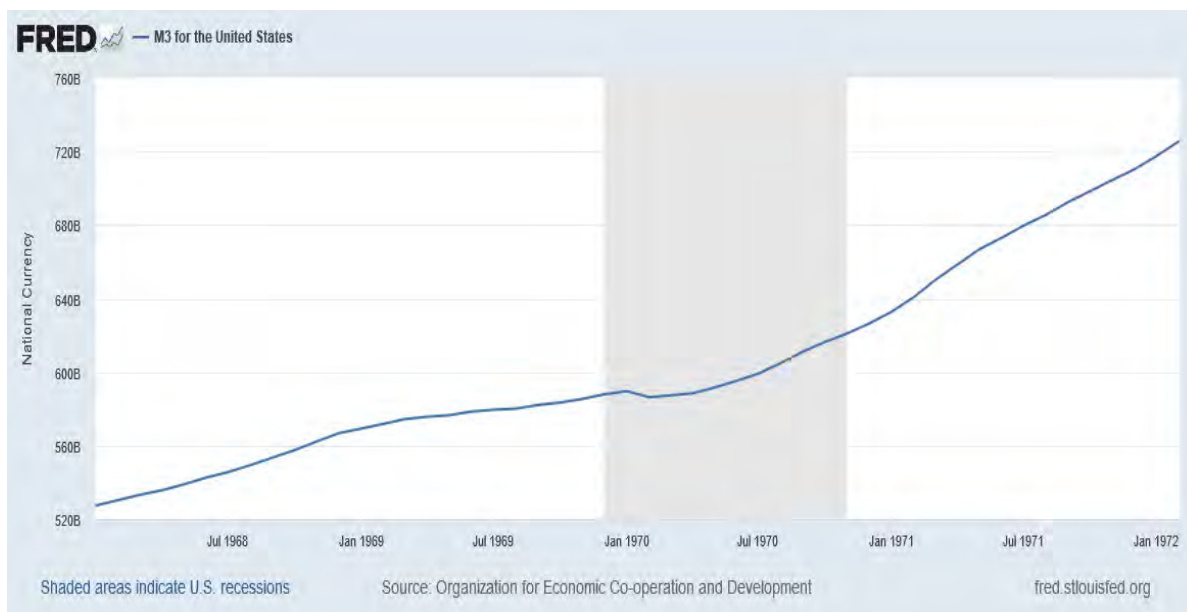
Поради описаните по-горе процеси доларът постепенно променя своя статут от подценена в надценена валута. Това от своя страна понижава неговото търсене на Стария континент. Въпреки това САЩ не променят паричната си политика и разширяването на паричното предлагане продължава с пълна сила, въпреки че САЩ имат законовото задължение да поддържат фиксираното съотношение 35 долара за унция. Именно това задължение е основа за действията на редица европейски страни, които постепенно започват големи по обем продажби на американски долари в замяна на монетарно злато. Това води до силен трансфер на злато от САЩ към Европа. В началото на 50-те години в САЩ има около 20 млрд. долара в злато. Само след две десетилетия златните резерви възлизат едва на 9 млрд. долара (Rothbard, 1963, p. 102). Съществена роля за това имат монетизирането на дълг от страна на Федералния резерв и финансирането на военните действия в Корея и Виетнам.

През март 1968 г. засиленият натиск върху долара води до ключовото решение за пълно игнориране на свободния пазар на злато от страна на американското правителство. Така САЩ вземат решение да преустановят изпълнението на задължението си да поддържат разменния курс от 35 долара за унция. Този курс остана само в разменните отношения между централните банки. Свободният пазар на злато е оставен да функционира без административно определен курс между американския долар и златото. Нещо повече, на 15-ти август 1971 г. президентът Ричард Никсън затваря⁴ т.нар. златен прозорец и окончателно преустановява съществуването на законово регламентирана златна конвертируемост между хартиените пари и златото. Впоследствие на база сключеното „Смитсъново споразумение“ (Smithsonian Agreement) от финансовите министри на десетте най-развити страни в света, златното съдържание на американския долар се девалвира с около 7,89% за първи път от 1934 г. Другите национални валути са ревалоризирани в различна степен спрямо американския долар. Президентът Никсън определя това споразумение като едно от най-значимите за световната история и световната валутна система. Споразумението обаче не действа дълго. Само след една година от своето действие то се оказва пълна катастрофа и е прек-

⁴ Споразумението от Вашингтон, известно в сферата на финансовата история като „Смитсъновото споразумение“, е сключено на 18 декември 1971 г. след решението на американския президент Ричард Никсън да спре напълно златната конвертируемост на долара към златото. Първоначално отмяната е анонсирана като временна, но в крайна сметка тя става перманентна.

