

## АНТИИНФЛАЦИОННА ПОЛИТИКА НА БНБ ВЪВ ВАЛУТЕН БОРД И ДЕГРАДАЦИЯ НА ЕКСПЕРТНОСТТА ПРИ ДЪЛГОГОДИШНО ДЕЙСТВИЕ НА ВАЛУТЕН БОРД

Боян Иванчев<sup>1</sup>, УНСС

### Резюме

*Съществуват множество изследвания върху колониалните, малките и развиващите се икономики, които демонстрират ефективността на валутния борд за преодоляване на хиперинфлацията, която обикновено е резултат от политическа намеса в работата на централните банки. Едновременно с това липсват изследвания за това как валутният борд се справя с външни шокове и с множеството фактори, които влияят върху инфлационните процеси в дадена страна. Проучванията за качеството, експертизата и капацитета на служителите, обслужващи валутния борд през годините, също са рядкост, а като пример може да се посочи изследването от 2017 г. на почтеността в банковия сектор в България (Асоциация "Прозрачност без граници", 2017).*

**Ключови думи:** валутен борд, инфлация, банков сектор, България.

## ANTI-INFLATION POLICY OF THE BULGARIAN NATIONAL BANK IN CURRENCY BOARD AND DEGRADATION OF EXPERTISE DURING LONG-TERM OPERATION OF THE CURRENCY BOARD

Boayan Ivanchev<sup>2</sup>, University of National and World Economy, Sofia

### Abstract

*There is a wealth of research on colonial, small, and developing economies that demonstrates the effectiveness of the currency board in overcoming hyperinflation, which is usually the*

---

<sup>1</sup> Боян Иванчев е главен асистент в УНСС, с докторат от Варшавския университет и базово образование по икономика от Икономическия университет в Прага, освен това е финансов и инвестиционен консултант. Като преподавател специализира в дисциплината поведенческа икономика и е един от малкото специалисти в България на това поприще. Автор е на книгата „История на българския капиталов пазар (1862-1848)“ (Издателство Изток-Запад, 2014) и на собствена концепция за „след-парите“ („post-money“), части от която са публикувани в *Публични политики.bg* и в други реномирани издания.

<sup>2</sup> Boayan Ivanchev is a Chief Assistant Professor at the University of National and World Economy, with a Ph.D. from the University of Warsaw and a basic education in Economics from the University of Economics in Prague, and he is also a financial and investment consultant. As a teacher, he specializes in the discipline of behavioral economics and is one of the few specialists in Bulgaria in this field. He is the author of the book "History of the Bulgarian Capital Market (1862-1848)" (East-West Publishing House, 2014) and of his own concept of "post-money", parts of which have been published in the e-journal *Public Policies.bg* and in other reputable publications.

*result of political interference in the work of central banks. Simultaneously, there is a lack of research on how the currency board copes with external shocks and with multiple factors that influence inflation processes in a given country. Studies on the quality, expertise, and capacity of the officials serving the currency board over the years and their degradation are also rare and indirectly one such study in Bulgaria is the one from 2017, examining integrity in the banking sector in Bulgaria (Transparency International Bulgaria, 2017).*

**Key words:** *currency board, inflation, banking sector, Bulgaria.*

Налични са множество научни изследвания за колониални, малки и развиващи се икономически страни, които доказват ефективността на валутния борд при преодоляване на хиперинфлация, която обикновено е резултат на политическа намеса в работата на централните банки (Ghosh et al., 1998, 2000; Hanke, 2002; Ho, 2002; Stukenbrock, 2004). Но в същото време липсват изследвания за това как валутния борд се справя при външни шокове и при множество фактори, които влияят на инфлационните процеси в дадена страна. Изследванията за качеството, експертизата и капацитета на чиновниците обслужващи валутния борд през годините и тяхната деградация, също са рядкост и индиректно едно такова изследване в България е това от 2017 година, изследващо почтеността в банковия сектор в България (Асоциация "Прозрачност без граници" [Transparency International Bulgaria] 2017).

