



**HAL**  
open science

Nikolay Nenovsky, Tsvetelina Marinova

► **To cite this version:**

Nikolay Nenovsky, Tsvetelina Marinova.

= Economic Thought Journal, 2022, 67 (1), pp.28-53. hal-04081221

**HAL Id: hal-04081221**

**<https://u-picardie.hal.science/hal-04081221>**

Submitted on 25 Apr 2023

**HAL** is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.



Distributed under a Creative Commons Attribution 4.0 International License

# ПЪРВИТЕ СТЪПКИ НА КРЕДИТОРА ОТ ПОСЛЕДНА ИНСТАНЦИЯ В БЪЛГАРИЯ. ИСТОРИЯ И ДЕБАТИ В ГОДИНИТЕ НА ВЕЛИКАТА ДЕПРЕСИЯ

**Николай Неновски**

Университет „Жул Верн“,  
Амиен, Франция

**Цветелина Маринова**

Нов български университет

How to cite this article / Как да се цитира тази статия:

Nenovsky, N., Marinova, T. (2022). Parvite stapki na kreditora ot posledna instantsia v Bulgaria. Istoria i debati v godinite na Velikata depresia [The First Steps of the Lender of Last Resort in Bulgaria. History and Debates During the Great Depression]. *Economic Thought Journal*, 67(1), pp. 28-53 (in Bulgarian).

To link to this article / Връзка към статията:



Published online / Публикувана онлайн: 2 June 2022



Submit your article to this journal / Изпратете статия за публикуване

<https://etj.iki.bas.bg>

Article views / Статията е видяна:

View related articles / Други подобни статии:



View Crossmark data / Вж. информация от Crossmark:

Citing articles / Цитиращи статии:

View citing articles / Вж. цитиращи статии:



## ПЪРВИТЕ СЪПКИ НА КРЕДИТОРА ОТ ПОСЛЕДНА ИНСТАНЦИЯ В БЪЛГАРИЯ. ИСТОРИЯ И ДЕБАТИ В ГОДИНИТЕ НА ВЕЛИКАТА ДЕПРЕСИЯ

**Николай Неновски**

Университет „Жул Верн“,  
Амиен, Франция

**Цветелина Маринова**

Нов български университет

*Резюме:* Целта на изследването е да представи първите стъпки на кредитора от последна инстанция в България през годините на Великата депресия и свързаните с нея банкови кризи. Във връзка с това последователно са изложени различните институционални форми на кредитора от последна инстанция в България. Разгледана е ролята на Българската народна банка като кредитор от последна инстанция при системна криза за спасяването на Кредитна банка през 1931 г., както и теоретичните дискусии сред българските икономисти относно кредитора от последна инстанция.

*Ключови думи:* кредитор от последна инстанция; парична политика; банково регулиране; икономическа история на България; Велика депресия

*JEL codes:* E52; E58; G21; G28; N14; N44

*Received 2 December 2021*

*Revised 22 December 2021*

*Accepted 9 January 2022*

През последните години сме свидетели на дълбоки институционални промени в характера на централните банки, в паричната им политика и в техните функции. Тези трансформации са резултат от редица фактори, най-вече от кризата, започнала през 2008 г., както и от мащабните процеси на дигитализация на парите. Мястото и конкретните механизми на системата за финансова стабилност, вкл. и на кредитора от последна инстанция (КПИ), също еволюират. В този ред на мисли един поглед върху историческото развитие на КПИ може бъде изключително полезен<sup>1</sup>.

Нашето изследване е само първи опит за осветляване на зараждането на КПИ в България. Предстоят бъдещи значително по-мащабни и детайлни проучвания, които проследяват развитието на кредитора от последна инстанция от неговото начало до днес, в годините на паричен съвет (и евентуалното интегриране на България в Еврозоната). Това може да се осъществи и с мобилизирането на архивните фондове на БНБ и други институции, които засега са само частично използвани от българските изследователи.

---

<sup>1</sup> Вж. например публикациите на Чарлз Гудхарт (Goodhart, 1999; Goodhart and Illing (ed.), 2002), Пол Тъкър (Tucker, 2014) и Пери Мехрлинг (Mehrling, 2010; 2014). Съвременните дебати относно ролята на КПИ не са обект на представеното изследване.

## 1. Икономиката на България и Великата депресия

В началото на 20 век България е аграрна страна, в земеделието са заети около 75-80% от населението. Индустриализацията напредва бавно (вж. табл. 1). България губи две последователни войни – Междусъюзническата и Първата световна. В резултат от сключените мирни договори (Букурещкия от 1913 г. и Ньойския от 1919 г.) страната ни понася не само териториални загуби, но трябва да се справя и със сериозни икономически и финансови тежести. Политическата и икономическата ѝ зависимост от Великите сили нараства, външните дългове са преди всичко политически обосновани, а тяхната стопанска ефективност е слаба. Възможностите за емисия на вътрешен дълг са крайно ограничени. Рамките на публичните финанси и на паричната система са зададени отвън. След Първата световна война с участието на Обществото на народите (ОН) е сформирана репарационна комисия, която освен плащанията на репарациите контролира и обслужването на довоенните дългове (по линия на „Държателите на титри“). Контролът се осъществява чрез представители на тези структури в Българската народна банка (БНБ) и Министерството на финансите (МФ). През 1925 г. се извършва сериозно реструктуриране на всички дългове (Prost, 1925; Стоянов, 1933).

Таблица 1. Разпределение на националния доход по отрасли на народното стопанство (млрд. лв.)

Периоди	Занаятчийство	Промисленост	Търговия	Земеделие
1925-1929	4,35	3,32	3,95	32,31
1930-1934	3,47	2,71	2,67	21,96

Източник: Кърклийски, 1941, с. 105.

В България, подобно на повечето страни, паричната маса, както и инфлацията и обезценяването на лева нарастват бързо, увеличават се публичните и платежните дефицити (Danaillow, 1932)<sup>2</sup>. През периода 1924-1928 г. се осъществява фактическа стабилизация на лева, легално оформена през 1928 г. За този успех помагат двата заема, получени с посредничеството ОН – Бежанският от 1926 г. и Стабилизационният от 1928 г. България въвежда златно-разменния стандарт, препоръчан от конференцията в Генуа през 1922 г. Поради ограниченията по линия на платежния баланс стабилизацията в страната се извършва в режим на строг валутен контрол и монопол на централната банка върху валутния пазар (Nenovsky and Pavanelli, 2007).

Стабилизацията на лева е придружена от дълбока институционална промяна на БНБ – със закон от октомври 1928 г. тя се превръща в чисто емисионна банка и банка на банките, като се освобождава от търговско, индустриално и ипотечно кредитиране, а нейните операции се съсредоточават най-вече върху предоставянето на краткосрочен кредит (с матуритет до 3 месеца), както и върху скотиране и рескотиране на търговски ефекти по линия на банките,

<sup>2</sup> Вж. също Petkof (1926); Focarile (1929); Ilieff (1930); Koszul (1932); Mollof (1934); Nenovsky (2006; 2012); Вачков (2016); Tooze and Ivanov (2011); Marinova (2020).

залог на злато и др. В Закона за БНБ от 1928 г. се премахват стоковият кредит и откриването на текущи сметки с два подписа. Във връзка с това, докато през 1926 г. сконтовият портфейл в баланса на БНБ е около 43%, то през 1928 г. той вече надхвърля 60% (през 1939 г. се достигат 100%). Взаимодействието с държавата се ограничава и се регламентира строго<sup>3</sup>. Експерти от финансовата комисия на ОН контролират спазването на новия паричен режим. Както в другите страни, в България се провежда оживен, главно с практическа насоченост дебат за стабилизацията, засягащ дилемата „дефлация срещу девалвация“ и оптималното ниво на стабилизация на лева. В дискусиите са мобилизирани не само различните частни и публични интереси, но и разнообразни теоретични аргументи, произтичащи преди всичко от теориите и позициите, споделяни от водещите западни икономисти. В крайна сметка България избира девалвацията на лева при нов курс, следвайки в това отношение избора на Франция (вж. Nenovsky, 2006; 2009).

Банковата система се развива бързо – тя придобива изключително комплексна структура, състояща се от многобройни финансови институции. Тази комплексност е в явно противоречие със слабото стопанско развитие на страната. На върха на финансовата пирамида стои БНБ, а непосредствено под нея са другите две големи държавни банки – Българска земеделска банка (БЗБ), която води началото си от 1903 г. и е наследник на земеделските каси след Освобождението, и Българска централна кооперативна банка (БЦКБ), основана през 1910 г. Българска земеделска банка е създадена, за да подпомогне модернизацията и развитието на селското стопанство чрез кредитиране на земеделските кредитни кооперации (през 1910 г. те са 596, а през 1939 г. достигат 1961). Интересно е, че БЗБ играе ролята на своеобразна миницентрална банка, миникредитор от последна инстанция по отношение на земеделските кредитни кооперации, а БЦКБ осигурява кредит на всички останали видове кооперации в страната и изпълнява спрямо тях функции, сходни на тези на кредитор от последна инстанция.

Особено важна роля във финансовата система на България в началото на ХХ век и най-вече в междувоенния период имат популярните банки. Техният брой непрекъснато расте, като през 1939 г. достига 207. Те се специализират в предоставянето на занаятчийски кредит, кредит на дребни търговци и производители, чиновници и др. Популярните банки функционират предимно в градовете, но постепенно навлизат и в селата, където се конкурират със земеделските кредитни кооперации. Голяма част от тези банки са организирани в кредитни централи (Съюз на популярните банки и Съюз на народните кооперативни банки), а други работят самостоятелно. Частният банков сектор е представен от около 160 банки и включва: (1) няколко големи акционерни чуждестранни банки и филиали на водещите западни банки, съсредоточени главно в София и специализирани в кредитиране на едрата индустрия и във финансиране на външната търговия – такива са Кредитна банка, Българска германска банка, Балканска банка и др.; (2) две големи български банки – Българска

---

<sup>3</sup> По-подробно за развитието на тези операции съгласно законите на БНБ вж. БНБ (1929а) и Христофоров (1946).

