

Интеграцията на финансовите пазари в рамките на ЕС

доц. д-р Венелина Трифонова

УНСС, катедра „Икономика“

тел.: 8195470

e-mail: venelina_trifonova@abv.bg

Резюме: Основната цел на статията е да се анализира степента на интеграция на финансовите пазари в еврозоната. Финансовата интеграция се интерпретира от гледна точка на развитието на основните пазарни сегменти и използваните от Европейската централна банка (ЕЦБ) икономически индикатори за оценка на степента на интеграция на паричните и капиталовите пазари. Ключово място се отделя на значимите събития и промени, настъпили в последните години на финансовите пазари в еврозоната. Степента на интеграция на тези пазари се различава силно според пазарния сегмент и съществуващата техническа инфраструктура. Относно развитието на паричните пазари в еврозоната в статията се проследява динамиката на индексите „EONIA“, „EURIBOR“ и „EUREPO“. Тя показва висока степен на интеграция на пазарите на необезпечени и обезпечени кредити, която е свързана с функциониращите системи за големи плащания в еврозоната – „TARGET2“ и „EURO1“, характеризиращи пълната интеграция на платежната инфраструктура. ЕЦБ силно подкрепя по-бързото внедряване на проекта за създаването на единна платежна зона за плащания в евро, което е свързано със значителни изгоди за потребителите. Относно интеграцията на капиталовите пазари се определя,

че тя зависи най-вече от развитието на системите за сетълмент на ценните книжа. Наблюдава се процес на консолидация на инфраструктурите за клиринг и сетълмент на ценни книжа. Пазарите на акции остават силно фрагментирани с по-ниска степен на финансова интеграция, оценена чрез отклоненията по държави и сектори на месечната възвръщаемост от акциите. В тази връзка ЕЦБ констатира увеличение на коефициента на вариация, обяснено с действието на местни и глобални фактори. Техническата инфраструктура на пазарите на акции се определя като по-слабо интегрирана от тази на облигационните пазари, доколкото международният сетълмент на сделките с акции се осъществява от националните централни депозитари на страните и съществуват различия между държавите в циклите за сетълмент и корпоративното облагане. В заключение, тенденциите в развитието на финансовите пазари в еврозоната са очертани чрез препоръките на Съвета по икономически и финансови въпроси към ЕС.

Ключови думи: еврозона, финансова интеграция, парични пазари, пазари на акции, пазари на облигации.

JEL: E42, E44, F15, F36.

Финансовата система на еврозоната се състои, от една страна, от финансовите пазари и свързаната с тях инфраструктура, и от друга страна, от

финансовите институции, които са активно действащи на тези пазари. Основната цел на статията е да се изследва степената на интеграция и на развитие на финансовите пазари и свързаната с тях инфраструктура в страните – членки на еврозоната.

Европейската централна банка (ЕЦБ) дефинира набор от индикатори за оценка на степената на интеграция на паричния пазар, пазарите на облигации и на акции в еврозоната. Тя периодично актуализира тези индикатори в качеството си на ключов монетарен орган в зоната на еврото в съответствие с настъпилите събития и промени на пазарите. Степената на интеграция на тези пазари се различава в зависимост от отделния пазарен сегмент и съществуващата техническа инфраструктура.

Финансовата интеграция е пряко свързана с целите и задачите на ЕЦБ. ЕЦБ определя, че *„добре развитата и интегрирана финансова система е изключително важна за прилагането на единната европейска парична политика, тъй като благоприятства ефективното действие на паричния трансмисионен механизъм сред цялата еврозона... По-интегрираните финансови пазари, от една страна, предлагат по-добри възможности за финансиране и диверсификация на риска, и оттук спомагат за повишаване на капацитета на икономиките да абсорбират шокове. От друга страна, структурната трансформация на финансовата система чрез засилващата се финансова интеграция, включително чрез създаването на интензивни трансгранични връзки, поражда необходимостта от тясно следване на процеса на финансова интеграция... В действителност финансовата интеграция е ключов фактор за развитието и модернизацията на финансовата система, която на свой ред повишава потенциала за постигане на по-висок и по-устойчив икономически растеж“* [5, 2005 г., с. 1-2].