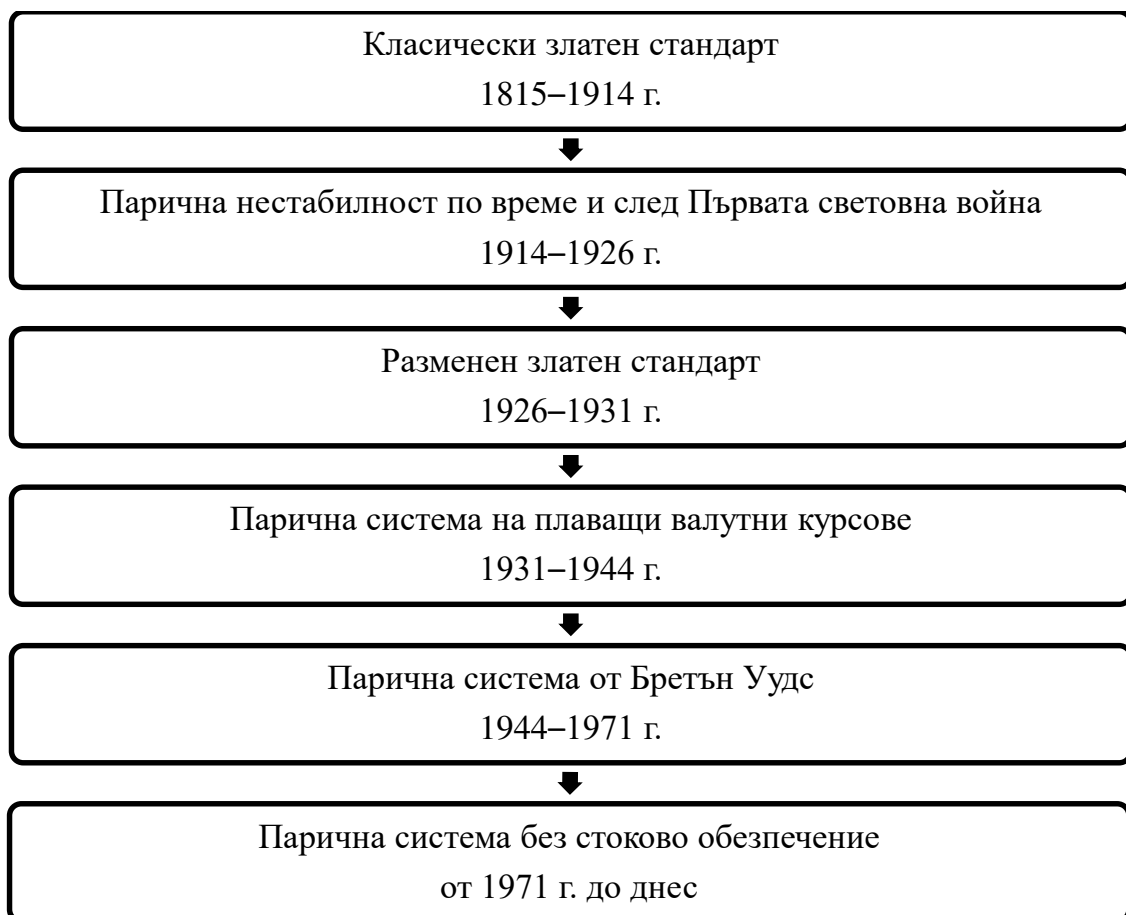
ратено. Към момента на прекратяване на действието на споразумението американските златни резерви покриват едва 2% от общия обем на парите в обращение, депозитите до поискване и срочните депозити. В абсолютни стойности са налични 10,132 млрд. злато към парично предлагане от 454,5 млрд. долара. Това означава, че от 100 долара едва 2,23 долара са обезпечени със злато. В тази ситуация не са включени еврадоларите в обращение, нито наличните пари и банкови депозити от всички останали държави участници в системата от Бретън Уудс. А тенденцията в разширяването на паричното предлагане е доста интензивна. Това може ясно да се види при проследяване на динамиката на паричния агрегат М3 (т.е. широките пари) за САЩ, представена на Фигура 1. Всичко това показва, че подобна парична система е неустойчива и лесно може да бъде дестабилизирана при минимален опит за конвертиране на наличните хартиени пари в злато.

В описаната ситуация силният трансфер на капитали към Европа и слабият износ на стоки и услуги от САЩ създават допълнително сериозни проблеми пред платежния баланс на страната. Тази тенденция се задълбочава още повече след като технологичното развитие на финансовия сектор и капиталовите пазари ускоряват процеса на кредитиране на европейските икономики. Постепенно ценовата инфлация, трупането на дефицити и увеличаването на еврадоларовите наличности, капиталовите ограничения, високите цени на златото на свободния пазар водят до финансовата криза на САЩ от периода 1971–1973 г. След нея и поради прекратената обращаемост на щатския долар в злато международната парична система се превръща в такава, основана на изцяло необезпечени пари.



Фигура 1. Динамика на паричния агрегат М3 в САЩ за периода 1966–1972 г.

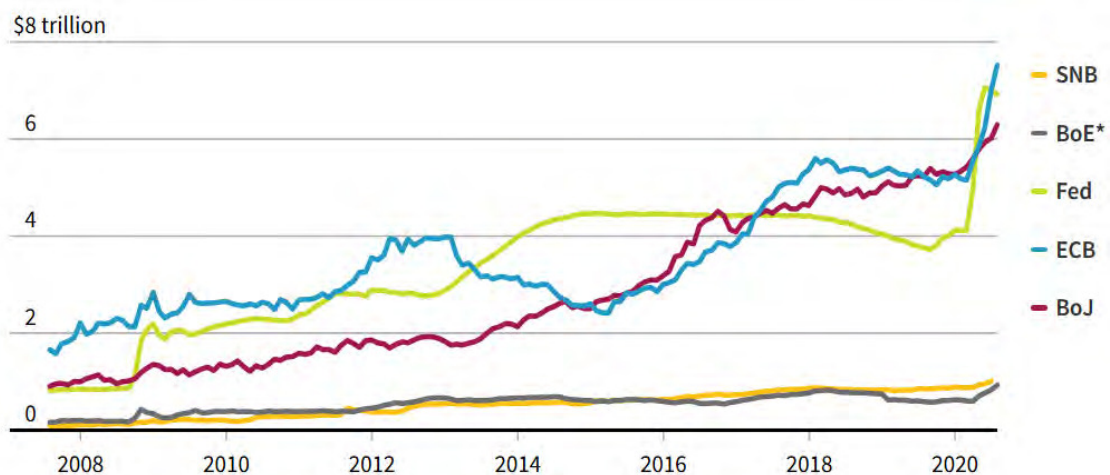
На основата на направения преглед на еволюцията на световните парични системи може да бъдат систематизиран основните етапи в тяхното развитие. Те са представени на Фигура 2. Първият етап е този на класическия златен стандарт, през който са съществували стоковите пари. Това е период на силно ограничена динамика в паричното предлагане, следователно и висока стабилност на парите. Вторият етап протича в рамките на Първата световна война и може да бъде характеризирани като етапа, в който класическият златен стандарт е временно отменен. Разменният златен стандарт като нов етап в развитието на световните парични системи започва след Първата световна война. Той продължава до 1931 г., от която започва етапът на плаващите валутни курсове. Икономическа еволюция на този етап представлява установената през 1944 г. в Бретън Уудс нова световна парична система. При нея водеща роля имат САЩ и щатският долар. Тази система действа до 1971 г., когато конвертируемостта на щатския долар в злато напълно се премахва. От този момент нататък световната парична система започва да функционира единствено при използването на необезпечени пари.