търговска банка и Гирдап, и (3) около стотина малки български банки, разпръснати из цялата страна и имащи локално значение. Към кредитните институции се причислява и Пощенска спестовна каса, която акумулира дребните спестявания на населението<sup>4</sup>. Всички банки поддържат определени нерегламентирани ликвидни суми в БНБ, чрез които извършват взаимните си разчети.

### **Нездравата кредитна експанзия**

След 1925 г. и особено след легалната стабилизация през 1928 г. се наблюдава силен приток на външни капитали, които подсилват резервите на БНБ и създават условия за неконтролируема кредитна експанзия. Това става по линия както на двата заема, които се съсредоточават в БНБ, така и на притока на краткосрочни частни капитали в чуждите банки (депозити на банките-майки в техните клонове в България). Фиксираният валутен курс, а също и по-високите лихвени проценти в страната са основен механизъм за привличане на капитали. През 1925-1926 г. търговският баланс има положително салдо.

През 1928-1929 г. кредитният ръст се повишава, особено в аграрния сектор, строителството и др.<sup>5</sup>, и изпреварва сериозно този на депозитите, а вследствие от това валутните резерви на БНБ започват да се топят. Почти половината от ръста на депозитите и кредитите се дължи на частните чуждестранни банки. Особено силно нараства стоковият кредит<sup>6</sup>.

Д. Йорданов обобщава ситуацията по следния начин: „Световната стопанска криза през 1929-30 год. завари българската банкова система в състояние на дезорганизация и раздробеност. По това време съществуваха в България над 2000 банкови заведения, които функционираха разпокъсано и на конкурентна борба. Достигнало се беше до едно широко и в много случаи безогледно кредитиране на земеделието, индустрията, занаятите и търговията. Широкото кредитиране даде възможност за натрупването на големи запаси от стоки и материали. Това натрупване се извърши с едно увлечение, без да се има предвид каква ще бъде покупателната способност на нашето народно стопанство през следващата година, която е в непосредствена зависимост от земеделското производство на България. А това производство през 1930 г. беше твърде незадоволително. Значителна част от посевите на 1929 г. измръзнаха, вследствие на което реколтата беше недостатъчна. От друга страна, на световния пазар настъпи чувствително спадане на цените на земеделските произведения, главно поради изобилната реколта на американското модернизирано и рационализирано земеделие“ (Йорданов, 1942, с. 24).

В това състояние на кредитна еуфория и липса на банкови регулации в края на 1929 г. върху българското стопанство се стоварват първите удари на кризата.

---

<sup>4</sup> За банковия сектор вж. Карамихайлов (1939); Кърклияски (1941); Чакалов (1940); Христофоров (1946); Kossev (2008).

<sup>5</sup> Само за първите 9 месеца на 1929 г. се отбелязва 50% ръст на кредита (Христофоров, 1946, с. 160).

<sup>6</sup> За него липсва статистика.

### Аграрната криза и банковата криза

През есента на 1929 г. световната кризата достига България. Първите ѝ прояви са понижението на цените на аграрните стоки (зърно, тютюн, роза и др.)<sup>7</sup>. Общият спад на цените се съчетава със силни деформации на относителните цени. За периода 1929-1932 г. например цените на аграрните продукти намаляват с около 60%, докато на индустриалните спадат само с 30%, като в някои стокови позиции те дори растат<sup>8</sup> (вж. табл. 2).

Таблица 2. Индекси на цените на едро в златни лева (база 1914 = 100)

Години	Храни, растителен произход	Храни, животински произход	Текстил	Горива	Строителни материали	Разни	Общ индекс
1929	155	134	155	108	104	124	131
1930	98	103	121	98	96	128	106
1931	74	79	89	92	87	94	84
1932	68	68	82	90	83	81	76
1933	59	59	81	89	89	79	71

Източник: Mollof, 1934, p. 146.

Спадът на цените автоматично води до дългова дефлация „à la Fisher“ (тежестите на дълговете и данъците в реално изражение нарастват), която силно удря по доходите на селяните – при същите обеми на производство техните парични доходи за разглеждания период намаляват над два пъти. Бързо започват да се трупат необслужвани заеми в банките, израз на което са протестираните полици. Ликвидните резерви на банките в БНБ се стопяват (табл. 3).

Таблица 3. Протестирани полици, несъстоятелности (фалити) и мораториуми

Години	Протестирани полици (бр.)	Протестирани полици (млн. лв.)	Несъстоятелности (бр.)	Мораториуми (бр.)
1928	200 000	1432	95	153
1929	250 000	2213	107	211
1931	350 000	над 3000	224	619

Източник: Христофоров, 1946, с. 163. Вж. също Mollof, 1934, p. 137; Кемилев, 1936; Kossev, 2008.

По това време се отбелязва първата вълна на банковата криза, започнала в края на 1929 г. и продължила през 1930 г. Този етап е свързан с вътрешните

<sup>7</sup> Икономистите обясняват уязвимостта на аграрния сектор с неправилна насоченост към култури, които изискват капитали, докато се подценяват трудово интензивните култури, по-подходящи за даденостите на България (Долински, 1931). За обзора на дискусиите за селското стопанство през този период вж. Димитров (2010).

<sup>8</sup> Подробно за „ножицата на цените“ вж. Бобчев (1934).

структурни проблеми в българския аграрен сектор. Наблюдава се изтичане на капитали, главно по линия на чуждестранни банки, както и теглене на депозити от населението (вж. табл. 4).

Таблица 4. Влогове, собствени средства и пласмент на всички местни и чужди банки (млн. лв.)

Години	Собствени средства	Влогове и чужди средства	Всичко	Пласменти	Брой на банките
1929	1157	6959	8116	8442	135
1930	1247	5888	7135	7412	138
1931	1376	4464	5840	6510	131
1932	1343	3918	5261	5361	128
1933	1256	3293	4549	4406	119

Източник: Русенов (под ред.), 1983, с. 728.

Българската народна банка започва да губи валутните си резерви<sup>9</sup> и вдига сконтовата си лихва от 9 на 10%<sup>10</sup>, което провокира нова дефлационна спирала. Обемите на сконтирането на БНБ бързо растат. Централната банка помага главно на големите банки и по-рядко на малките, които изпадат в неплатежоспособност и спират плащанията („платките“).

Проблемите с дълговете в аграрния сектор и затрудненията в банковата система предизвикват реакцията на държавата и тя прави редица институционални и регулаторни иновации, целящи да създадат правила в кредитирането и система за финансова сигурност. Основната иновация е свързана със Закона за защита на влоговете (приет на 12 януари 1931 г.) и със създаването на Банкерския съвет при МФ. Банкерският съвет се състои от двама представители на МФ, един на Министерството на правосъдието, трима на ръководството на БНБ, двама представители на частните банки и един експерт-счетоводител. Съветът предлага регулаторни рамки на банковата дейност, обхващащи регистрацията, капиталите, ликвидността и операциите на банките, провизиите за несъбираеми кредити, типови баланси и др.

От особен интерес за паричната политика е въвеждането на задължителен процент ликвидни резерви за банките, които те трябва да поддържат по сметки в БНБ. Този процент е както върху спестовните, така и върху общата сума на привлечените депозити (Йорданов, 1942). Ликвидността на отделните банки и на банковата система, нейното измерване и контролиране стават централни в новата рамка на банков надзор.

В реферата си пред Българското икономическо дружество (БИД) *Димитър Йорданов* (1912-1993)<sup>11</sup> дефинира ликвидността по следния начин: „Сигур-

<sup>9</sup> Това е обяснено днес от теорията за паричния подход към платежния баланс.

<sup>10</sup> БНБ държи относително висок (в сравнение със съседните държави) сконтов процент и чак през 1934 г. той започва да намалява по-съществено – до 7% (вж. Dimitrova and Ivanov, 2014, p. 236).

<sup>11</sup> Димитър Йорданов завършва Свободния университет по политически и стопански науки в София, а през 1942 г. защитава дисертация върху принципите на банковия надзор във Виена. По-късно



ността на банковите капитали, били те собствени или чужди, е в непосредствена зависимост от ликвидността на банковите пасивности. Ето защо най-важният въпрос, който ще разгледаме по-нататък, е въпросът за ликвидността. Под ликвидност трябва да се разбира способността на дадено предприятие да изпълни своите платежни задължения. Ликвидността може да бъде наречена още платежна готовност. Израз на ликвидността е съотношението между платежни задължения и разполагаемото имущество за тяхното покритие, пресметнато към определена дата“ (Йорданов, 1942, с. 40). Той представя и нейното конкретно измерване, групирайки активите по степен на ликвидност и пасивите по степен на изискуемост. Йорданов прави това според практиката на немската банкова школа и в частност на известния професор по бизнес администрация Вилхелм Калверам (1882-1951).

През лятото и есента на 1931 г. започва втората вълна на банковата криза, съпроводена с валутна (т.е. „кризи близнаци“). Тя е провокирана от настъпването на банковата криза в Австрия и в Германия, която от своя страна е резултат от девалвацията на британската лира. В България се наблюдава нов мощен тласък на изтичане на краткосрочни капитали по линия на чуждестранните банки. Конкретно за страната ни е от значение банковата паника в Германия, която води до атака срещу Кредитна банка на 14 юли 1931 г., ден след атаката върху централата-акционер Дойче банк. От 14 до 19 юли 1931 г. най-голямата чуждестранна банка (подобно на банка Марморос в Румъния) е подложена на масово теглене на депозити. Повечето малки български банки започват да губят капитал и да фалират, а БНБ помага само на някои от тях, като сконтира техни книжа. Българска земеделска банка също претърпява силен удар – нейната печалба се свива с 38%.