Възможно е да се твърди, че най-важното преимущество на валутния борд е не допускането по политически причини бюджетният дефицит да бъде финансиран, чрез директно кредитиране на правителството или чрез закупуване на държавни ценни книжа от централната банка. Съвсем естествено и едновременно с това преимущество, валутният борд има слабост при управление на външни, екзогенни шокове за местната икономика, когато е необходима активна монетарна политика на паричното предлагане, лихвената политика и тази на валутния курс. Бих казал, че тази система за управление на монетарната политика и стратегиране на дадена икономика е значително по-добра за силно политизираните общества, общества в преход – икономически и социално-политически и като цяло тези общества, които се характеризират с незряла пазарна икономика, в която няма създадени механизми в държавната администрация и бизнеса, които да противодействат на волунтаристични и политически ориентирани макроикономически действия и моралния риск.

Политическата намеса в дейността на централната банка и липсата на бюджетна дисциплина в България при управлението на БСП (наследник на българската комунистическата партия) в периода 1996-97 г. доведе страната до крах. Тогава квазицентрално (социалистически) управляваната икономика и БНБ резултира в: раздаване на банкови лицензи от БНБ на политически принцип; политическо и криминално раздаване на кредити, които нямаха минимален икономически смисъл и минимално обезпечение, от страна на кредитополучателите; липса на фискална и бюджетна дисциплина и до безогледно спасяване от фалит на неконкурентноспособни държавни предприятия и банки изпаднали в ликвидна криза. Най-големите от тези кредитополучатели бяха политически определени и близки до управляващата партия –

БСП. Тази политически контролирана безконтролност от гледна точка на макроикономически правила и принципи за спазване на бюджетна дисциплина доведе до: банкова криза, при която 15 кредитни институции фалираха, доведе до хиперинфлация от над 2000%, българският лев загуби почти 99% от стойността си спрямо щатския долар за периода януари 1992 - февруари 1997 г. и най-накрая предизвика всенародни протести, които свалиха крайно неуспешното социалистическо правителство. Валутният съвет беше въведен на 1 юли 1997 г. със Закона за Българската народна банка, приет на 5 юни същата година и от тогава в България работи валутен борд, който успешно се справя през годините със запазването на стабилността на лева и паричното предлагане.

В същото време, обаче, няма особени следи за налични научни изследвания за това как валутният борд се справя в условията на привнесена, екзогенна (външна) инфлация – такава, каквато имаме днес в България. В същото време не е добре изследвана и загубата на експертност, и загубата на капацитет от страна на служителите на БНБ и валутния борд – поради високата степен на автоматизъм при управление на паричната маса и функционирането на валутния борд. В книгата „Оценка на системата за почтеност в банковия сектор в България“ (Асоциация "Прозрачност без граници" [Transparency International Bulgaria] 2017) се прави оценка за периода 2009-2014 г. на БНБ по различни критерии – обща оценка, капацитет, роля, управление. Агрегираните данни за оценка на БНБ са показани в гореописаната книга на стр. 478 и по всички критерии те са под стойност 2 т.е. отразяват незадоволително ниво и/или липса на изграден капацитет, съществени дефицити при изпълнението на ролята и неадекватно управление на изследваната институция. Основното предизвикателство пред, което се изправи БНБ, а именно банковата нестабилност и фалита на КТБ беше предизвикано от неефективно осъществяване на контролните правомощия на БНБ, чрез частични, ненавременни и нефокусирани върху основните проблеми действия, и всъщност до практически отказ от предприемане на действия по банков надзор, които са същевременно силно формализирани и неработещи. (Ibidem: 21-22). След фалита на КТБ, съзерцателното поведение на БНБ продължи и липсваше от активния разговор и присъствие при подготовката на страната за евро зоната, предоставяйки изцяло публичната дискусия и присъствие на изпълнителната власт и непрофесионалистите. Липсата на капацитет и съзерцателното поведение на БНБ доведе и до липсата на навременни, категорични и последователни действия по отношение на овладяване на инфлацията в периода след COVID-19. Тази инфлация започна с нейното привнасяне в следствие на нарушените глобални вериги на доставка по време на двегодишната пандемия от COVID-19 и недостиг в предлагане на материални стоки. На желанието за увеличено предлагане на стоки не беше възможно да се отговори с повишено предлагане на суровини, материали и стоки – именно поради глобалното затваряне на цели държави, сектори, производствени центрове и/или поради първостепенно задоволяване на местните стратегически потребности и едва след това експортиране към други страни.