1. Интеграция на паричните пазари в еврозоната

Паричният пазар в еврозоната се дефинира като пазар за междубанков краткосрочен дълг или пазар на депозити. Според ЕЦБ той се характеризира с висока степен на интеграция от 1999 г. насам (Вж. таблица 1). За измерване на финансовата интеграция на паричните пазари в еврозоната ЕЦБ прилага система от индикатори, базирани на дисперсията на лихвените проценти по кредитите за действително осъществените трансакции или лихвените проценти – „EONIA“, „EURIBOR“ и „EUREPO“, изчислявани от определен кръг банки. Индексът „EONIA“ (Euro overnight index average) представлява „мярка на ефективния лихвен процент“, доминиращ на междубанковия паричен пазар в евро. Изчислява се като среднопретеглена величина на лихвените проценти по необезпечените кредитни трансакции с обвързан матуритет, които са геноминирани в евро. Индексът „EONIA“ започва да се изчислява от януари 1999 г., с което замества публикуваните до този момент от ЕЦБ лихвени проценти по междубанковите депозити, които се търсят на паричния пазар в еврозоната. От 2004 г. до октомври 2008 г. този индекс бележи увеличение на годишна база от 2,05 % на 3,82 % (2005 г. – 2,09 %, 2006 г. – 2,83 %, 2007 г. – 3,87 %). Индексът „EURIBOR“ (Euro Interbank Offered Rate) е лихвеният процент на предлаганите междубанкови ресурси в евро. Той се изчислява ежедневно за междубанковите депозити със срок от 1 седмица и от 1 месец до 1 година. Определя се като средна величина на обявената от определени водещи банки дневна цена на предлагане на междубанкови депозити на паричния пазар в еврозоната. Индексът „EURIBOR“ също влиза в сила от януари 1999 г., замествайки публикуваните до

този момент от ЕЦБ лихвени проценти на предлаганите междубанкови депозити“ [3, 2006 г., с. 566]. По отношение на динамиката му например едномесечният индекс „EURIBOR“ е равен на 2,86 % през 1999 г., 2,86 % през 2004 г., 2,14 % през 2005 г., 2,94 % през 2006 г., 4,08 % през 2007 г. и 4,83 % в края на октомври 2008 г. В същото време 12-месечният индекс бележи слабо повишение от 3,19 % през 1999 г. на 3,27 % през 2004 г. и 3,78 % през 2007 г. Индексът „EUREPO“ служи за референтен лихвен процент за репооперациите в евро. Той започва да се изчислява от март 2002 г.

След старта на третия етап на Европейския икономически и паричен съюз (ИПС) колебанията по отделни държави на лихвените проценти по кредитите за действително осъществените транзакции или лихвените проценти по необезпечените кредитни транзакции в евро с овърнайт срок, по предлаганите междубанкови ресурси в евро и по репооперациите в евро силно намаляват в еврозоната. На практика те се доближават до нула сред отделните страни членки като впоследствие остават стабилни. За разлика от това, *„само една година преди старта на Паричния съюз, през януари 1998 г., стандартното отклонение на средните лихвени проценти по кредитите в евро сред държавите от еврозоната е над 130 базисни пункта, докато впечатляващо е, че този показател се е понижил до 3 базисни пункта в началото на 1999 г. и още повече е намалял впоследствие до 1 базисен пункт“* [6, 2005 г., с. 3].

През 2007-2008 г. обаче се отчитат съществени изменения на краткосрочните парични пазари, свързани с появата на ликвидни проблеми в контекста на наблюдаваната глобална несигурност на финансовите пазари. От август 2007 г. колебливостта на лихвените

проценти на краткосрочния паричен пазар, особено на овърнайт лихвените проценти, силно нараства вследствие на засилващата се световна финансова несигурност. Това се отразява и в значителното повишаване на вариацията на лихвените проценти сред банките, които се включват в панела за изчисляване на индекса „EONIA“. За да гарантира нормалното функциониране на паричния пазар, ЕЦБ осигурява ликвидност чрез серия от рефинансиращи операции – ключов инструмент на паричната ѝ политика. Засилващата се волатилност на лихвените проценти по кредитите разкрива различията в кредитния риск между банките. Тя също показва, че се предпочитат национални контрагенти и съществува недостатъчно познаване на кредитния риск. Динамиката на другия, свързан с този индикатор, а именно – 1-месечния и 12-месечните индекси „EUREPO“, разкрива, че повишаването на кредитния риск е една от най-важните причини за нарасналите колебания.