Фигура 2. Етапи в развитието на световната парична система

3. Необезпечените пари като фактор на съвременните финансови и икономически кризи

В среда на изцяло необезпечени пари ролята на централните банки се повишава неимоверно. Без необходимостта от стоково покритие на паричното предлагане доверието в паричната система се пренася изцяло в ръцете на водещите централни банкери и техните решения. През годините мандатът на паричната политика постепенно се разширява и излиза извън рамките на ценовата стабилност. В тези условия поддържането на пълна заетост и икономически растеж също се превърнаха в легитимни цели в работата на централните банки. По този начин централните банки започват да получават свобода и възможност за монетарни интервенции в честа колаборация с политическите интереси. Именно по този начин се ражда натискът за постоянно покачване на паричното предлагане дори над темповете на икономическото развитие с цел стимулиране на икономическия растеж и създаване на добавена стойност в икономиката. Повишената роля на централните банки в икономиката води до все по-честите практики за монетизиране на държавен дълг и активно участие на централните банки дори на пазара на различни финансови активи. Всичко това поставя под риск здравите основи на икономическите отношения, създавайки предпоставки за балонизиране на сектори и неестествено разпределение на покупателната сила между различните групи хора. Разгледаният по-горе ефект на Кантийон показва процеса, чрез който се създава огромен дисбаланс в разпределението на паричното предлагане в икономиката. Неизбежно следствие от това е създаването на изкуствени и вредни неравенства при доходите. Крайният ефект от подобни процеси е намаляването на потенциала за икономическото развитие и дори създаването на условия за възникване на финансови и икономически кризи.



Фигура 3. Динамика на балансите на Федералния резерв, Европейската централна банка, Банката на Япония, Банката на Англия и Швейцарската национална банка за периода 2008–2020 г.

За илюстрация на посоченото могат да бъдат разгледани балансите на централните банки през последните дванадесет години. На Фигура 3 ясно се вижда, че те бележат рекордни повишения. Балансовото число на Федералния резерв и Европейската централна банка се е увеличило няколко пъти само за едно десетилетие. Това показва как постепенно централните банки придобиват статута на кредитор от последна инстанция не само за банковия сектор, но и на икономическата стабилност като цяло. Активната роля на централното банкиране по време на криза се приема за безспорно наложителна и изцяло положителна. Монетарните интервенции се считат за много важна част от процеса по омекотяване на финансовите и икономическите дисбаланси по време на криза, независимо от нейния тип и същност. В този контекст именно влиза и аргументацията на икономисти, като Нобеловите лауреати по икономика Милтън Фридман и Пол Кругман, че сегашната парична система е много по-ефективна и ефикасна от тази преди падането на международната парична конструкция от Бретън Уудс.

Без стоково обезпечение на парите централните банки имат възможност за неограничено раздуване на базовите пари и съответно много по-голям потенциал за мултиплицирането на общото парично предлагане чрез търговските банки. По този начин голяма част от съвременните икономисти виждат в лицето на днешния статут на централните банки по-голяма гъвкавост, възможност за мащабна ликвидна реакция в кризисни времена, управление на икономическите процеси и поддържане на стабилни ценови нива. Парични системи със стоково обезпечение като златния стандарт се възприемат като пречка пред изпълнение на горните функции и съответно като крайно неефективни. Дори и извън обсега на златния стандарт в последното десетилетие консервативната парична политика се възприема като възпираща икономическия подем, защото не снабдява в достатъчна степен икономическата система с ликвидност.

Икономическата теория и практика обаче показва, че стабилността на парите е от фундаментално значение за устойчивото икономическо развитие. Факторите за производство са оскъден ресурс, който се изгражда бавно и постепенно, а парите днес могат да се увеличат изключително бързо и то в огромни количествени мащаби. По този начин се генерира изкуствено покачване на кредита, което се базира на новосъздадени базови пари от централната банка, а не на база спестявания от текущите нива на паричното предлагане. Сериозното нарастване на паричното предлагане не може да бъде догонено от процеса по създаване на реални стоки и услуги. Това разминаване води до взимането на грешни решения от инвеститори, предприемачи и потребители. Икономистът Лудвиг фон Мизес определя тези инвестиции като лоши инвестиции⁵. Това са погрешно насочени ресурси поради изкуствено понижаваната цена на кредита и неустойчиво висок ръст на паричното

⁵ Това е терминът malinvestments.