В крайна сметка въпреки въведения валутен монопол (на практика спиране на конвертируемостта при съхраняване на нивото на курса) резервите на БНБ бързо намаляват и тя търси активно рефинансиране от чужбина. От октомври 1931 г. отново се установява централизиране на валутния пазар в БНБ и де факто спиране на конвертируемостта<sup>12</sup>. Страната бързо поема по пътя на клирингите и компенсациите и навлиза в орбитата на жизненото пространство (*Lebensraum*) на Германия.

Като последна, трета вълна на банкова паника могат да се разглеждат проблемите в банките през 1933-1934 г., които до голяма степен са провокирани вътрешно, т.е. от политическите заигравания и популистката законова намеса на държавата. Става въпрос най-вече за двата закона, приети през март-април 1932 г. – Закона за облекчаване на длъжниците и Закона за защита на земеде-

---

преподала в Софийския университет и във ВИИ „Карл Маркс“.

<sup>12</sup> Тук трябва да се отбележи ролята на динамиката на паричната маса на систематичния валутен монопол на БНБ, а по-късно и на преминаването към клиринговите разплащания и компенсационните сделки. Свиването на паричната маса (в онези години тава се е наричало „дефлация“) и спадът на цените са водещи моменти от всяка криза, в т.ч. и по време на Великата депресия. В годините на депресията паричната маса и парите в обръщение остават на относително постоянно ниво (Dimitrova and Ivanov, 2014, pp. 200-242). Това отчасти се обяснява и със системния валутен контрол и формата на клиринговите плащания (т.нар. автоматично плащане за разлика от „изчакващото плащане“, прилагано в други страни). Вж. Nenovsky et al. (2007).

леца-стопанин. Тези закони са типични актове, провокирали процесите на морален хазарт и антиселекция и в общи линии, подкопали „платежния морал на длъжника“. Като краен резултат и въпреки предупрежденията на повечето икономисти и на експертите на БНБ популистките решения рефлексират върху поведението на депозантите и на клиентите на банките. Последните, очаквайки нови облекчения, теглят влогове и спират обслужването на задълженията си.

Налага се БНБ отново да сконтира и да ресконтира големи обеми книжа и да търси рефинансиране в чужбина. Правителството и БНБ приемат нови институционални решения – създава се Погасителната каса и се ускоряват сливанията и консолидацията на банки. Именно тези няколко институционални решения, засягащи банковата криза, могат да се разглеждат като специфични форми на кредитор от последна инстанция и като стъпки в изграждането на сигурна мрежа (КПИ, застраховане на депозитите и банковото регулиране).

## **2. Кредитор от последна инстанция и неговите институционални субститути**

В действителност различни прояви на функцията на КПИ и банка на банките могат да се открият през годините преди кризата и дори преди войните. Тогава БНБ помага на земеделските каси, а впоследствие след 1903 г., когато касите се трансформират в БЗБ, последната изпълнява ролята на КПИ по отношение на земеделските кредитни кооперации. След създаването през 1910 г. на БЦКБ, а по-късно и на Съюза на популярните банки те от своя страна започват да играят такава роля за занаятчийските кооперации. През същия период БНБ, която кредитира търговията и индустрията (в повечето случаи дългосрочно), макар и в ограничени размери, сконтира и ресконтира книжа на банките. Това сконтиране нараства с времето и става доминиращо след законовите промени през 1928 г., когато БНБ окончателно се утвърждава като емисионна банка и банка на банките.

Вследствие на кризата функцията на кредитор от последна инстанция на БНБ се разширява, като се поставя и задачата за намеса при системен риск. Редом с тази класическа форма могат да се обособят и някои институционални субститути (заместители) на КПИ, които са анализирани в следващите части на изследването. Става въпрос най-вече за създаването на Погасителната каса и за голямата консолидация на български банки, извършени с активното участие не само на държавата, но и на БНБ. Тези институционални субститути са проява на възгледите на българските икономисти, които възприемат държавата като централен институт в стопанство, а бюджетът – като КПИ<sup>13</sup>. Погасителната каса и банковата консолидация до известна степен ни дават основание да говорим за кредитор от последна инстанция в широк смисъл.

### ***Погасителната каса като КПИ***

След парламентарните избори през 1931 г. и последвалата агресивна популистка надпревара колко дългове да се облекчат държавата започва да играе ролята

---

<sup>13</sup> До 1928 г. БНБ най-често се разглежда като прикрепен към държавата институт, а паричният доход – като естествен източник на приходи за бюджета.

на посредник между кредиторите (преди всичко банките) и длъжниците (най-вече земеделците). За да бъде запазена банковата система, приетите закони изискват конкретни институционални решения.

Първото решение е през август 1934 г. да се създаде Погасителната каса (ПК) („национален фонд“), която срещу „конверсната маса“ от облекчени дългове емитира 2-, 10-, 15- и 20-годишни 3% облигации. Срещу тези облигации в актива на ПК стоят вземания (бъдещи вноски) от държавата и частично от селяните. Общата сума на облекченията е средно около 30% от общия дълг, като това варира според трите категории длъжници (по степен на задлъжнялост). Основната тежест на тази операция се прехвърля върху бюджета, а държавата трябва редовно да прави своите вноски в касата. От своя страна срещу опростените задължения в активите на банките се появяват облигациите (през 1938 г. например те представляват  $\frac{1}{4}$  от баланса на банковата система), което като цяло блокира кредитната дейност. По сведения на А. Христофоров през същата 1938 г. в държавните БЗБ и БЦКБ се концентрират около 36% от облигациите, останалите 21% се притежават от популярните банки, а само 7% от тях – от частните банки (Христофоров, 1946, с. 186). Облигациите на касата могат да се сконтират в БНБ. Именно възможността за този косвен начин на рефинансиране на банките по време на ликвидна криза ни дава основание да разглеждаме създаването на ПК като своеобразен заместител на класическия кредитор от последна инстанция.

След 1933 г., особено през 1935 и 1936 г., поради рестриктивната политика на БНБ и наплашени от миналото, банките ограничават силно кредита и започват да поддържат големи обеми ликвидни средства по сметка на БНБ (около 25-30%). Това обяснява и ниските обеми на сконтиране и ресконтиране в БНБ след 1934 г. (Кемилев, 1936, с. 89-90)<sup>14</sup>.

Един от създателите на Погасителната каса е известният икономист Славчо Загоров (1898-1970). Той предлага и конкретния финансов инженеринг, виждайки ясно проблемите на моралния риск и асиметрията на информация, произтичащи от законите за опрощаване на дълговете. Неслучайно Загоров разглежда създаването на ПК като част от една цялостна реформа, имаща две задачи: (1) да помогне на длъжниците и (2) да възстанови платежния морал. Според Загоров: *„Българското земеделие трябва да си постави две големи цели: 1. Да се намали дълговият товар на нашия земеделец без да се разстрои кредитът в страната, и 2. Да се възстанови платежният морал на нашия селянин. [...] Материалните жертви ще отидат, обаче, напразно, ако не се създаде морална база за заздравяване на кредита в страната, като се разграничи възможността от невъзможността да се плащат краткосрочно съществуващите земеделски дългове и като се предвиди различна съдба на добросъвестните и недобросъвестните длъжници“* (Загоров, 1933, с. 3, 9).

Друг водещ икономист, Илия Палазов (1888-1964), също е критичен към законите за длъжниците и по-скоро подкрепя създаването на ПК. По негово мнение

<sup>14</sup> Асен Кемилев е ученик и преводач на Алберт Афталион (френски икономист, роден в гр. Русе), както и дългогодишен член на УС на БНБ.

дълговете не могат да се изчистят (особено стоковият кредит), а освен това „ще дойде време правителството с обратни закони да спасява банките и вложителите“ (Палазов, 1932, с. 218). Той отбелязва:

*„През 1920, 1921, 1922, 1923 години, когато левът се обезцени и длъжниците изплатиха с нищожни суми стари златни лева, никой не помисли тогава за кредиторите, чиито капитали се стопиха. Така например, БЗБ се напълно обезсили поради това, че земеделците пратиха при нея задълженията си, които бяха направили в златни лева, в книжни, обезценени 30 пъти. Както тогава никой не помисли за кредиторите, тъй и днес не е справедливо да се иска да бъде помогнато на длъжниците, като цялата тежест падне само на кредиторите, и то както се иска, само на частните кредитори.*

*Нашето предположение за поражението на тези два закона върху нашата кредитна организация за жалост много рано се оправда. Още през време на разискването на двата законопроекта малките акционерни банки претърпяха едно тежко поражение. Болшинството от тях спряха плащанията. А само спорът да се привилегирова ли, или не популярните банки предизвика у тях едно изтегляне на около 150 млн. лева влогове“ (Палазов, 1932, с. 219).*

Подобни интерпретации на законите за длъжниците дава и Кирил Неделчев<sup>15</sup>. Според него: *„Едно повсеместно тридесет процентно облекчение на всички задължения до двеста хиляди лева, както се проектира, вместо да облекчи, ще отегчи още повече положението на длъжниците, защото то е малко, несправедливо и опасно. Малко, защото, който не може да плати хиляда, не ще може да плати и седемстотин. Опасно, защото ще убие кредита към дребните и без това слабо кредитоспособни лица. Несправедливо, защото големите длъжници, които са употребили чуждите средства не за консумативни, а за продуктивни цели и чиито предприятия стоят пред катастрофа, не получават облекчения. Едно ефективно облекчение на длъжниците у нас може да се постигне само със заздравяване на кредитното ни дело чрез трансформиране на краткосрочните кредити в дългосрочни и чрез едно чувствително намаление на лихвите. [...] Вземанията на кредиторите да се обезпечат чрез обща ипотека върху имуществото на длъжниците. [...] Отсрочването на вземанията ще имобилизира до известна степен средствата на банките. Засега ликвидността при големите банки е значителна, обстоятелство, което ще улесни прокарването на горните реформи да се извърши без големи сътресения. В случай на нужда обществените банки ще се притичват на помощ, отпущайки средства до 50 на сто срещу отсрочени задължения с 6 на сто лихва“ (Неделчев, 1941 [1931], с. 37).*

Същевременно други икономисти подкрепят законите за длъжниците, но са скептични относно нуждата от Погасителна каса. Никола Каменаров например смята, че ПК блокира огромни суми „мъртъв“ капитал и че е нужно радикално понижение на сконтовата лихва на БНБ и на лихвите като цяло, за да отговарят на рентабилността на стопанската дейност. Според него само по този начин ще се отпусни кредитирането. Той е на мнение, че през 1932 и 1933 г. БНБ провежда

<sup>15</sup> Кирил Неделчев е автор на многобройни изследвания върху паричното дело и външната търговията на България, както и на икономически анализи и коментари във вестниците (вж. Неделчев, 1941 [1931]).