Лихвените проценти по обезпечените краткосрочни финансови инструменти също се характеризират с висока степен на интеграция. Въпреки това дялът на краткосрочните дългови ценни книжа, емитирани от резиденти в еврозоната и притежавани от резиденти на други страни – членки на еврозоната, е все още твърде нисък в сравнение с този за акциите и облигациите, макар да се отчита, че този дял бележи увеличение с течение на времето. Пазарът за краткосрочни дългови ценни книжа става все по-интегриран, но все още съществуват различия в стандартите и практиките на отделните пазари по отношение на краткосрочните дългови инструменти. Както ЕЦБ отбелязва, пазарът на краткосрочни дългови ценни книжа остава компонентът на паричния пазар в ЕС, на който е постигнат слаб напредък по отношение на интеграцията след въвеждането на еврото през 1999 г.

[4, 2008 г., с. 37]. В действителност пазарът на европейски търговски ценни книжа (CP, commercial papers) и на депозитни сертификати (CD, certificates of deposits) остава все още фрагментиран.

Във връзка с това ЕЦБ публикува ежедневна статистика за доходността и обемите на ценните книжа, съответстваща на „Пазарната конвенция „STEP“ (Short-Term European Paper), с цел да повиши прозрачността на пазара и да засили развитието на паневропейски пазар на краткосрочни книжа. Инициативата „STEP“ е създадена с цел да се фокусира върху проблема със слабата интеграция на пазарите на търговски ценни книжа и на депозитни сертификати чрез разработването на единен паневропейски пазар за краткосрочни финансови инструменти посредством доброволното съгласие на пазарните участници с набор от основополагащи общоприети стандарти. Тази инициатива е въведена през юни 2006 г., когато е подписана „Пазарната конвенция STEP“ (STEP Market Convention).

Евросистемата е катализатор на тази инициатива, като насочва вниманието на пазарните играчи върху възможността да се повиши интеграцията на този пазар чрез саморегулиране, участва със статут на наблюдател в създаването на конвенцията, помага на проекта да достигне до всички финансови играчи и широката публика. В тази си дейност ЕЦБ е подпомагана от някои национални централни банки (НЦБ) чрез осигуряване на техническа подкрепа за разпространяване на инициативата до средата на 2008 г. От този момент досега тази инициатива е показала своите предимства за повишаване на пазарната прозрачност и засилване на конвергенцията на пазарните стандарти и практики чрез постигането на съответствие на пазарните играчи с „Пазарната конвенция STEP“.

Интеграцията на паричния пазар в еврозоната е тясно свързана и благоприятствана от високата степен на интегрираност на системите за големи плащания в евро в еврозоната (Large-value payment systems in euro, LVPS), които се използват най-широко за осъществяване на плащания по между-банкови транзакции. Докато през 1998 г. съществуват само 17 такива системи, една година по-късно техният брой намалява съществено до 5 системи плюс системата TARGET (Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system), която обвързва националните системи за брутен сетълмент в реално време (Real-time gross settlement (RTGS) systems) на страните и платежния механизъм на ЕЦБ (ECB Payment Mechanism, EPM). В периода между въвеждането на евро през 1999 г. и края на 2007 г. две от останалите системи са затворени. Сетълментът представлява прехвърляне на парични суми между сметки за сетълмент. Сетълмент в реално време е този, който се извършва незабавно. Системите за брутен сетълмент в реално време са системи, в които сетълментът на плащанията, извършени на територията на страната, се осъществява незабавно и индивидуално за всяко плащане.

Както ЕЦБ отбелязва, *„паричният пазар в еврозоната е напълно интегриран, благодарение на интеграцията на системите за големи плащания. За разлика от това, банкирането на дребно продължава да бъде фрагментирано по различни причини, но една от най-значимите е, че съществуват твърде много платежни инфраструктури за дребни плащания. Това е една от причините, поради които ЕЦБ силно подкрепя проекта за създаването на Единната платежна зона за плащания в евро (Single Euro Payments Area, SEPA) колкото е възможно по-бързо. Завършването на проекта SEPA*

ще донесе не само преки изгоди за потребителите, но също ще благоприятства интеграцията на банковите пазари на дребно“ [5, 2006 г., с. 4].