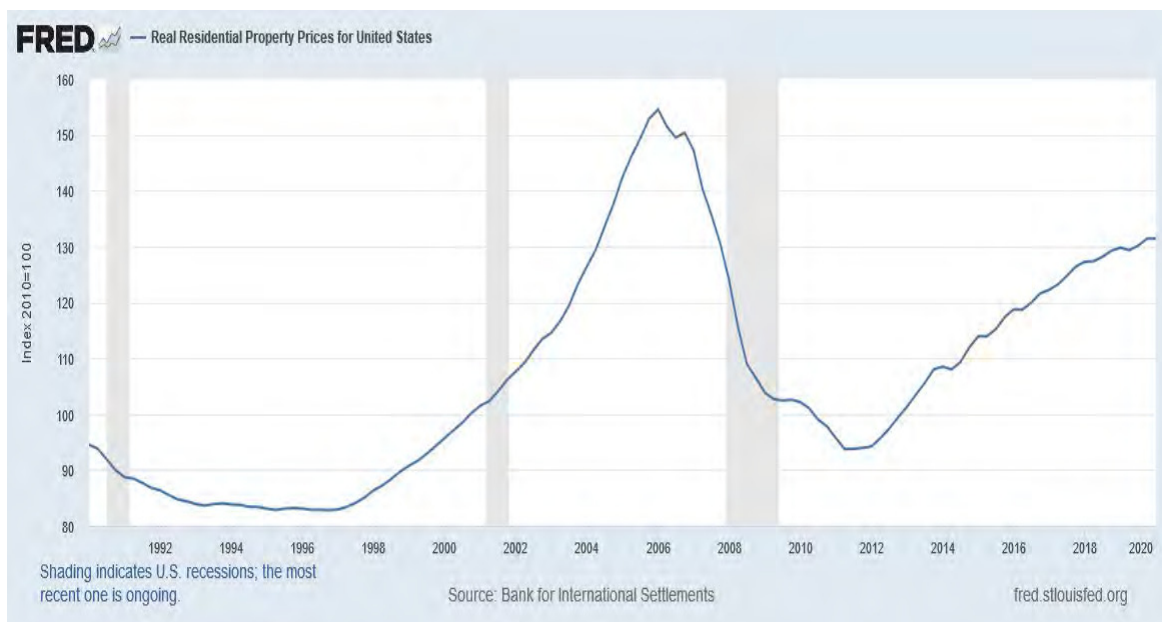
предлагане. Във връзка с това Мизес допълва, че „същността при избухването на кредитна експанзия не са свръхинвестициите, а грешно насочените инвестиции, т.е. malinvestments. Предприемачите използват наличното предлагане в размер $r+p_1+p_2$, така сякаш са в състояние да използват предлагане $r+p_1+p_2+p_3+p_4$ ⁶. Те започват мащабни инвестиционни проекти, за които наличните капиталови стоки не са достатъчни. Техните проекти са нереализуеми поради недостатъчното предлагане на капиталови стоки. Те рано или късно ще трябва да фалират. Неизбежният край на кредитната експанзия прави грешките видими“ (Mises, 1949, p. 556).

Емблематичен пример, който много добре може да обрисова разминаването между изкуственото понижаване на лихвите и съответно дисконтовите норми за инвестиционни оценки и реалното ниво на капиталовите стоки, са грешно насочените инвестиции в строителния сектор. По време на ипотечната криза от 2007–2008 г. недостроените строителни обекти бяха масова гледка в САЩ, Китай и други водещи световни икономики. В общи линии тази картина се дължи на сгрешената инвестиционна оценка от страна на строителните предприемачи. Използвайки лихвените нива на кредитния пазар, манипулиран от действията на централните банки и на база на това ценовите котировки на различните активи, алтернативната цена на капитала, предприемачите вземат инвестиционни решения и решения за разширяване на техния бизнес. Неустойчивото покачване на паричното предлагане и разхлабената лихвена политика на централните банки водят и до деформиране на дисконтовите проценти в посока тяхното понижаване. На тази основа много инвестиционни проекти получават положителна нетна сегашна стойност или я увеличават, ако тя на предишен времеви етап е била положителна. Тъй като тази нетна сегашна стойност е косвен продукт на политиката на централната, предприемачът влиза в заблуда и взема решение да инвестира първоначалния си капитал. Обичайно много инвестиции освен със собствен капитал се финансират и чрез дълг. В условия на ниски лихвени проценти предприемачите могат да вземат повече дълг от здравословното за техния бизнес или проект. Това създава обаче риск за финансовото състояние. Това е така, защото дори при леко влошаване на икономическата конюнктура може да видим рязко повишаване на лихвените нива на кредитния пазар и ограничаване на необходимите ресурси, което в най-добрия случай означава ръст на цените. В този момент рентабилността на проекта може да стане отрицателна. Така предприемачът вече ще се намира в

⁶ Посочените променливи имат следното значение: r – количеството капиталови стоки, извън brutните приходи от производството, което трябва да се реинвестира за заместване на използваните в производствения процес; p – общо предлагане на капиталови стоки, отнесено към времеви период n , в който се произвежда определено количество потребителски стоки с наличните капиталови блага, без този процес да засяга по-нататъшното производство; p_1 , p_2 , p_3 и p_4 – капиталови стоки, които са на разположение на предприемачите за реализиране на проекти; $r+p_1+p_2$ – общо предлагане на капиталови стоки (реална наличност); $r+p_1+p_2+p_3+p_4$ – общо предлагане на капиталови стоки (очаквана наличност).