вредна дефлационна политика, като кредитът на банките се свива и това се случва въпреки големите ликвидни обеми, които те поддържат в БНБ (Каменаров, 1933). Важно е да се отбележи, че независимо от привилегиите, които държавата дава на тези книжа, техният пазарен курс е значително под номинала – например през 1938 г. (Кърклисийски, 1941, с. 149).

Българските икономисти-марксистки също са активни и представят интересни анализи, в които използват марксистката методология. През призмата на марксистки анализ и на редица идеи на Ленин те разглеждат конкретните прояви на финансовата криза. Ковачев (1932-1933) например изследва състоянието на банковия сектор, а Терзиев (1932-1933) прави оригинален статистически анализ на структурата на длъжниците в момент на дискусия за опростяване на дълговете (1931-1933). Той сравнява различните модели на реформа на: (1) Димитър Мишайков, който се обявява за облекчение на едрите, жизнеспособни длъжници чрез външен заем; (2) Петко Стоянов, настояващ за облекчение с размера на падане на цените само за онези, които са сключвали заеми за производителни цели; (3) Славчо Загорев, който предлага това да стане чрез погасителен фонд към държавния бюджет и показва, че тези реформи обслужват само богатите длъжници и „слагат всички длъжници в един общ кюп“. Според Терзиев само бедните длъжници трябва и може да се спасят: *„Много голяма е масата от длъжниците – дребни и средни селяни, занаятчии, търговци и пр., които са задлъжнели спрямо лихварите и малките банки, и затова няма да сбъркаме, ако приемем, че най-малко 4/5 от всички длъжници биха били напълно освободени от всякакви задължения, като общата сума на всички дългове се намали с около 40%, при условие че длъжниците – заможни селяни, занаятчии и индустриалци, търговци и прочие, не бъдат облекчавани в нищо“* (Терзиев, 1932-1933, с. 952).

### **Банковите консолидации като КПИ**

Втората форма на заместител на кредитора от последна инстанция е решението за мащабна консолидация на оцелелите и спасени български банки. Още през 1930 г. 12 малки български акционерни банки се обединяват в Съединена българска банка, а по късно през 1934 г. тя самата се слива с други 7 акционерни банки и формира Банка „Български кредит“ (ББК). Обединени са практически фалирали банки, които не успяват да бъдат спасени от БНБ, след като са поставени под особен надзор. Това са предимно малки и средни банки в София, сред които е и Софийска банка (Беров, под ред., 1997 с. 98<sup>16</sup>). Държавата се включва с почти половината от капитала на новата ББК (с 50 млн. от общо 120 млн. лв.), а БНБ веднага ѝ открива кредит от 100 млн. лв. срещу банкова гаранция. Банка „Български кредит“ е подпомагана от БНБ, което ни дава основание да смятаме, че консолидацията е форма на КПИ. Това наше предположение се потвърждава и от мнението на Д. Йорданов:

<sup>16</sup> Според Берев (цит. съч., с. 98-99) през този период по предложение на БНБ Банкерският съвет обявява в обществена ликвидация или в положение на предпазен конкордат 34 банки и банкери. Общо на 90 банки и банкери е отнето правото да се занимават с кредитна дейност и да приемат влогове.

*„Интересно е да се подчертае фактът, който се отбелязва в един от отчетите (1938 г.) на тази банка, а именно, че от 555 млн. лв. собствени средства, които споменатите 19 банки са притежавали преди сливането им, след реалната преоценка тази сума се е намалила на 88 млн. лв., което означава едва 14,5%. Това говори за твърде лошото положение, в което са се намирали слетите банки. Така основаната ББК днес заема първо място между частните банки и представлява един солиден банков институт, който отбелязва бърз напредък. Този напредък се обуславя до известна степен от щедрата подкрепа, която тя получава от държавата, изразяваща се било в предпочитание пред другите банки, било в едно по-щедро кредитиране от страна на БНБ, особено в първите години след основаването ѝ, когато не беше още събрала достатъчно влогове, както и в голямото улеснение, което същата ѝ създава с извършването на някои операции в пунктовете, където Банка български кредит няма свои клонове“ (Йорданов, 1943, с. 37).*

Дълги години наред ББК доминира банковия пейзаж в страната. Например през 1935 г. тя представлява 80% от капитала, депозитите и резервите на всички акционерни банки (Русенов, под ред., 1983, с. 633). С течение на времето сливанията продължават на различни нива. През 1934 г. се обединяват двете големи държавни банки БЗБ и БЦКБ и образуват Българска земеделска и кооперативна банка (БЗКБ). Подобна процеси на консолидация се наблюдават и при чуждестранните банки в страната, които следват сливанията и поглъщанията на техните банки-майки в чужбина. При тях това започва още по-рано – през 1929 г., когато Кредитна банка, чиито основни акционери са Дисконто-Гезелшафт и Норддойчебанк, се слива с клона на Дойче банк в България. Кредитна банка се специализира във външната търговия (най-вече тютюн) и в индустриалните контакти, преди всичко с Германия, която е стратегически политически и икономически партньор на България. Тя става и основна банка в клиринга с Германия. В общи линии банковата система се опростява драстично, а нейният обем се свива значително.

### ***Класическото сконтиране и ресконтиране***

Що се отнася конкретно до *класическата функция на кредитора от последна инстанция*, то по време на трите вълни на банковата криза БНБ активно сконтира различни видове търговски и държавни книжа (ефекти). Решенията на кои банки да се отпусне ликвидност и срещу какъв колатерал се вземат от УС на БНБ и от Сконтовия комитет. В състава на последния влизат двамата подуправители на БНБ, председателят на Софийската търговско-индустриална камара, управителят на БЗБ и началникът на отдел „Бюджет“ в МФ. Съществува огромен обем документи и архивни досиета, които свидетелстват за професионализма и обективността на Банкерския съвет и на Сконтовия комитет, т.е. няма ярки следи от политически натиск и свързаност (вж. дебатите от заседанията, БНБ, 2004). В действителност правилата на КПИ започват да се спазват особено стриктно след фалита на фирма „Братя Бъклови“ през септември 1929 г., която

натрупва огромни дългове в резултат от неправилна или движена от частни интереси преценка за това колко и какво да се сконтира (Беров, 1997, с. 105)<sup>17</sup>.

От документите става ясно, че БНБ и Банкерският съвет следват принципите за КПИ на Уолтър Бейджхот. Те ги познават не само теоретично, но са запознати и с тяхното приложение от централни банка на развитите страни. Рефинансирани са само неликвидни, но платежоспособни институции, а ликвидност се отпуска единствено срещу качествен колатерал (приет по пазарни цени) и това става при високи лихви (през цялото време на кризите сконтовата лихва на БНБ остава висока). В архивите на БНБ се съхраняват документите от дискусиите и решенията за рефинансиране и на отделните банки в затруднение. В повечето случаи внимателно са анализирани както състоянието (платежоспособност или ликвидност) на всяка институция, така и нейното значение за страната и за местния бизнес, а също качеството на гаранциите, т.е. на колатерала. След 1934 г. в резултат от реструктуриране и от регулациите, както и от свиването на кредитната дейност на банките, ликвидните им резерви по сметки в БНБ нарастват. Въпреки това експозициите към банките в портфейла на БНБ са доминиращи – около 80%.

Таблица 5. Структура на пласмента на БНБ (млн. лв. и % структура)

Година	Банки и банкери		Търговия		Индустрия		Разни	
	Млн. лв.	%	Млн. лв.	%	Млн. лв.	%	Млн. лв.	%
1926	130,5	14,7	330,4	39	342	40	79,1	6,3
1927	332,5	34,1	265,5	27,2	315,4	32,3	62,4	6,4
1928	446,4	34,6	368,6	28,6	417,5	32,4	56	4,4
1929	787,8	55,4	276,6	19,4	301,5	21,2	57,1	4
1930	316,8	50,1	124,7	19,7	149,6	23,7	40,7	6,5
1931	383,9	66,4	98,6	17,1	78,2	13,4	17,8	3,1
1932	263,3	61,7	84,6	19,8	63,7	14,9	15,3	3,6
1933	351,5	74,4	62,8	13,3	47,5	10,1	10,5	2,2
1934	250	67	59,7	16	36,8	9,9	26,5	7,1
1935	552,2	85,3	42,9	7	38,2	6,2	8,5	1,5
1936	398,1	78,8	47,11	9,3	53,5	10,6	6,3	1,3
1937	835,9	83,5	100,2	10	45,3	4,5	19,7	2

Източник: Кърклийски, 1941, с. 112.

<sup>17</sup> Тук могат да се направят паралели с румънската банка Chissoveloni, която представя лъжливи отчети и е рефинансирана по политически причини. За ролята на колатерала в историческото развитие на централните банки вж. Nyborg (2017).

### 3. Кредитор от последна инстанция при системна криза: случаят на Кредитна банка

От особен интерес е поведението на централната банка при системна криза, при спасяването на системна банкова институция. Такъв е случаят с реакцията на БНБ по време на банковата паника, свързана с Кредитна банка, чийто основен акционер е Дойче банк. Драмата се разиграва в дните от понеделник 14 до събота 19 юли 1931 г. Събитието е първото по рода си и мобилизира вниманието на основните стопански и политически актьори в България.