В допълнение, към този външен шок, имахме наличие на енергиен шок поради извратената политика на Русия - да не доставя максимално количество природен газ за Европа, още през 2021 г. и да поддържа газовите хранилища в Германия полупразни. В следствие на това драстично се увеличиха цените на природен газ, електроенергия и петрол, които допълнително се ускориха след началото на военната руска агресия срещу Украйна, започнала през февруари 2022 г.

Не само БНБ и българските макроикономисти, но и тези на международно ниво изпаднаха в съзерцание и летаргия по въпросите, свързани по принцип с инфлационните промени, не само в условията на валутен борд, поради това, че през последните 40 години инфлацията в демократично управляваните страни с пазарна икономика беше под пълен контрол и осцилираше около заложената цел на повечето централни банки т.е. от 2% до 3%. Днешните качествено различни макроикономически и геополитически условия обаче са подобни с тези от преди периода на управление на Федералният резерв на САЩ от Пол Волкър (след периода на първата енергийна криза и войната от Йом Кипур). Тогава Волкър не се притесняваше еднократно да увеличава целевата лихва на ФЕД с 400 базисни пункта наведнъж. При наличие на продължаваща висока и двуцифрена инфлация в условията на нисък икономически ръст ФЕД, действащ като централна банка на САЩ, показва, по времето на Волкър, как може да се ступи високата инфлация с класическите монетарни инструменти за управление на инфлацията – увеличаване на основния лихвен процент на двуцифрени нива. Освен това, тогава Волкър прилага и ограничаване на ликвидността за банките и контрол на паричната маса (чрез намаляване на операциите за рефинансиране на открития пазар) от заседанието на ФЕД от 6 октомври 1979 г.

Валутният борд в България има само една силна базука по отношение на управлението на паричното предлагане и това е регулацията на задължителните минимални резерви на търговските банки. Възприет е и подхода фискалните резерви също да се смятат като вторичен инструмент за парично предлагане - в зависимост от това дали са държани по сметка в централната банка или в търговските банки. Промяната на ОЛП, като инструмент от БНБ е само техническо действие, което не води до промяна на лихвената политика на междубанковия пазар, поради естеството на действие на валутния борд. Според разпоредбите за валутния борд, от една страна той има деполитизиращ, дисциплиниращ ефект и дори политиките да искат, те не могат да принудят централната банка да увеличи паричната маса извън наличната резервна валута в централната банка. От друга страна обаче БНБ не може да управлява самостоятелно и съобразно икономическия цикъл – про- или антициклично лихвения процент на собствената си валута и да има собствена политика на валутния курс, с която да използва акселератора на външната търговия – с цел увеличаване на експортното търсене на стоки и услуги произведени в страната. Това, с което най-вече БНБ би могла да управлява паричното предлагане и ликвидността на междубанковия пазар и от там цената на кредита, е увеличаване/намаляване на задължителните минимални резерви, поддържани по нейна сметка от търговските банки. Препоръка за увеличение на

резервите бяха направени от автора на тази статия публично още на 10 май 2022 г.<sup>3</sup> с цел борба с агресивните темпове на кредитиране и овладяване на инфлацията. За съжаление задължителните минимални резерви не бяха увеличени навреме от БНБ и още по-лошо е това, че нямаше аргументи, разговор - защо това не се прави и/или кога ще се направи и при какво ниво на инфлация. Първоначално БНБ опита използването на заместващ, квазимонетарен, антицикличен инструмент - антицикличен буфер. Този инструмент априорно има толкова голям лаг от вземане на решение до ефективното му влизане в сила (съгласно чл. 5, ал. 5 от Наредба № 8 на БНБ);, че агрегиращият ефект е почти нулев, както е видно от таблицата по-долу.