изключително неблагоприятна ситуация – да се оттегли от инвестицията с поемане на загуба на всички средства, дадени до момента, или да продължи проекта с надеждата за подобряване на икономическата ситуация. Ако икономическата ситуация не се подобри, неминуемо ще следва похабяване на капитал, спад в заетостта и дори фалити. Именно това бе механизмът на протичането на кризата в сектора на недвижимите имоти в развитите икономики от периода 2007–2008 г. Ипотечната криза е само един от многото примери, които могат да покажат защо експанзионистичната политика на централните банки не решава икономическите дисбаланси, а само ги отлага във времето и/или ги пренася към други сектори.

Често по време на криза почти цялото внимание на икономистите е насочено към справяне с кризата и не се обръща почти никакво внимание върху причините за нейното възникване. Динамиката на икономическите процеси през последното столетие обаче показва, че генезисът на финансовите кризи може да бъде търсен частично или изцяло в прекомерното увеличаване на кредитирането на база разширяването на паричната база от централните банки. Сериозен фактор за това е липсата на строг паричен стандарт, който да ограничава подобна практика от страна на централните банки. При липсата на сигурен измерител на стойността и стабилни пари е почти невъзможно за централните банки да удържат политическия натиск за ликвидна подкрепа към кредитния пазар, а оттам и към икономиката. Това е съществен фактор за формирането на финансови балони и икономически кризи е и целта на политиците да дадат на своите избиратели възможно по-висок номинален икономически растеж в краткосрочен план.



Фигура 4. Динамика на цените на жилищните имоти в САЩ за периода 1991–2020 г.

Ипотечната криза в САЩ, която прерасна в глобална финансова криза, е красноречив пример за казаното по-горе. Процесът на силно стимулиране на ипотечния пазар отвъд океана започна още след спукването на dot-com балона през 2000 г. Тогавашната администрация на президента Джордж Буш-младши реши да пренесе проблема към друг сектор, а не да позволи пазарното изчистване на системата. Кризата от 2001 г. би могла да стабилизира дисбалансите на относително ниска социална цена и икономиката да стъпи на здрави основи. Правителството на САЩ тогава предприе точно обратната политика – на държавни стимули с цел краткосрочно преодоляване на влошаването на общата макроикономическа картина. Правителството гласува пакет от 1.35 трилиона долара данъчни облекчения и ръст на държавните разходи с цел стимулиране на икономиката (Sciff, 2011, p. 112).

В същото време Федералният резерв рязко понижи лихвените проценти без да взема под внимание, че нивото на спестяванията (личните спестявания като процент от разполагаемия доход) отчита понижение близо до отрицателните стойности. Централната банка драстично намалява лихвата по федералните фондове от 6.50% през 2000 г. до 1.25% през 2002 г. (Board of Governors of the Federal Reserve System, 2021), което означава, че след калкулиране на инфлацията реалните лихвени нива стават отрицателни. Това рефлектира в исторически спад на лихвите по ипотечните кредити, което от своя страна създаде огромно предлагане и търсене на пазара на недвижими имоти. Ипотечни кредити започнаха да се дават масово почти без доходни критерии. Пазарът на ценни книжа, базирани на ипотечни кредити, и целият пазар на кредитни деривативи породиха още по-голяма експанзия на кредита в сектора. Всичко това доведе до логичния мощен скок на цените на жилищата.

По този начин през 2001 г. рецесията в САЩ беше избегната. Нещо повече, Фигура 4 ясно показва, че между 2002 и 2006 г. пазарната стойност на жилищния пазар отвъд океана се повишава от 16 трилиона долара до 23 трилиона долара или от 110% от БВП до 150% от БВП, който през 2006 г. е 15% по-висок в сравнение с 2002 г. Рязкото покачване на цените на недвижимите имоти обаче е резултат от наличния ипотечен кредит, който е довел до ръст на търсенето на недвижимости, а оттам и до огромен подем в строителството на нови жилища и кооперации (Kindleberger, Aliber, & Solow, 2011, p. 258). Тоест вероятната икономическа криза от 2001 г. в САЩ се реши чрез трансформиране на дисбалансите от пазара на акции към пазара на недвижими имоти. Поддържането на подобна изключително нестабилна ситуация за много дълъг период обаче не е възможно. Така се създадоха дисбаланси и напрежение в икономиката. Пикът в цените на жилищата в САЩ бе достигнат в края на 2006 г., а от началото на 2007 г. те започнаха да се понижават значимо. Това бе срыв в ипотечния пазар, който отключи събитията, довели до избухването на финансовата криза от 2008 г., която започна първо със САЩ, а после прерасна и в глобална икономическа криза

през 2009 г. Тогава обаче действията на Федералния резерв се повториха. Заедно с правителството на САЩ той стартира мащабни програми за спасяване на банковия сектор. По този начин дисбалансите в американската икономика не се изчистиха, а просто се пренесоха към други сектори. И този процес продължава и до днес, създавайки условията за нови икономически и финансови дисбаланси и вероятни нови кризи.