Сред функциониращите понастоящем платежни системи в еврозоната, най-голямата част от платежния трафик се пада на системата TARGET и на системата EURO1 (частна система за нетен сетълмент). През 2007 г. системата TARGET заема пазарен дял от 89,1 % от стойността и 60,5 % от обема на обработените плащания в системите за големи плащания в евро в еврозоната. За другата система – EURO1, данните са съответно 8,5 % и 34,9 %. Въпреки че сегментът на големите плащания в евро в еврозоната е достигнал висока степен на консолидация, през ноември 2007 г. е пусната в експлоатация нова версия на системата TARGET, а именно – TARGET 2, която представлява подобрена и технически по-интегрирана нейна версия. Тя позволява да се осигури по-хармонизирано ниво на обслужване на банките в Европа чрез функционирането на единна техническа платформа и по този начин да

се ускори още повече интеграцията на цялостната платежна инфраструктура.

2. Интеграция на пазарите на облигации

Пазарите на облигации се третират като особено динамична и перспективна форма на интегриране на сделките с дългови финансови инструменти между отделните страни. Модерният подход във финансовия икономикс предполага защита на ролята на международните дългови пазари като фактор за ускорено развитие на световната и на обединената европейска икономика. Добре развитите пазари на дългосрочни дългови финансови инструменти дават предимства на страните да издържат на шокове и да осигуряват известна стабилност на финансовите пазари. ЕЦБ прави оценка на степента на интеграция на пазарите на облигации на страните – членки на еврозоната чрез съпоставянето на промените в доходността на държавните облигации по отделни страни спрямо промените в доходността на ценни книжа,

Таблица 1. Степен на интеграция на финансовите пазари в еврозоната

Пазари	Степен на интеграция	Свързани инфраструктури
1. Парични пазари		
в т.ч. Необезпечени	Почти отлична (до 1 % вариация)	Напълно интегрирани
Обезпечени	Напреднала	Платежните системи са напълно интегрирани Съществуват затруднения от страна на обезпеченията
2. Пазари на облигации		
в т.ч. Държавни облигации	Много напреднала	Фрагментирани
Корпоративни облигации	Задоволителна	Фрагментирани
3. Пазар на акции	Ниска	Много фрагментирани

Източник: ЕЦБ.

приети за модел или бенчмарк. За такъв бенчмарк са приети дълговите ценни книжа на правителството на Германия. В резултат на направената оценка е установено, че след въвеждането на еврото през 1999 г. и отпадането на валутния риск, доходността на държавните облигации във всички страни – членки на еврозоната, постепенно се уеднаквява. Към списъка на тези страни от 2001 г. се добавя и Гърция, след като въвежда единната европейска валута. За тази тенденция в еврозоната също допринасят и вътрешноикономически фактори, характерни за отделните страни. Такива фактори са различията в ликвидността, свързани с настъпването на международната финансова криза и степента на развитие на пазарите на деривативи, обвързани към индивидуални облигации.

Въвеждането на еврото също се отчита като една от движещите сили за силното развитие на пазарите на корпоративни облигации в еврозоната, чиято интеграция се измерва чрез тестването дали претеглената с риска доходност по тези книжа има систематичен национален компонент, т.е. компонент, характерен за държавата, в която те са емитирани, или се дължи преди всичко на глобални фактори. В случая на еврозоната е установено, че националните ефекти обясняват много малка константна част от вариацията на доходността по корпоративните дългови ценни книжа по държави и пазарите на тези инструменти са интегрирани в задоволителна степен [4, 2008 г., с. 14] (Вж. табл. 1). Така например притежаваните от резиденти на еврозоната дългосрочни дългови ценни книжа, емитирани от правителства и нефинансови институции, са отбелязали съществено увеличение през последните 10 години. Първоначално нефинансовите институции са отделяли малко внимание на този инструмент за финансиране, но впоследствие тази тенденция силно

се обръща. Понастоящем инвеститорите диверсифицират активно своите портфейли сред страните – членки на еврозоната. Що се отнася до притежаваната от парично-финансовите институции наличност от дългосрочни дългови финансови инструменти, емитирани от нефинансови институции през границите на страните, тя също нараства в последните години – от около 15 % до близо 40 % [4, 2008 г., с. 15].