**Таблица 1. Решения на БНБ за нивото на антицикличен буфер; Индекс на потребителски цени; среден ГПР на ипотечни кредити.**

Дата на решение на УС на БНБ	Ниво на антицикличен буфер, приложим към кредитни рискови експозиции в България	Влиза в сила от:	ИПЦ за месеци, в които влиза в сила нов антицикличен буфер. База: месец от предходната година = 100	Лихвен процент на БНБ по свръхрезерви	ОЛП	Задължителни минимални резерви
12.12.15	0%	01.01.16				
31.03.16	0%	01.04.16				
16.06.16	0%	01.07.16				
29.09.16	0%	01.10.16				
16.12.16	0%	01.01.17				
16.03.17	0%	01.04.17				
20.06.17	0%	01.07.17				
26.09.17	0%	01.10.17				
14.12.17	0%	01.01.18				
29.03.18	0%	01.04.18				
26.06.18	0%	01.07.18				
25.09.18	0%	01.10.18	1.8%	-0.70%		
	0.5%	01.10.19	2.4%	-0.70%		
13.12.18	0.5%	01.01.20	4.1%	-0.70%		
28.03.19	1%*	01.04.20	1.8%	-0.70%		
25.06.19	1%*	01.07.20	1.2%	-0.70%		
17.09.19	1%*	01.10.20	0.8%	-0.70%		
20.12.19	1.5%*	01.01.21	-0.6%	-0.70%		
19.03.20*	0.5%	01.04.20	1.8%	-0.70%		
23.06.20	0.5%	01.07.20	1.2%	-0.70%		5 %/10%
29.09.20	0.5%	01.10.20	0.8%	-0.70%		5 %/10%
17.12.20	0.5%	01.01.21	-0.6%	-0.70%		5 %/10%
30.03.21	0.5%	01.04.21	2.0%	-0.70%		5 %/10%
22.06.21	0.5%	01.07.21	3.0%	-0.70%	0.00%	5 %/10%
16.09.21	0.5%	01.10.21	6.0%	-0.70%	0.49%	5 %/10%

<sup>3</sup>

<https://www.investor.bg/a/85-analizi/351766-golemiyat-san-antiinflatsionna-politika-vav-valuten-bord?fbclid=IwAR25MJBpccuA10ANh7Ebf2Fx8DHIwAiLcJBao-ri2ojEwea-2djzpgpTA9U>

	1.0%	01.10.22	17.6%	-0.53%	0.49%	5%/10%
16.12.21	1.5%	01.01.23	16.7%	0.00%***	2.17%	5%/10%
22.03.22	1.5%	01.04.23				5%/10%*****
23.06.22	1.5%	01.07.23				12%*****
29.09.22	2.0%	01.10.23				
22.12.22	2.0%	01.01.24				
20.03.23	2.0%	01.04.24				

**Източник: Собствена таблица на базата на данни от БНБ, НСИ.**

\* Във връзка с пандемията от COVID-19, през март 2020 г. Управителният съвет на БНБ приема пакет от мерки, включващ отмяна на предвидените за 2020 г. и за първото тримесечие на 2021 г. увеличения на нивото на антицикличния капиталов буфер, приложим към местните кредитни рискови експозиции, и запазване на равнището от 0.5%;

\*\* в сила от м. 07.2022 г.

\*\*\* в сила от м. 08.2022 г.

\*\*\*\* ИПЦ за м. март 2023 г.

\*\*\*\*\* 5 % за нерезиденти и 10% за резиденти

\*\*\*\*\* „1. Считано от 1 юни 2023 г. процентът на задължителните минимални резерви по привлечените от банките средства от нерезиденти се увеличава от 5 на 10 процента.

2. Считано от 1 юли 2023 г. процентът на задължителните минимални резерви по привлечените от банките средства от резиденти и от нерезиденти се увеличава от 10 на 12 процента.“

Другият квазимонетарен инструмент, който БНБ използва, отново с голямо закъснение, е лихвата по свръхрезерви на търговските банки, която остава на ниво -0.7% чак до 07.2022 г. когато е променена на -0.53% и едва на 08.2022 г. е установена на 0%. Забавянето в намаляването на тази лихва, допълнително стимулира рисковия апетит на търговските банки за отпускане на ипотечни и потребителски кредити и по този начин и стимулиране на търсенето и инфлацията. Всичко това се случва, в условията на вече двуцифрена инфлация в България. Това означава, най-малкото, че промяната на антицикличния буфер и лихвата по свръхрезерви и тяхното действие е ужасно закъсняло и тук дори не е необходимо да правим модели и корелационни зависимости – за да се доверим на по-горното твърдение.