Както динамиката на паниката на спестителите в Кредитна банка, така и реакцията на БНБ в качеството ѝ на кредитор от последна инстанция са перфектна илюстрация на съдържащото се в теорията за ролята на КПИ при системна криза. Конкретната история е описана в спомените на директора на Кредитна банка Марко Рясков (1883-1972), който впоследствие е управител на БНБ и министър на финансите. Той е холандски и немски възпитаник и е един от най-подготвените и уважавани икономисти и банкери в България и в чужбина. Позволяваме си един по-дълъг цитат от спомените на Рясков, който разказва цялата история на КПИ в изключително синтезиран и образен вид:

*„Въпреки това аз пресметнах, че ако и на следния ден продължи рънът (масовото теглене), банката ще бъде поставена в неудържимо положение. Затова отидох в управлението на Народната банка да опиша положението и да моля за съдействие. Управителният съвет на Народната банка с голямо безпокойствие следял развоя на първото в страната ни събитие в живота на банковото дело и беше готов да изслуша моите предложения. Аз можах лесно да убедя управлението на банката, че ако Кредитна банка се види принудена да закрие гишетата си, то кризата неминуемо ще засегне и другите банки и ще се разрази в цялата страна.*

*Тогавашните подуправители Божилков и Бурилков (управител нямаше), имайки пълното съзнание за създалото се изключително опасно положение, се изказаха готови да ме подкрепят. Това можеше да стане в рамките на закона и правилниците на БНБ по пътя на редисконта на портфейла на Кредитна банка. Натъкнахме се на голяма мъчнотия, понеже на Кредитна банка кредит при БНБ не беше определян дотогава, тъй като тя никога не е прибавяла до услугите на БНБанка за набавяне на парични средства. По правилата на Народната банка кредит можеше да се определи на Кредитна банка само след щателна проверка на нейното положение въз основа на балансите ѝ. При нормални условия това изискваше време от няколко дни. А положението налагаше не след няколко дена, а веднага да се помогне на Кредитна банка – беше въпрос на часове.*

*И двамата подуправители отидоха да докладват на тогавашния финансов министър Александър Гиргинов, който от своя страна ги завел при тогавашния министър-председател Александър Малинов за вземане на решение. За моя чест министър-председателят Малинов бил казал, че има абсолютно доверие в мен и дал мнение на всяка цена да ми се помогне, така щяло да се помогне на страната ни да се предпази от финансов крах.*



Подуправителите наредиха по спешност седем души инспектори да работят през нощта между сряда и четвъртък и да проверят последния баланс на Кредитна банка, да установят финансовото ѝ положение, да проверят търговския ѝ портфейл. През тази нощ прекарах най-тежките часове от живота си. Щях да полудея. Не бях сигурен, че инспекторите ще свършат работата си навреме, а закъснение с няколко часа можеше да бъде фатално. За щастие докладът на инспекторите беше блестящ и навреме приготвен. Инспекторите единодушно установили, че Кредитна банка била най-солидният банков институт в страната и че Народната банка не би понесла никакъв риск да реесконтрира портфейла, който бил квалифициран като първоразреден, в какъвто размер да пожелае Кредитна банка.

Касаеше се да се улесни сега техническото изчисляване на сконта, за да може Кредитна банка във възможно най-късо време да получава милионните средства за изплащането на влоговете. Божилков беше формалист. Той настояваше да се изготвят непременно бордера със съответните изчисления на представения за реесконт портфейл. Бурилков, който, без да беше банков техник, имаше съзнанието, че на Кредитна банка трябва без всякакво забавяне да се дават пари, се съгласи чрез свои резолюции върху представените от Кредитна банка описи на портфейла да се изплащат веднага аванси в кръгли суми в размер на 90% от номиналната стойност на портфейла, като изчисленията на сконта се извършват постепенно по нормалния ред. По този начин банката ни получаваше по 30-40-50 милиона лева без никакво забавяне. Наредих за психологически ефект банкнотите в дребни купюри да бъдат пренасяни от Народната банка до нашата с кола, придружавана от нужната охрана. Това правеше силно впечатление на клиентите, чиято опашка беше вече извън банката и трябваше да прави място за колата, пълна с банкноти.

Следобед помолех по телефона министър-председателя г-н Малинов да ме приеме. Отидох на уреченото време. Благодарих му сърдечно и с топли думи за голямата услуга, която оказа на банката ни и лично на мен. Той ми каза, че следил с голям интерес, но с пълно спокойствие развоя на кризата, която банката ни преживяла през тези няколко дни. Реален израз на това спокойствие било и обстоятелството, че той не си изтеглил единствените спестявания – влог в размер на 270 000 лева, който имал в банката ни.

Посетих и финансовия министър Гиргинов, както и подуправителите на Народната банка Бурилков и Божилков, на които също изказах топла благодарност. И двамата ми казаха, че са изпълнили дълга си и се радвали много, че съм можал с голямо умение да предпазя страната от банков крах. Споменаха ми за страха, който ръководителите на другите частни банки са изпитвали през това време. Всички били си отдъхнали с облекчение още на предишния следобед, когато разбрали, че Кредитна банка с успех е издържала напъна и че те били вече извън всякаква опасност.

Така се появи, разви, разрасна и отмина рънът – това най-опасно събитие в живота на банките. Никоя банка в света не е в състояние да изплати в късо време влоговете на своите клиенти, както и изискуемите си задължения без

помощта на емисионната банка, без да може да мобилизира ликвидните си активи.

*Кредитна банка издържа с бляскав успех един страшен изпит. Реномето ѝ се повиши още повече, ведно с нейното – и моето. През следната седмица получих много поздравителни телеграми от чужбина – от банките, с които Кредитна банка поддържаше връзки.*

*При настъпилото пълно спокойствие наредих да се изкупи постепенно реесконтинираният при Народната банка портфейл – нещо, което направи силно впечатление на управлението на Народната банка и послужи още повече за закрепването престижа на Кредитна банка“ (Рясков, 2006, с. 65-67).<sup>18</sup>*

По-добре не може да бъде казано и няма какво да се добави. Ще отбележим, че в тази класическа ситуация на спасение на системна банка се проявява и едно интересно противоречие в рамките на изискванията на Бейджхот за кредитора от последна инстанция. Става въпрос за това, че при такава криза трябва да се действа бързо, т.е. да се предоставя бързо ликвидност на засегнатата банка, а в същото време това да става срещу залагане на качествени и сигурни книжа от страна на банката. Днес тези книжа, а и като цяло активите на дадена банка са оценявани от рейтинговите агенции и не е нужно КПИ да прави собствени проверки и оценяване. В случая на Кредитна банка се налага служителите на БНБ да проверяват качествата на активите на Кредитна банка (която до паниката не е имала проблеми и не е била обект на проверка). В тази ситуация арбитражът „бързина на предоставяне на ликвидност срещу внимателна проверка на активите ѝ“ се олицетворява от поведението на подуправителите – съответно Ж. Бурилков и Д. Божилов.

Ще споменем също, че при симетрична система криза в Румъния поради различна конфигурация на икономическите и политическите интереси и заради позициите на водещите актьори системната по значение банка Марморош-Бланк е оставена да фалира. Централната банка на Румъния и нейният управител – известният икономист Михаил Манойлеску, са против това тази важна банка да бъде спасена, а впоследствие Манойлеску подава оставка.

#### **4. Българските икономисти за кредитора от последна инстанция**

Българските икономисти обсъждат пътищата и решенията за борба с депресията и най-вече с дефлацията, а също и натрупването на дълговете и тяхното отражение върху банките. Функциите на КПИ не са обект на отделен анализ. Когато кредиторът от последна инстанция се споменава, това се прави в светлината на сконтовата политика на БНБ и на нейните нови функции, приписани ѝ след стабилизацията (законът от 1928 г.). Много рядко КПИ е разглеждан в контекста на промените на паричната политика в посока активно управление на парите (т.е. т.нар. управлявана монета) чрез влияние на пазарните лихвени проценти посредством операции на открития пазар (ООП).

---

<sup>18</sup> Значението на Кредитна банка за България и репутацията на нейния директор Марко Рясков при вземането на решение за спасение на банката са описани и в спомените на неговия син Сава Рясков (2005).

Трябва да се има предвид, че водещите български икономисти от онези години (а те не са многобройни) заемат основните позиции в политиката, в държавната администрация и в БНБ. Те са дейци в частната финансова, търговска и индустриална сфера и съчетават своята практическа дейност с академични и университетски постове и изяви. Затова не се наблюдава разграничаване между практикуващите икономисти и тези, които се посвещават на теоретични въпроси. Почти всички водещи участници в дискусиите засягат най-вече въпроси от практическо значение. Повечето от тях са учили или специализирали и дори защитили докторати в Германия, Франция, Австрия или Швейцария, а по-рядко в Англия<sup>19</sup>. Българските икономисти са запознати с тенденциите в икономическата практика и наука, в т.ч. и с промените в паричната система и с функциите на централното банкиране след войната. Голяма част от тях са преки участници в международните конференции и форуми, вкл. и в Обществото на народите. Влиянието на немските, австрийските и френските учени (К. Менгер, Л. Мизес, В. Зомбарт, Ш. Рист, Ж. Рюеф, А. Афталион и др.) и на техните теории е голямо. Българските икономисти познават новите насоки на развитие в английската литература за парите и паричната политика (например Р. Хоутри и Дж. М. Кейнс), както и политиката на Английската централна банка<sup>20</sup> и следят тенденциите в централното банкиране и в банковото дело във водещите страни. Правят се и много преводи (вж. например Кремер, 1931).