Заклучение

Непрекъснато повтарящите се действия на централните банки по парично стимулиране на икономиката изкуствено създава голямо неравенство при доходите, което носи деструктивно поляризиране в обществото. Основната причина, която създава този глобален проблем, е създаването на нова парична маса, което води до т.нар. ефект на Кантийон. В този процес съществена роля имат централните банки и банковата система. Проблемът се корени в това, че новите пари се поемат първо от големите банкови институции и едрия бизнес. По този начин ползите от стойността на парите е разпределена крайно неравномерно. При влизане на новите пари в обращение се създава натиск за повишаване на ценовите нива на пазара на стоки и услуги. Породената по този начин инфлация може да се поеме без никакви нетни загуби от субектите, които първи използват новите парични потоци. Има групи в обществото обаче, които дори не успяват да получат експозиции в разпределението на добавеното в обращение парично предлагане. Те на практика са оцетени в процеса на преразпределение на стойност. По този начин изкуствено се създава широка разлика в доходите между различните групи в обществото. При всяка една процедура по увеличаване на базовите пари и стимулиране на кредитирането този процес се засилва и носи след себе си негативни ефекти върху благосъстоянието на най-уязвимите групи в обществото като хората с фиксирани доходи като работници и пенсионери и различни бизнеси най-вече в лицето на малките и средните предприятия. От друга страна, намесата на централните банки в икономиката чрез създаването на необезпечени пари възпира естественото изчистване на икономическата система, което позволява на много нерентабилни компании да не фалират. Това пречи за оптимизирането на бизнес процесите и съответно за постигане на по-висока ефективност в разпределението на ограничените икономически и капиталови ресурси. Липсата на бариери пред увеличаването на паричното предлагане води до възможност за неограничено понижаване на стойността на парите и пречи на адекватната икономическа калкулация от страна на бизнес субектите. Всичко това показва, че историческото развитие на паричните системи към напълно необезпечени пари крие осезаеми рискове пред оптималното икономическо развитие и на практика лежи в основата на създаването на финансови и икономически кризи.

Въпреки всички посочени негативи от активната парична политика на централните банки днес не е реалистично да се говори и мисли за връщане към златния стандарт, защото политическата логика не вижда положителни аргументи за това. Анализът и примерите от настоящото изследване обаче показват, че стабилността на парите има фундаментално значение за устойчивото икономическо развитие. Основният извод, който може да се направи като заключения от направеното изследване, е, че политиката на централните банки трябва да е възможно по-консервативна, за да може икономическият прогрес да се базира основно на бизнес иновации и свободна конкуренция, а не на монетарни стимули.

Използвани източници

- Arkadiusz, S. (2019). Money, Inflation, and Business Cycles: The Cantillon Effect and the Economy. Routledge.
- Board of Governors of the Federal Reserve System. (13 1 2021 r.). Policy Tools. Извлечено от www.federalreserve.gov:
https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/openmarket_archive.htm
- Emergency Banking Relief Act. (1933). Извлечено от www.archives.gov:
<https://catalog.archives.gov/id/299829>
- Kindleberger, C., Aliber, R., & Solow, R. (2011). Panics, and Crashes: A History of Financial (Sixth Edition). John Wiley & Sons.
- Mises, L. (1949). Human Action. Mises Institute.
- Roosevelt, F. D. (1933). Executive Order 6111 on Transactions in Foreign Exchange. The American Presidency,
<https://www.presidency.ucsb.edu/node/208085>.
- Roosevelt, F. D. (31 1 1934 r.). Proclamation 2072 – Fixing the Weight of the Gold Dollar. Извлечено от www.presidency.ucsb.edu:
<https://www.presidency.ucsb.edu/documents/proclamation-2072-fixing-the-weight-the-gold-dollar>
- Rothbard, M. (1963). What Has Government Done to Our Money? Mises Institute.
- Rothbard, M. (2002). A History of Money and Banking in the United States: The Colonial Era to World War II. Mises Institute.
- Sciff, P. D. (2011). Crash Proof 2.0: How to Profit From the Economic Collapse. Wiley.
- www.europa.eu. (9 11 2020 r.). Извлечено от
<https://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=10000030>
- www.statista.com. (9 11 2020 r.). Извлечено от
www.statista.com/statistics/1121054/monthly-m2-money-stock-usa/

СТОПАНСКА АКАДЕМИЯ „Д. А. ЦЕНОВ“ - СВИЦОВ

НАУЧНИ ИЗСЛЕДВАНИЯ
НА ДОКТОРАНТИ

ГОДИШЕН
АЛМАНАХ

ГОДИШЕН

АЛМАНАХ НАУЧНИ ИЗСЛЕДВАНИЯ НА ДОКТОРАНТИ



Том XIII, 2020

Книга 16

Том XIII, 2020 г.
Книга 16

Академично издателство
„ЦЕНОВ“ - Свищов

РЕДАКЦИОНЕН СЪВЕТ:

Проф. д-р Стефан Симеонов – главен редактор
Доц. д-р Марина Николова – зам. главен редактор
Доц. д-р Красимира Славева – организационен секретар
Доц. д-р Николай Нинов
Доц. д-р Христо Сирашки
Доц. д-р Ваня Григорова
Доц. д-р Петранка Мидова

Екип за техническо обслужване:

Анка Танева – стилев редактор
Ст. преп. Иванка Борисова – превод и редакция
на английски език
Янислава Александрова – технически секретар