Внимателността на действията на БНБ, през периода на висока инфлация е такава, сякаш българската икономика е по-голяма от американската и китайската – взети заедно. Толкова внимателно действа единствено ЕЦБ, защото според много икономисти еврозоната е неоптимално валутно пространство и ЕЦБ отчита в своята политика различната фискална политика, дисциплина и ниво на корупция на страните от еврозоната. Тоест, трябва да се съобразява с културологичните и народопсихологически разлики в страните от еврозоната като например: с фалиралата Гърция, която има почти 193% дълг спрямо БВП към декември 2021 г. Към същата дата хронично дефицитната и социално-социалистически ориентирана Франция има 113% дълг към БВП, популистко-телевизионната Италия има 150% дълг към БВП, докато други, дисциплинирани страни от еврозоната имат нисък бюджетен дефицит и дългово съотношение. Тази ситуация априорно определя действията на ЕЦБ да бъдат с психологическа склонност (biased) към политическо-политически действия паралелно с

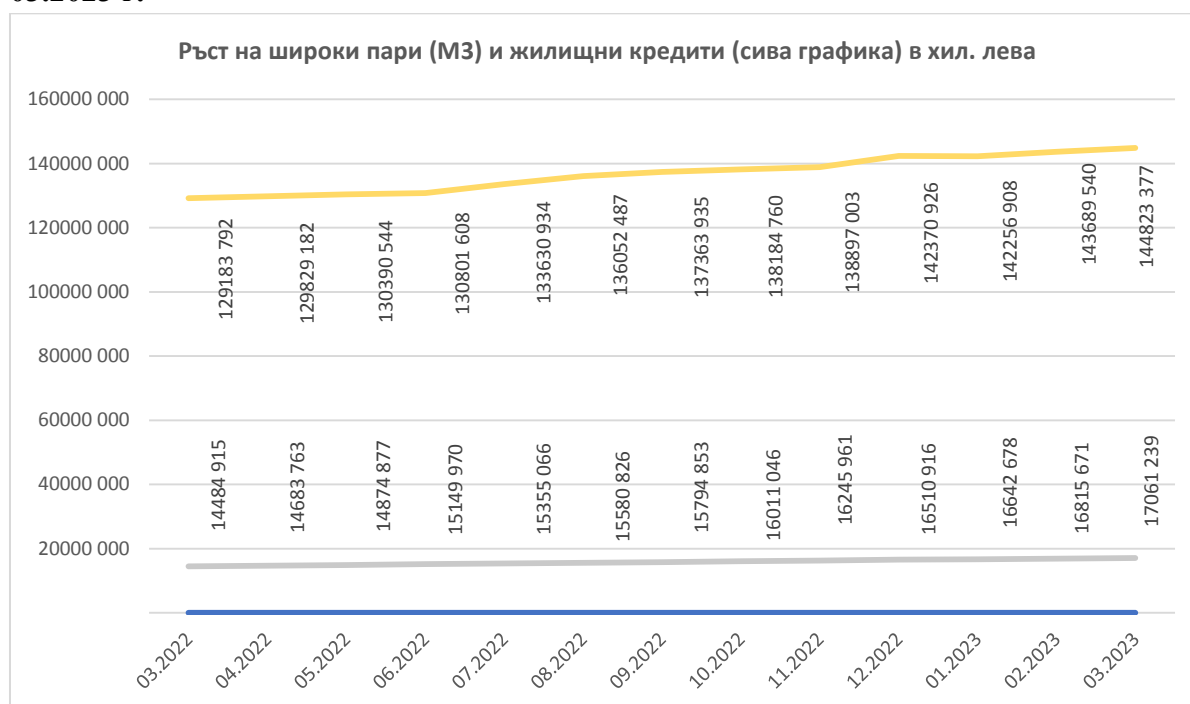
икономико-политическите действия. Но ако това е разбираемо за ЕЦБ, защо БНБ има такава психологическа склонност при промяна на антицикличния буфер и на задължителните минимални резерви, когато не би следвало България да се разглежда предимно като икономика движена от вътрешното търсене, а като такава експонирана към експорт и външни инвестиции. Или вероятно и това е в резултат на загубата на експертност и капацитет през годините – установен още през 2017 г? Възприемането на валутния борд в България и БНБ като детерминиран процес, даденост и нещо, което не изисква повече усилия се удостоверява и чрез крайно малкото на брой научни статии за валутния борд от български автори – от началото на новия век (Nenovski, Christov, 2002, Nenovski, 2003, Stanchev, 2004, Peykov, 2022) са едва няколко.