Ако се насочим към позициите на БНБ и на Банкерския съвет, които са били натоварени с функцията на кредитор от последна инстанция, то като пример можем да посочим становището на подуправителя Желю Бурилков (1882-1959)<sup>21</sup>, който има водеща роля при организирането на спасяването на Кредитна банка. В доклада си „Теория и техника на централната банка. Съществената и отличителна задача на централната банка“, четен пред БИД през януари 1935 г., Бурилков цитира М. Норман:

*„Управителят на Английската банка, г. Монтагю Норман, е отговорил така: „Централната банка трябва единствено тя да има право да издава банкноти; тя трябва да бъде каналът, и то единственият канал за издаване и пуцане в обращение законните платежни средства; тя трябва да съхранява държавните излишъци; да бъде съхранител на резервите на другите банки и на банковите клонове в страната. Тя трябва да бъде агентът, чрез който правителството да извършва всичките си операции вътре в страната и чужбина. По-нататък задачата на Централната банка е, доколкото би могла, да действа за съответното кредитно свиване или разширение, в допълнение на общия ѝ стремеж към стабилност и да поддържа тази стабилност вътре и отвън. Когато е нужно, тя би трябвало да бъде крайният избор за добиването извънреден кредит под*

<sup>19</sup> Такъв е случаят с Асен Христофоров (1910-1970), завършил Лондонското училище по икономика и слушал лекциите на Ф. Хайек и на други изявени икономисти. Впоследствие той пише студия – обзор за различните теории, обвързващи теорията на конюнктурата с тази на политиката на централната банка (Христофоров, 1946).

<sup>20</sup> Една част от по-старата английска литература в тази сфера е позната и от руски преводи (например „Ломбарт стрийт“ на У. Бейджхот е преведена на руски през 1896 г.).

<sup>21</sup> Бурилков завършва икономика в Женева и е дългогодишен подуправител на БНБ (1924-1933).

формата на ресконт на одобрени търговски записи или аванси срещу одобрени краткосрочни гаранции и търгувани ценни книжа“ (Бурилков, 1935, с. 76).

Бурилков продължава със собствени констатации: „Съществената стопанска функция на ЦБ е да бъде върховното парично и кредитно учреждение в страната, от гдето да могат да черпят допълнителен кредит, в случай на нужда, всички други кредитни учреждения в страната. [...] ЦБ трябва да се грижи за поддържане здрави кредитни и парични условия в страната. Главното условие за това е достатъчната ликвидност на всички банкови учреждения. Тъкмо допълнителният (извънредният) кредит от ЦБ, в случай на нужда е необходимият елемент за тази ликвидност на останалите банки. ЦБ, с всички свои привилегии и резерви, със здравето, предвидливото и в известни моменти с решителното си ръководство, е необходимата гаранция за ликвидността на другите банкови учреждения. Разбира се, тази гаранция се отнася до тия банкови учреждения, които се управляват добре и оправдават тази гаранция за ликвидност. Това налага, обаче, щото самата ЦБ с още по-висока степен да притежава ликвидни активи, за да може тя самата добре да изпълнява ролята на поръчител за ликвидност на другите банки. [...] Най-същественото и отличително качество на ЦБ е да бъде върховна кредитна инстанция и крайният резервоар на заеми“ (Бурилков, 1935, с. 76, 81, 82).

Интересно е, че според Бурилков паричната политика е едновременно наука и теория, но в същото време е и изкуство, практика и опит. В цитирания доклад, както и в последвалите дебати в Българското икономическо дружество, той поставя като необходимо условие за ефективност на функцията „кредитор от последна инстанция“ развитието на паричния пазар в България (с термините от онова време Бурилков говори за „сконт“ и „ресконт“), позволяващо също и преминаването към операции на открития пазар. Това е разгледано като стъпка в посока към преминаване към нов етап на парична политика, в рамките на която КПИ има по-различна и по-важна роля.

Операциите на открития пазар са споменати и от Никола Стоянов (1874-1967), дългогодишен директор на Дирекцията на държавните дългове и активен участник в международната финансова дейност на България (завършил астрономия в Марсилия). Той подкрепя докладчика Бурилков и добавя: „Главната цел днес на Централната емисионна банка е да урегулира паричното обращение, като се грижи за стабилността на националната монета, и да организира кредита на страната, да бъде банка на банките, оперирайки с краткосрочни ликвидни операции“ (Стойанов, 1935, с. 121).

В отчетите на Банкерския съвет, в които се излага преценката за подпомагане и заздравяване на определена банка и в частност при включването на една или друга банка в баланса на банка „Български кредит“, ясно се откроява централната роля на ликвидността и качеството на пласмент на конкретната банка. Например:

„Заздравяването, за което става дума, се предприема от разни банки, за да се намалят задълженията им и се увеличи реалният им капитал. От гледище на интересите на Български Кредит (банката, която под ръководството на БНБ и с участието на държавата консолидира 23 частни проблемни български банки –

б.а., Н.Н., Т.М.), обаче, трябва да се подчертае, че на първо място е от значение НЕ РАЗМЕРЪТ НА КАПИТАЛА НА ВЛИВАЩАТА СЕ БАНКА, А КАЧЕСТВОТО И ЛИКВИДНОСТТА НА ПЛАСМЕНТИТЕ ѝ (главните букви са по оригинала – б.а., Н.Н., Т.М.). Вливането на неликвидни банки в Български Кредит отежнява положението ѝ, защото отнема част от нейната ликвидност... (БНБ Архиви, 1934, с. 702).

Споменатият Марко Рясков пък заявява: „Ще трябва да отбележа, че една емисионна банка чрез увеличаване на банкнотното обращение може да помогне на банките да устоят на масово теглене на влогове (както се вижда от по-долу описания рън, настъпил при Кредитна банка). При масово искане изплащането на задължения в чужда валута тя разчита само на своите резерви в чужда валута, които не са неизчерпаеми“ (Рясков, 2006, с. 63).

Що се отнася до академичните публикации, може да посочим Д. В. Моллов, защитил докторат в Сорбоната<sup>22</sup> и публикувал своята дисертация като монография на френски език (Mollof, 1934). В неговата книга, посветена на световната криза и на БНБ, откриваме следните позиции относно динамиката на кризата и ролята на БНБ: „Ние мислим, че най-вече поради натиска на правителството, което политически се страхува от рестрикция на кредита в страната, Банката се поколеба да вземе необходимите мерки да повиши сконтовия процент и да ограничи пласментите. Така портфейлът от 588 млн. на 31 декември 1928 г. се покачва на 1009 млн. през декември 1929 г., т.е. увеличение от 40%. Когато се консултират статистиките, се вижда, че най-вече частните банки са тези, които са се възползвали от това увеличение, техният дял в портфейла от 62% в края на 1928 г. достига 76% през 1929 г.<sup>23</sup> И докато в САЩ федералните резерви банки купуват книга на пазара (open market policy), при липсата на тези условия се използват облекченията на кредита чрез сконтиране, за да се подкрепят банките в затруднение. Това ни напомня отчасти политика на Банк оф Ингланд, която с цел да позволи на английското правителство да заема евтино не посмя да повдигне сконтовия процент даже в критичните моменти, когато златото напускаше страната, виждайки идващото пропадане на лирата“ (Mollof, 1934, p. 75).

По-късно, по време на кризата, когато БНБ предприема обща проверка на своя портфейл, според Моллов обявените резултати от тази проверка предизвикват паника сред депозантите: „За два месеца (началото на 1930 г.) изтеглянето на чуждестранния кредит става толкова значително, че частните банки трябва бързо да прибегнат към ресконтиране на техните портфейли при Националната банка. С липса на фондове тези банки се виждат обкръжени от тълпата от депозанти. Страхувайки се да не бъде обвинена в съучастие, БНБ е принудена, ще – не ще, да предприеме проверка на своя портфейл, от който 76% са банкови активи. [...] Така повече от половината от портфейла идва от ресконтиране. [...] 1500 актива, представляващи една сума от 140 млн. лева, т.е. 14% от

<sup>22</sup> Журито на защитата на дисертацията включва известните френски икономисти А. Афталион, Ж. Лескюр, У. Уалид и Ж. Рюеф.

<sup>23</sup> Общо 76% банки, 16% търговци и 10% индустриалци със средна дюрация на активите 80 дена (Mollof, 1934, p. 141).

общата сума, се елиминират<sup>24</sup>, защото будят сериозни съмнения. [...] Веднъж извършена тази операция, се продуцира общ „гип“ към банките. В действителност психологическият момент беше може би лошо подбран, като се има предвид, че се събуди съмнение у дребните спестители, представляващи болшинство. Ето защо може да се твърди, че паричната и финансова криза, провокирана от недоверието с начален момент краха на Кредитанцалт, вече беше имала своя своеобразен пролог в България през първите месеци на 1930 г.“ (Mollof, 1934, pp. 139-141).

\* \* \*

**От изложеното дотук, можем накратко да направим следните обобщения:**

*Първо*, България, както и другите балкански държави, е аграрна страна, а нейната икономика е базирана върху дребно производство и е зависима от външни капитали и чуждестранни банки (предимно австрийски, немски и френски). Българската икономика функционира при силно политическо и икономическо външно ограничение (външни дългове, ролята на Великите сили, програмите на ОН и т.н.).

*Второ*, в общи линии кризата в България е индуцирана отвън (спад на селскостопанските цени, а после банковите паники в Австрия и в Германия). Става въпрос за фазите на аграрната криза (1929-1930 г.) и последвалите я банкови и валутни кризи, преминали от своя страна в три вълни – през 1929-1930 г., през 1931 г. и през 1933 г. Освен външните шокове българското стопанство е уязвимо поради съществуващите вътрешни структурни диспропорции и неефективност. Така наред с външните шокове се отчитат и чисто вътрешни причини за кризите. Намесата на държавата и ролята на популистката стопанска политика (например законите за облекчение на длъжниците в България) предизвикват и задълбочават банковата криза.