ISSN 1313-6542

СЪДЪРЖАНИЕ

Студии

Владимир Христов Сиркаров

ЕВОЛЮЦИЯ НА ПАРИЧНИТЕ СИСТЕМИ И ИЗОСТАВЯНЕТО
НА ЗЛАТНИЯ СТАНДАРТ КАТО ФАКТОР ЗА ФИНАНСОВИТЕ КРИЗИ 5

Юлиян Сашков Бенов

СРАВНИТЕЛНА КОНСОЛИДАЦИОННА АТРАКТИВНОСТ
НА БАНКОВИЯ СЕКТОР НА СТРАНИТЕ ОТ ЕВРОПЕЙСКИЯ СЪЮЗ 25

Беатрис Венциславова Любенова

МОДЕЛИ ЗА ОЦЕНКА НА РИСКА ПРИ ИЗВЪРШВАНЕ
НА СТРЕС ТЕСТОВЕ В БАНКОВИЯ СЕКТОР 54

Светла Михайлова Боянова

ПРОБЛЕМИ НА ВЪТРЕШНИЯ БАНКОВ КОНТРОЛ В БЪЛГАРИЯ 75

Ралица Емилова Христова – Маринова

ИЗСЛЕДВАНЕ ПРАКТИКИТЕ ЗА ФИНАНСОВО УПРАВЛЕНИЕ
НА ЧОВЕШКИТЕ РЕСУРСИ КАТО ФАКТОР ЗА ИЗГРАЖДАНЕ
НА МЕЖДУНАРОДНА БИЗНЕС МРЕЖА (ПО ПРИМЕРА
НА БЪЛГАРСКИ ФИЛИАЛИ В РУМЪНИЯ) 98

Николай Валериев Илиев

НАСОКИ ЗА ВЪВЕЖДАНЕ НА БОНУС-МАЛУС СИСТЕМАТА
ПРИ ЗАСТРАХОВАНЕТО „ГРАЖДАНСКА ОТГОВОРНОСТ“
НА АВТОМОБИЛИСТИТЕ 124

Жанета Емилова Ангелова

ПОДХОДИ И ПРАКТИКА ПРИ ОПРЕДЕЛЯНЕ РАЗМЕРИТЕ
НА ОСИГУРИТЕЛНИТЕ ПЛАЩАНИЯ ПРИ СТАРОСТ 145

Dimitar Georgiev Trichkov

CUSTOMER DEMOGRAPHIC SEGMENTATION BASED
ON TELECOM BEHAVIORAL DATA 167

Мариана Монева Дауо

МАКРОПРУДЕНЦИАЛНАТА ПОЛИТИКА И МЕРКИТЕ, ИЗПОЛЗВАНИ
ОТ ДЪРЖАВИТЕ – ЧЛЕНКИ НА ЕС ЗА ПОДПОМАГАНЕ
НА ИКОНОМИКИТЕ В УСЛОВИЯТА НА COVID-19 187

Димитрина Любенова Проданова

СРАВНИТЕЛЕН АНАЛИЗ НА ИКОНОМИЧЕСКОТО РАЗВИТИЕ
НА СЕЛСКИТЕ РАЙОНИ В БЪЛГАРИЯ В КОНТЕКСТА
НА ПОДХОДА “ЛИДЕР“ 211

Магдалена Славе Андоновска

ТРАДИЦИОННИ И ОНЛАЙН МЕДИИ И ОТНОШЕНИЕ
НА АУДИТОРИЯТА КЪМ ТЯХ 235

Статии

- Юлиан Христов Войнов**
ЕФЕКТИ ОТ ЗАМЯНАТА НА ПРОПОРЦИОНАЛНО
С ПРОГРЕСИВНО ДАНЪЧНО ОБЛАГАНЕ В БЪЛГАРИЯ 255
- Димитър Пламенов Попов**
ТЕХНОЛОГИЧНИ ВЪЗМОЖНОСТИ ЗА ОПТИМИЗАЦИ
НА ВЪТРЕШНИЯ ПАЗАР НА ДЪРЖАВНИ ДЪЛГОВИ ИНСТРУМЕНТИ
В РЕПУБЛИКА БЪЛГАРИЯ 267
- Рая Бисерова Драгоева**
КРИЗИТЕ В БАНКОВИЯ СЕКТОР – СЪЩНОСТ,
ФАКТОРИ И ЕМПИРИЧНИ ИЗСЛЕДВАНИЯ 281
- Русалин Антонов Русалинов**
ФИНАНСОВА СИГУРНОСТ: ФИРМЕНИ И БАНКОВИ ПРОЦЕДУР
И ПРАКТИКИ ЗА ПРОТИВОДЕЙСТВИЕ СРЕЩУ „ПРАНЕТО“ НА ПАРИ 301
- Марина Иванова Милинова**
ПРЕДИЗВИКАТЕЛСТВАТА ПРЕД ФИНАНСИРАНЕТО НА ФИНТЕХ
КОМПАНИИТЕ ЧРЕЗ АЛТЕРНАТИВНИ СПОСОБИ 313
- Кармен Димитров Вранчев**
ВЛИЯНИЕ И ЕФЕКТИ ОТ ПРЕКИТЕ ЧУЖДЕСТРАННИ
ИНВЕСТИЦИИ ВЪРХУ ИКОНОМИЧЕСКИЯ РАСТЕЖ 328
- Вахан Ахаси Бохосян**
ПРЕЗАСТРАХОВАНЕТО КАТО СТРАТЕГИЧЕСКИ
УПРАВЛЕНСКИ КАПИТАЛОВ МЕТОД 343
- Румяна Цветанова Витнъова**
ПОДОБРЯВАНЕ НА БИЗНЕС СРЕДАТА В СТРАНИТ
ОТ ЮГОИЗТОЧНА ЕВРОПА ЧРЕЗ ИНТЕРВЕНЦИИ
ЗА ПОВИШАВАНЕ НА ФИНАНСОВАТА ГРАМОТНОСТ 355
- Муса Мустафа Сръкъов**
ФИНАНСОВО СТИМУЛИРАНЕ ЗА ИНОВАТИВНИ
ПОСТИЖЕНИЯ НА УЧЕНИЦИТЕ 371
- Симеон Венциславов Симеонов**
ВЛИЯНИЕ НА ФАКТОРИТЕ НА МИКРО- И МАКРОСРЕДАТА
ВЪРХУ КУЛИНАРНИЯ ТУРИЗЪМ 381
- Гент Арбнор Беголи**
УПРАВЛЕНСКИ АСПЕКТИ В РАЗВИТИЕТО
НА КУЛТУРНИТЕ ИНСТИТУЦИИ 399