БНБ пропусна да вземе решителни действия с цел усмиряване на инфлацията и взе решение да увеличи задължителните минимални резерви на 26 април 2023 г. (в сила последователно от юни и юли 2023 г. вж. Таблица 1) едва, когато вече имахме първи месеци през 2023 г. с намаляваща инфлация. През цялото време на ускоряваща се инфлация липсваше разговор и послание от БНБ към пазарите, с изключение на прогнозата за вероятност от около 60%, че инфлацията за 2022 г. ще бъде в диапазона 8-15%. Това категорично не е достатъчно като действие от страна на централната ни банка, както и от страна на изпълнителната власт – след декември 2021 г. Изпълнителната власт в последващия период не показва никакво ясно познаване на инфлационните процеси и това, че множество нейни фискални и мерки свързани с доходите бяха проинфлационни. Уравниловъчните действия *per capita* „на глава“ направиха така, че помощи получиха не само тези, които имат най-голяма нужда – например семейства с деца до 18 г. и/или многодетни такива, и/или с определен, минимален кумулативен доход на домакинство. Те бяха получени от всички и така полученият допълнителен доход, обикновено се използва веднага за заместваща или допълнителна, или догонваща (пропусната) консумация. Според принципите на поведенческите финанси този модел на използване на допълнителния доход се обуславя и от психологическите склонности – ментално счетоводство (*mental accounting*), според която допълнителния доход е за цялостно изразходване, не за спестяване и склонността за хиперболично дисконтиране (*hyperbolic discounting*) т.е. изразходване на допълнителния доход сега, защото днес ние по-сенен, отколкото след време. Модел на поведение, който категорично действа проинфлационно.

Още по-ясен е пропуската на БНБ по отношение на други меки мерки за регулиране на креация на пари от търговските банки. Почти 95% от търговските банки в България формират цената на левовия кредит на база на фиксирана надбавка плюс плаващ компонент, който пък се базира на средно претеглен лихвен процент по привлечени депозити в лева. Поради голямата легова ликвидност в страната, лихвите по привлечени средства са почти нулеви и поради това, например ипотечните кредити в страната ни са около 300 точки и са по-евтини от тези в Германия – страна, която има значително по-добър кредитен рейтинг по S&P а именно AAA и там цената на ипотечния кредит е около 350 точки. Поради това, че БНБ одобрява общите условия на търговските банки и съответно и тяхната лихвена политика, тя може да поиска

плаващия компонент в цената на кредита да бъде обвързан с по-релевантна стойност за политиката на БНБ и по-близък до политиката на ЕЦБ. Тогава именно щеше да има трансмисия на конюнктура, за което БНБ пише на 26.04.2023 г. че не се случва в страната, но то не се случва поради това, че самата тя допуска асинхронна лихвена политика и креация на пари от търговските банки. Всъщност не се случва защото има погрешна мека политика на БНБ по отношение на цената на кредитния ресурс. Това е една от основните причини кредитната експанзия в областта на ипотечното кредитиране непрестанно да нараства през последната година с темпове, които са по-високи от характерните за сектора. Тази кредитна експанзия категорично допринася за високата инфлация в България.

**Графика 1. Ръст на МЗ и жилищни кредити в България за периода 03.2022 – 03.2023 г.**



**Източник: Собствена изчисления на база данни от БНБ**

Жилищните кредити за домакинствата (със срочност до 1 г. + 1 до 5 години и над 5 години ) кредити към декември 2022 г. са 187 213 броя (БНБ), т.е. от 2 128 574 заети българи (към 30.11.2022, НСИ) всеки единадесети, по-точно всеки пети, защото кредитите са предимно семейни и/или с поръчител, изплаща ипотечен кредит и в допълнение има 1 365 284 потребителски кредити и допълнително стотици хиляди овърдрафти за домакинствата. Общата сума на тези кредити дори не е толкова важна в случая, колкото това, че от началото на 2022 г. те се увеличават на месечна база с двуцифрен темп. Същевременно на БНБ не беше достатъчно ясно, че поне 20% от ипотечните заеми обикновено се дублират с потребителски заем, който се сключва същия месец, както и ипотечния кредит – за да не се натовари задлъжнялостта на