Съществен фактор, свързан с интеграцията на финансовите пазари, се отнася до финансовите иновации и в частност до развитието на продукти за прехвърляне на кредитния риск и секюритизацията. Основната роля на финансовите иновации е да благоприятстват повишаването на конкурентоспособността на пазара, което води до по-добро функциониране и развитие на кредитните пазари, както и по-силна интеграция на облигационните пазари в еврозоната.

Интеграцията на пазарите на акции и на облигации се обуславя силно от степента на интеграция на пазарната инфраструктура, по-специално на системите за съгласование на ценни книжа (securities settlement systems, SSSs) и централните съконтрагенти (central counterparties, CCPs). Броят на дружествата, опериращи като централни депозитари в еврозоната, много слабо намалява през последните години – от 21 през 1998 г. до 20 през 2007 г., докато броят на централните съконтрагенти намалява чувствително от 13 на 7 за посочения период. Централните депозитари са институции за регистриране на сделки с ценни книжа, за съхранение и регистриране на ценни книжа и за откриване и водене на сметки за безналични ценни книжа [2, 1996 г.]. Те извършват също клиринг и съгласование по сделките с ценни книжа и уведомяват своите членове за задълженията им за предаване на ценните книжа и за заплащането им.

Клирингът представлява взаимно прихващане на насрещните вземания на страните по сделките с ценни книжа. Той може да бъде на брутна или на нетна база. Клирингът на брутна база представлява определяне по отношение на отделен член на депозитара на задълженията му по всяка извършена от него сделка за предаване на ценни книжа или за заплащане. Клирингът на нетна база представлява определяне по отношение на отделен член на депозитара на едно задължение да предаде ценни книжа или да извърши плащане въз основа на всички сключени от него сделки. Централните съконтрагенти са лица, които приемат нареждания на други участници в системата. По този начин те действат като изключителни съконтрагенти на тези участници [1, 2005 г.]

В еврозоната се наблюдава процес на консолидация на инфраструктурите за клиринг и сетълмент чрез осъществяването на сливания и преобразувания, макар че гружествата продължават да оперират и обслужват своите национални пазари на технически самостоятелни платформи. В същото време се предприемат доста инициативи за постигане на техническа интеграция на процеса на клиринг и сетълмент. Най-значимите инициативи са свързани с израждането на паневропейската платформа за сетълмент на ценни книжа (T2S) и приемането на Кодекс за провеждането на клиринг и сетълмент (Code of Conduct for Clearing and Settlement) [4, 2008 г., с. 15].

Системите за сетълмент на ценни книжа и централните съконтрагенти стават все по-интегрирани не само благодарение на консолидацията, но и чрез установяването на връзки между различните системи. Броят на подобни връзки, установени между системите за сетълмент на ценни книжа в еврозоната за кредитните операции на евросистемата, нараства съществено през

първите 2 години от функционирането на ИПС – от 47 в края на 1999 г. до 66 в края на 2001 г. Впоследствие през 2002 г. и 2003 г. техният брой намалява съответно на 63 и 59, като последната цифра се запазва до края на 2007 г. Този индикатор е съществен, тъй като от 1 юли 2003 г. по решение на Управителния съвет на ЕЦБ единствено ценни книжа, които се съхраняват в системи за сетълмент на ценни книжа (Централни депозитари), локализирани в еврозоната, могат да служат за обезпечение на кредитните операции на евросистемата.

3. Интеграция на пазарите на акции

Пазарите на акции, като важен сегмент на финансовите пазари, са подложени на нови пазарни стратегии и глобализация на предлагането на нови дялови финансови инструменти в рамките на ЕС. Важен показател за степента на интеграция на пазарите на акции е съпоставката на отклоненията в месечната възвръщаемост от акциите по държави и по сектори за определен период от време. За оценка на възвръщаемостта се използват получените дивиденди от акционерите на месечна база. ЕЦБ отчита, че в последните години силно намаляват отклоненията в месечната възвръщаемост от акциите по отделни държави. По-интегрираният пазар означава по-големи изгоди от диверсификацията на портфейлите на инвеститорите.