Боряна Великова Симеонова ВЪПРОСИ НА СИНТЕТИЧНОТО И АНАЛИТИЧНОТО ОТЧИТАНЕ И ДОКУМЕНТИРАНЕТО НА ТЕКУЩИТЕ МАТЕРИАЛНИ АКТИВИ В ПРЕДПРИЯТИЯТА С ТЪРГОВСКА ДЕЙНОСТ	412
Станислав Иванов Шишманов ПРИХОДИТЕ И РАЗХОДИТЕ НА ДЪРЖАВНИЯ БЮДЖЕТ КАТО ОБЕКТ НА ОТЧИТАНЕ В БНБ И ТЪРГОВСКИТЕ БАНКИ	426
Иванка Стефанова Янкова КОНЦЕПЦИЯТА ЗА СОЦИАЛНАТА УСТОЙЧИВОСТ В КОНТЕКСТА НА СТАТИСТИЧЕСКОТО ИЗСЛЕДВАНЕ	441
Ана Борисова Иванова ФИНАНСИРАНЕ НА СИСТЕМАТА НА ЗДРАВЕОПАЗВАНЕ В Р БЪЛГАРИЯ – СЪСТОЯНИЕ, ТЕНДЕНЦИИ, ВЪЗМОЖНОСТИ ЗА ОПТИМИЗИРАНЕ	455
Биляна Диянова Дамянова ЛИЗИНГОВИЯТ ПАЗАР В БЪЛГАРИЯ – СЪСТОЯНИЕ И ТЕНДЕНЦИИ	476
Айтен Байрям Сабри ИНДИКАТОРИ ЗА ИЗМЕРВАНЕ НА УСТОЙЧИВОТО РАЗВИТИЕ НА ИНДУСТРИАЛНИТЕ ПРЕДПРИЯТИЯ	488
Борислав Бойчев Боев АЛТЕРНАТИВНО ИЗПОЛЗВАНЕ НА ПЛОЩАДКА „БЕЛЕНЕ“ ЧРЕЗ ИЗГРАЖДАНЕ НА МАЛКИ МОДУЛНИ РЕАКТОРИ	498
Елена Димитрова Ташкова ДИГИТАЛНИТЕ ТЕХНОЛОГИИ – ТЕОРЕТИЧНИ ПОСТАНОВКИ И ВЪЗМОЖНОСТИ ЗА ПРИЛОЖЕНИЕ В АГРАРНИЯ СЕКТОР	513
Росен Костадинов Коцев ИЗПЪЛНЕНИЕ И ЕФЕКТИ НА ПРОГРАМАТА ЗА РАЗВИТИЕ НА СЕЛСКИТЕ РАЙОНИ В БЪЛГАРИЯ (2014 – 2020)	523
Иво Цветанов Балевски ВЛИЯНИЕ НА ПРОГРАМАТА ЗА РАЗВИТИЕ НА СЕЛСКИТЕ РАЙОНИ ВЪРХУ ТУРИСТИЧЕСКИЯ БИЗНЕС В ОБЛАСТ ГАБРОВО ЗА ПЕРИОДА 2007 – 2013 ГОДИНА	535
Ивелина Маркова Йорданова КУЛТУРНО-ИСТОРИЧЕСКИЯТ ТУРИЗЪМ В ДЕСТИНАЦИЯ ВЕЛИКО ТЪРНОВО В КОНТЕКСТА НА УСТОЙЧИВОТО РАЗВИТИЕ	547
Иван Стефанов Иванов ИЗМЕНЕНИЯТА НА ПАЗАРА НА ТРУДА В УСЛОВИЯТА НА ПАНДЕМИЧНА КРИЗА И ВЛИЯНИЕТО ИМ ВЪРХУ СИСТЕМАТА НА ЗДРАВЕОПАЗВАНЕТО В БЪЛГАРИЯ	563

Emre Zafer Güney WORKFORCE EFFICIENCY INCREASE FOR THE ONLINE SALES IN-STORE PICKING OPERATION	575
Александра Георгиева Ангелова ЕВРОПЕЙСКАТА ТЪРГОВСКА ПОЛИТИКА В ПОДКРЕПА НА РАЗВИВАЩИТЕ СЕ ИКОНОМИКИ	587
Пенчо Малинов Малинов КОНЦЕПТУАЛНО ЗНАЧЕНИЕ НА ИНОВАЦИЯТА И СПЕЦИФИКА НА ИНОВАЦИОННИТЕ СТРАТЕГИИ	599
Емил Христов Александров ФИНАНСОВИЯТ КОНТРОЛИНГ В УСЛОВИЯТА НА КРИЗА	615
Боян Димитров Вранчев УПРАВЛЕНИЕ НА ПРОЕКТНИ ЕКИПИ – ВЪЗМОЖНОСТИ И ПРЕДИЗВИКАТЕЛСТВА	624

ГОДИШЕН
АЛМАНАХ
НАУЧНИ ИЗСЛЕДВАНИЯ НА ДОКТОРАНТИ
Студии и статии
Том XIII – 2020, книга 16

Даден за печат на 31.08.2021 г., излязъл от печат 09.09.2021 г.
Поръчка № 18780; формат 16/70/100; тираж 65

ISSN 1313-6542

Издателство и печат: Академично издателство „Ценов“
Свищов, ул. „Цанко Церковски“ 11А