кредитополучателя и да се скрие от банката, отпускаща ипотечния кредит. Тази 100%-на кредитна покупка на недвижим имот (за около 20% от ипотечните кредити) определено бил могъл да създаде макроикономически риск за банковата система и страната. В допълнение ипотечните кредити в България са 100% с плаващ лихвен процент и средната цена на ипотечните кредити от около 3.00% годишният процент на разходите (ГПР)<sup>4</sup> само ще нараства, най-малкото защото лихвите по суверенния ни дълг с матуритет 5 години е с почти 6% доход до падеж и защото, макар и бавно, лихвите по депозити в лева също ще се увеличават. Имайки предвид очакваното увеличение на месечните вноски за обслужване на ипотечни и други кредити и инфлацията в статиите за различни видове храна, които са над 30%, инфлацията релевантна за българските домакинства ще „изяде“ не малка част от нетния разполагаем доход и ще увеличи сериозно вероятността от дефолтиране и спиране на обслужване на множество кредити. Ако това не е проблем за търговските банки, които преминават катастрофични риск симулации, то тези рискове ще влошат добруването на българските.

### **ВМЕСТО ЗАКЛЮЧЕНИЕ - ОСЪЖДАНЕ**

И отново. Задавам въпрос – защо БНБ я няма на пазара като регулатор на ликвидността и цената на кредитните пари – по един или друг начин? Изборът/липсата на нов управител не може да спре работата на тази институция, защото там работят множество банкови служители и БНБ не зависи само и единствено от управителя си – който и да е той. Или вече капацитета е толкова влошен, че няма кой да постави тези въпроси и/или се страхува да ги постави. Изпълнителната власт в България също я няма, защото предпочете да бъде свалена от власт, вместо да избере управител на БНБ от друга политическа партия и допълнително демотивира и влоши потенциала за експертен разговор по отношение на антиинфлационни мерки в условията на валутен борд. С тази статия отварям въпроса за твърдите и меки качествени показатели и регулации на валутния борд, тяхната деградация при относително дълъг период на съществуване в дадена страна и възможностите на валутния борд да устои едновременно на външни и вътрешни шокове – икономически, политически и при деградация на експертността и капацитета.

### **БИБЛИОГРАФИЯ**

Ghosh A. R. (1998). Currency Boards: The Ultimate Fix?, IMF Working Papers, Volume 1998: Issue 008, DOI: <https://doi.org/10.5089/9781451927955.001>

Ghosh, A. R., Gulde, A.-M., Wolf, H. C., de Haan, J., Pagano, M. (2000) Currency Boards: More than a Quick Fix? Economic Policy, 15(31), 269–335. <http://www.jstor.org/stable/1344698>

---

<sup>4</sup> Това е процента на разходите върху взетата на заем сума, той показва на какво е пълното оскъпяване на тяхното задължение към кредитора (б.р).

Hanke, S. H. (2002) Currency Boards. *The Annals of the American Academy of Political and Social Science*, 579, 87–105. <http://www.jstor.org/stable/1049785>

Ho C. (2002) A survey of the institutional and operational aspects of modern-day currency boards, BIS Working Papers, No. 110,

Stukenbrock K. (2004) *The Stability of Currency Boards*, Peter Lang GmbH, Europaischer Verlag der Wissenschaften, Frankfurt am Main.

Nenovsky, N., Hristov K. (2002) The new currency boards and discretion: empirical evidence from Bulgaria, *Economic Systems* 26: pp. 55–72.

Nenovsky, N., Yorgos R. (2003). Extreme monetary regime change: evidence from currency board introduction in Bulgaria, *Journal of Economic Issues* 37 (4): 909-41.

Stanchev, K. (2004) Political attitudes and currency board, in *Anatomy of transition*, pp.5661. Ciela, Sofia.

Peukov, N. (2022) The currency board in Bulgaria and its impact on sectoral economic activity, *EASTERN JOURNAL OF EUROPEAN STUDIES*, Volume 13, Issue 1, June 2022, 123 DOI: 10.47743/ejes-2022-0106

Асоциация "Прозрачност без граници" (2017) Оценка на системата за почтеност в банковия сектор в България, София: Изток-Запад [Transparency International Bulgaria (2017) Otsenka na sistemata za pochtenost v bankovia sektor v Bulgaria, Sofia: Iztok-Zapad].