*Трето*, паричните власти в лицето на БНБ реагират адекватно, като мобилизират традиционния и познат от годините на златния стандарт кредитор от последна инстанция (този опит е свързан най-вече с практиката на Bank of England), в рамките на който централните банки сконтират търговски ефекти и по-рядко държавни ценни книжа. В България функциите на КПИ са зададени от Закона за централната банка, който се приема през 1927-1928 г. Българска народна банка спазва принципите на КПИ, изложени от Бейджхот, както и практиката на западните централни банки. Тя функционира като кредитор от последна инстанция<sup>25</sup> във формата на „discount bank“ (по подобие на Английската централна банка). В България КПИ все още не е базиран на появилите се през онези години операции на открития пазар (Федералната система на САЩ), но БНБ вече не е и „all purpose bank“ (вж. Maes and Pasotti, 2021). Въпреки дебатите за преминаване към ООП, БНБ все още вижда своята функция на кредитор от последна инстанция традиционно – в рамките на сконтирането. Тя все още не предприема практическа стъпка, а именно да интерпретира КПИ в

---

<sup>24</sup> От 70% проверени активи на БНБ.

<sup>25</sup> Ако използваме подходящата класификация на Р. Трифин при типологията на ЦБ в Латинска Америка (Triffin, 1944)

един по-широк план на провеждане на активна парична политика чрез операции на открития пазар.<sup>26</sup>

Накрая, според нас българското правителство взема специфични институционални решения, които могат да се нарекат квази-КПИ или КПИ субститути. Става въпрос най-вече за израждането на Погасителната каса, както и за консолидацията на банките чрез частичното им одържавяване. Тези институционални форми могат да се разглеждат като проява на кредитора от последна инстанция в широк смисъл. Прибягването към КПИ в широк смисъл се обуславя от доминиращата и все по-нарастваща роля на държавата в стопанството, от дребния аграрен сектор, както и от слабото развитие на частния сектор. Към всичко това се добавя и липсата на вътрешни спестявания и тяхната мобилизация под формата на ДЦК.

Годините на Великата депресия и банковите кризи са период, когато паричните власти и държавата се изправят пред реалния проблем за необходимостта от банкови регулации (създаването на Банкерски съвет), както и от търсене на подходящи форми за изграждане на КПИ. Трябва да се отбележи, че този процес се прекъсва задълго, защото България поема по пътя на регулираното стопанство в рамките на германската стопанска зона, а впоследствие по пътя на национализацията на банките в рамките на социалистическото стопанство. Институционализирането на функцията „кредитор от последна инстанция“ трябваше да изчака падането на комунистическия режим, за да може да се появи в рамките на възстановената двустепенна банкова система. Но отново само за няколко години, след криза, за която самият КПИ допринесе, през 1997 г. е въведен паричен съвет, а при него вече в друга, консервативна парична конфигурация функцията на кредитора от последна инстанция е сведена до минимум.

## Конфликт на интереси

Авторите декларират липса на конфликт на интереси.

## Използвана литература

- Berlemann, M., Nenovsky, N. (2004). Lending of First versus Lending of Last Resort: The Bulgarian Financial Crisis of 1996/1997. *Comparative Economic Studies*, 46 (2), pp. 245-271.
- Berov, L. (pod red.) (1997). *Balgarskata Narodna Banka na 120 godini (1879-1998)*. Neizdaden rаkоpіs. Sofia: BNB [Беров, Л. (под ред.) (1997). *Българската Народна Банка на 120 години (1879-1998)*. Неиздаден ръкопис. София: БНБ] (*in Bulgarian*).
- BNB (1929). *Yubileyno sabranie po sluchay 50-godishninata ot osnovavaneto na Balgarskata Narodna Banka*. Sofia: Pridvorna печатnitsa. [БНБ (1929). *Юбилейно събрание по случай 50-годишнината от основаването на Българската Народна Банка*. София: Придворна печатница] (*in Bulgarian*).

<sup>26</sup> Разбира се, водещите икономисти (Ж. Бурилков, Н. Стоянов и др.) отбелязват тази необходимост.

- BNB (1929a). *Yubileen sbornik na Balgarskata Narodna Banka 1897-1929*. Sofia: Darzhavna pechatnitsa. [БНБ (1929а). Юбилеен сборник на Българската Народна Банка 1897-1929. София: Държавна печатница] (*in Bulgarian*).
- BNB (2004). *Arhivite govoryat. Sbornik dokumenti*. Т. 4 (1930-1947). Sofia: Izd. Glavno upravlenie na arhivite pri MS i BNB. [БНБ (2004). Архивите говорят. Сборник документи. Т. 4 (1930-1947). София: Изд. Главно управление на архивите при МС и БНБ] (*in Bulgarian*).
- Bobchev, K. (1934). Nesaotvetstvieto mezhdru tsenite na zemedelskite i tsenite na industrialnite proizvedeniya. *Spisanie na Balgarskoto ikonomicheskо družhestvo (SBID)*, 33 (4), s. 203-250. [Бобчев, К. (1934). Несъответствието между цените на земеделските и цените на индустриалните произведения. *Списание на Българското икономическо дружество (СБИД)*, 33 (4), с. 203-250] (*in Bulgarian*).
- Burilkov, Zh. (1935). Teoriya i tehnika na tsentralnata banka. *SBID*, 34 (2), s. 73-90. [Бурилков, Ж. (1935). Теория и техника на централната банка. *СБИД*, 34 (2), с. 73-90] (*in Bulgarian*).
- Danaillow, G. (1932). *Les effets de la guerre en Bulgarie*. Paris: Presses Universitaires de France.
- Dimitrov, M. (2010). Balgarskoto selsko stopanstvo po vreme na svetovната ikonomicheska kriza 1929-1934 g. V: *Godishnik na Yuridicheski fakultet pri UNSS*, 3/2010. Sofia: UI „Stopanstvo”, s. 197-217. [Димитров, М. (2010). Българското селско стопанство по време на световната икономическа криза 1929-1934 г. В: *Годишник на Юридически факултет при УНСС*, 3/2010. София: УИ „Стопанство”, с. 197-217] (*in Bulgarian*).
- Dimitrova, K., Ivanov, M. (2014). Bulgaria: from 1879 to 1947. In: *South-Eastern European Monetary and Economic Statistics from the Nineteenth Century to World War II*. Oesterreichische Nationalbank, Bank of Greece and Bulgarian National Bank. Available at <https://www.oenb.at/en/Publications/Economics/south-east-european-monetary-history-network-data-volume.html>
- Dolinski, N. (1931). Krizata v balgarskoto selsko stopanstvo. *SBID*, 30 (1), s. 27-36. [Долински, Н. (1931). Кризата в българското селско стопанство. *СБИД*, 30 (1), с. 27-36] (*in Bulgarian*).
- Focarile, A. (1929). *Bulgaria d'oggi. Nei suoi aspetti sociali, economici, commerciali e finanziari* (con una carta delle ferrovie bulgare). Milano: Hoepli.
- Goodhart, C. (1999). Myths about the Lender of Last Resort, *International Finance*, 2 (3), pp. 339-360.
- Goodhart, C., Illing, G. (eds.). (2002). *Financial Crises, Contagion, and the Lender of Last Resort*. Oxford: Oxford University Press.
- Hristoforov, A. (1946). *Kurs po balgarsko bankovo delo. Chast I Istoricheskо razvitiе*. Sofia: Izdanie na Obshtiya fond za podpomagane na studentite i visshite учебni zavedeniya v Balgariya. [Христофоров, А. (1946). *Курс по българско банково дело. Част I Историческо развитие*. София: Издание на Общия фонд за подпомагане на студентите и висшите учебни заведения в България] (*in Bulgarian*).
- Hristoforov, A. (1946). Tsentralnite banki v savremennite konyunkturni teorii. V: *Godishnik na VUFAN*, (5). Sofia, s. 1-72. [Христофоров, А. (1946). Централните банки



- в съвременните конюнктурни теории. В: *Годишник на ВУФАН*, (5). София, с. 1-72] (*in Bulgarian*).
- Ilieff, P. (1930). *La Banque nationale de Bulgarie et l'histoire de sa politique monétaire*. Lyon: Bosc and Riou.
- Kamenarov, N. (1933). Otrazhenieto na niskite tseni varhu zemedelskite stopanstva i dalgovete im. *Stopanska misal*, 3(4), s. 23-48. [Каменаров, Н. (1933). Отражението на ниските цени върху земеделските стопанства и дълговете им. *Стопанска мисъл*, 3(4), с. 23-48] (*in Bulgarian*).
- Kamenarov, N. (1934). Zadalbochavane na krizata. *Stopanska misal*, 4(3), s. 147-159. [Каменаров, Н. (1934). Задълбочаване на кризата. *Стопанска мисъл*, 4(3), с. 147-159] (*in Bulgarian*).
- Karamihaylov, M. (1939). *Kreditnoto delo v Bulgariya i stopanskata kriza*. Sofia [Карамихайлов, М. (1939). *Кредитното дело в България и стопанската криза*. София] (*in Bulgarian*).
- Karklisyiski, N. T. (1941). Konstatatsii varhu kreditnata deynost na bankovite instituti s ogleđ na vazdeystvieto im varhu po-vazhnite otrasli na balgarskoto narodno stopanstvo. V: *Godishnik. Ikonomicheski universitet – Varna*, I (1), s. 1; 3; 5; 7-135; 137-182. [Кърклийски, Н. Т. (1941). Констатации върху кредитната дейност на банковите институти с оглед на въздействието им върху по-важните отрасли на българското народно стопанство. В: *Годишник. Икономически университет – Варна*, I (1), с. 1; 3; 5; 7-135; 137-182] (*in Bulgarian*).
- Kemilev, A. (1936). Bankovoto delo v Bulgariya prez 1935 godina. *SBID*, 35 (7), s. 415-429. [Кемилев, А. (1936). Банковото дело в България през 1935 година. *СБИД*, 35 (7), с. 415-429] (*in Bulgarian*).
- Koshev, K. (2008). The Banking Sector and the Great Depression in Bulgaria, 1924-1938: Interlocking and Financial Sector Profitability. *BNB Discussion Paper No. 68*.
- Kozsul, J. (1932). *Les efforts de restauration financière de la Bulgarie (1922-1931)*. Paris: Felix Alcan.
- Kovachev, N. (1931/1932). Bankoviyat kapital v Bulgariya. *Zvezda*, s. 602-608; 722-731. [Ковачев, Н. (1931/1932). Банковият капитал в България. *Звезда*, с. 602-608; 722-731] (*in Bulgarian*).
- Kremer, K. (1931). *Angliyskata banka, Rayhsbank i Federalnite rezervi banki* (predgovor A. Chakalov). Sofia: Pridvorna печатница. [Кремер, К. (1931). *Английската банка, Райхсбанк и Федералните резерви банки* (предговор А. Чакалов). София: Придворна печатница] (*in Bulgarian*).
- Lyarchev, A. (1930). Tsenite na zarnenite hrani. *SBID*, 29 (9), s. 497-510. [Ляпчев, А. (1930). Цените на зърнените храни. *СБИД*, 29 (9), с. 497-510] (*in Bulgarian*).
- Maes, I., Pasotti, I. (2021). *Robert Triffin. A Life*. New York: Oxford University Press.
- Marinova, T. (2020). Bulgaria and the Great War (1912-1919): Some Issues under Discussion among the Bulgarian Economists of That Time. *Revue d'histoire de la pensée économique*, 10 (2), p. 287-315.
- Mehrling, P. (2010). *The New Lombard Street: How the Fed Became the Dealer of Last Resort*. Princeton: Princeton University Press.

- Mehrling, P. (2014). Why Central Banking Should be Re-imagined. *BIS Papers No. 79: Rethinking the lender of last resort*, pp. 108-118.
- Mollof, D. V. (1934). *La crise mondiale et la Banque Nationale de Bulgarie (Etude de Documentation économique)* Paris: Domat-Montchrestien, F. Loviton & Cie.
- Moreau, E. (1954). *Souvenirs d'un Gouverneur de la Banque de France. Histoire de la stabilisation du franc (1926-1928)*. Paris: Génin.
- Nedelchev, K. (1940). *Parichnoto delo v Bulgariya, 1879-1940*. Sofia: Pechatnitsa Knipegraf. [Неделчев, К. (1940). *Паричното дело в България, 1879-1940*. София: Печатница Книпеграф] (*in Bulgarian*).
- Nedelchev, K. (1941 [1931]). *Zadachi na balgarskoto stopanstvo*. Sofia: Poligrafiya. [Неделчев, К. (1941 [1931]). *Задачи на българското стопанство*. София: Полиграфия] (*in Bulgarian*).
- Nenovsky, N., Andreev, R. (2013). *Balgarskite ikonomisti i Golyamata depresiya*. Sofia: ИК-UNSS. [Неновски, Н., Андреев, Р. (2013). *Българските икономисти и Голямата депресия*. София: ИК-УНСС] (*in Bulgarian*).
- Nenovsky, N. (2006). *Exchange Rates and Inflation: France and Bulgaria in the Interwar Period and the Contribution of Albert Aftalion (1874-1956)*. Sofia: Bulgarian National Bank.
- Nenovsky, N. (2012). Theoretical Debates in Bulgaria during the Great Depression. Confronting Sombart, Marx and Keynes. *Oeconomia (History-Methodology-Philosophy)*, 2(1), pp. 67-101.
- Nenovsky, N., Pavanelli, G., Dimitrova, K. (2007). Exchange Rate Control in Italy and Bulgaria in the Interwar Period. History and Perspectives. In: *The Experience of Exchange Rate Regimes in South-Eastern Europe in a Historical and Comparative Perspective*. Oesterreichische Nationalbank, pp. 80-117.
- Nyborg, K. (2017). *Collateral Frameworks. The Secret of Central Banks*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Palazov, I. (1932). Problemata za oblekchenie na dlazhnitsite, *SBID*, 31 (4), s. 205-224. [Палазов, И. (1932). Проблемата за облекчение на длъжниците, *СБИД*, 31 (4), с. 205-224] (*in Bulgarian*).
- Petkof, J. (1926). *Prix, circulation et change en Bulgarie de 1890 à 1924*, Paris: Jouve & Cie Editeurs.
- Prost, H. (1925). *La liquidation financière de la guerre en Bulgarie*. Paris: Marcel Gard.
- Rusenov, M. (pod red.) (1983). *Istoriya na finansovata i kreditna sistema v Bulgariya. Tom 2 „Ot Osvobozhdenieto do 9. IX. 1944“*. Varna: Knigoizdatelstvo „Georgi Bakalov“. [Русенов, М. (под ред.) (1983). *История на финансовата и кредитна система в България. Том 2 „От Освобождението до 9. IX. 1944“*. Варна: Книгоиздателство „Георги Бакалов“] (*in Bulgarian*).
- Ryaskov, M. (2006). *Spomeni i dokumenti*. Sofia: Izd. BNB. [Рясков, М. (2006). *Спомени и документи*. София: Изд. БНБ] (*in Bulgarian*).
- Ryaskov, S. (2005). *Mezhdu dva svyata. Spomenite sa kato varhove nad more ot magla ...* Sofia: Rabotilnitsa za knizhnina „Vasil Stoilov“. [Рясков, С. (2005). *Между два свята. Спомените са като върхове над море от мъгла ...* София: Работилница за книжнина „Васил Стоилов“] (*in Bulgarian*).

- Stoyanov, N. (1933). *Reparatsii i mezhdusayuznitcheski dalgove. Balgarski darzhavni dalgove*. Sofia: Pечатnitsa P. Glushkov. [Стоянов, Н. (1933). *Репарации и междусъюзнически дългове. Български държавни дългове*. София: Печатница П. Глушков] (*in Bulgarian*).
- Terziev, V. (1931-1932). Dalgove i dlazhnitsi. *Zvezda*, s. 947-954. [Терзиев, В. (1931-1932). Дългове и длъжности. *Звезда*, с. 947-954] (*in Bulgarian*).
- Tooze, A., Ivanov, M. (2011). Disciplining the 'Black Sheep of the Balkans': Financial Supervision and Sovereignty in Bulgaria, 1902-38. *The Economic History Review*, 64(1), pp. 30-51.
- Triffin, R. (1944). Central Banking and Monetary Management in Latin America. In: S. Harris (ed.). *Economic Problems in Latin America*. New York-London: McGraw-Hill, pp. 93-116.
- Tucker, P. (2014). The Lender of Last Resort and Modern Central Banking: Principles and Reconstruction. *BIS Paper No. 79: Re-thinking the lender of last resort*, pp. 10-42.
- Vachkov, D. (2016). *Dokumentalen sbornik „Balgarite i Golyamata voyna“*. Sofia: Institut za istoricheski izsledvaniya - BAN, s. 28-64. [Вачков, Д. (2016). *Документален сборник „Българите и Голямата война“*. София: Институт за исторически изследвания - БАН, с. 28-64] (*in Bulgarian*).
- Yordanov, D. (1943). Nadzorat varhu chastnite banki v Balgariya i negovoto vliyanie varhu deynostta im. *SBID*, 42 (1-2), s. 23-43. [Йорданов, Д. (1943). Надзорът върху частните банки в България и неговото влияние върху дейността им. *СБИД*, 42 (1-2), с. 23-43] (*in Bulgarian*).
- Zagorov, S. (1933). Podpomagane na zatrudnenite dlazhnitsi zemedeltsi i zazdravyavane na kredita v Balgariya. *SBID*, 32 (1), s. 1-9. [Загоров, С. (1933). Подпомагане на затруднените длъжници земеделци и заздравяване на кредита в България. *СБИД*, 32 (1), с. 1-9] (*in Bulgarian*).

**Николай Неновски** е доктор на икономическите науки, професор в Университета „Жул Верн“, Лабораторията по икономика, финанси, мениджмънт и иновации, Амиен, Франция, член на Управителния съвет на БНБ, професор в РУДН и ГУ ВШЭ, Москва, nenovsky@gmail.com

**Цветелина Маринова** е доктор по икономика, главен асистент в Нов български университет, асоцииран изследовател към Лабораторията по икономика, финанси, мениджмънт и иновации на Университета „Жул Верн“, Амиен, Франция, tsvetelina.marinova@gmail.com

**Nikolay Nenovsky** is Dr. Ec. Sc., Professor at the Université de Picardie Jules Verne, the Economics, Finance, Management and Innovations Laboratory (LEFMI), Amiens, France, Member of the Governing Council of Bulgarian National Bank, Professor at RUDN University and HSE University, Moscow, nenovsky@gmail.com

**Tsvetelina Marinova**, PhD, is Senior Assistant Professor at the New Bulgarian University, Associate Researcher at the Economics, Finance, Management and Innovations Laboratory of the Université de Picardie Jules Verne (LEFMI), Amiens, France, tsvetelina.marinova@gmail.com

## THE FIRST STEPS OF THE LENDER OF LAST RESORT IN BULGARIA. HISTORY AND DEBATES DURING THE GREAT DEPRESSION

Nikolay Nenovsky, Tsvetelina Marinova

*Abstract:* In recent years we have witnessed profound institutional changes in the character of central banks and in their monetary policies. These transformations are the result of a number of factors, most notably the crisis that began in 2008, as well as the large-scale processes of digitalisation of money. The place and specific mechanisms of the financial stability system, including of the lender of last resort (LOLR), are also evolving. In this context a review of the historic development of the LOLR could be particularly useful.

This article aims to present the first steps of the LOLR in Bulgaria in the years of the Great Depression and the banking crises related to it. The various institutional forms of the LOLR in Bulgaria are described in sequence. The role of the Bulgarian National Bank (BNB), as the LOLR in the systemic crisis and the rescuing of Credit Bank in 1931, and the theoretical discussions among Bulgarian economists about the LOLR have been examined.

*Keywords:* lender of last resort; monetary policy; banking regulation; economic history of Bulgaria; Great Depression

*JEL codes:* E52; E58; G21; G28; N14; N44