Освен това на интегрирания пазар на акции цените трябва да се движат, следвайки по-скоро общи за еврозоната фактори, отколкото фактори, специфични за конкретната страна. Поради тази причина ЕЦБ наблюдава влиянието на местни и глобални фактори върху цените на акциите на пазара, като шоковете, характерни за цялата еврозона и

тези, породени от развитието на икономиката на САЩ. По този начин се установява частта от колебливостта на пазара на акции в еврозоната, която е обусловена от местни и от глобални фактори. В действителност ЕЦБ установява, че коефициентът на вариация, обусловен както от местни, така и от глобални фактори, през последните години се увеличава, което се дължи, първо, на процеса на глобализация, и второ, на факта, че регионалната интеграция в еврозоната бързо реагира на процеса на световната интеграция. Нараства степента на интегрираност на пазарите на акции – 38 % от вариацията се обуславя от общи за цялата зона фактори [4, 2008 г., с. 16]. Цените на акциите в цялата еврозона бързо реагират на факторите, новините и събитията, настъпващи в зоната на еврото [6, 2005 г., с. 5].

В периода 1997-2006 г. резидентите на еврозоната са удвоили до 29 % своите наличности от акции, емитирани от други страни на еврозоната (като дял от техния портфейл от акции, емитиран в тяхната собствена и в други страни на еврозоната). За разлика от това, дялът на акциите, емитирани от страни на еврозоната, но притежавани в страни извън зоната на еврото, остава на много по-ниско ниво и нараства слабо. Това се дължи на практиката на институционалните инвеститори, които преразпределят своите наличности от акции предимно в различни страни, но главно в рамките на еврозоната. Дялът на притежаваните от инвестиционни фондове акции и други дялови ценни книжа (с изключение на акции на инвестиционни фондове), които са емитирани от резиденти на еврозоната извън самата страна членка, в която е локализиран инвестиционният фонд, нараства съществено през последните години. От 17 % през 1999 г. този дял се увеличава на 25 % през 2007 г. [4, 2008 г., с. 17]. Нарастването на глобалните тръстове и взаимни фондове

на капиталовите пазари увеличават търсенето на чуждестранни акции и намаляват транзакционните разходи за инвеститори на пакети от акции.

Що се отнася до техническата инфраструктура на пазарите на акции в еврозоната, за нея е характерно, че е много по-слабо интегрирана от тази на пазарите на облигации (Вж. таблица 1). Както се отбелязва, „*в действителност пазарите на акции в еврозоната са все още доста фрагментирани*“ [6, 2005 г., с. 5], макар да се отчита протичането на процес на постепенна интеграция. Международният сетълмент на акциите продължава да се осъществява от националните Централни депозитари на страните членки. Освен това различията в циклите за сетълмент и наличието на различно корпоративно облагане възпрепятстват напредъка в интегрирането на инфраструктурата на пазарите на акции. Следователно по отношение на интеграцията на пазарите на акции в еврозоната има още какво да се желае и ЕЦБ насочва вниманието си към този въпрос в последните години. Той от своя страна е тясно свързан със степента на развитие и интеграция на пазарната инфраструктура, което изисква съществени иновации и подобрения в съществуващата такава.

В заключение, в условията на глобална финансова криза препоръките на Съвета по икономически и финансови въпроси към ЕС акцентират върху няколко основни момента в съвременното регулиране на пазарите: първо, финансов надзор и хармонизиране на основните правила и стандарти за надзор, както и на регулаторното отчитане на финансовите пазари; второ, управление на международните финансови пазари чрез усъвършенстване на финансовите инструменти и на процедурите; трето, засилване на ролята на МВФ в надзора на финансовата стабилност; четвърто, продължаващо раз-

витие на т.нар. „суверенни фондове“, които изграят важна роля като източници на капитал и на ликвидност на финансовите пазари; пето, приложение на следните основни принципи: отворена инвестиционна среда, използване на националния инструментариум и на този на ЕС, прозрачност, пропорционалност и спазване на задълженията по Договора за създаване на Европейската общност; шесто, изграждане на общи търговски платформи и осъществяване на презгранични сливания на фондовите борси (като тези на Амстердам, Париж и Брюксел в т.нар. „EURONEXT“ фондова борса).

Литература

1. Закон за паричните преводи, електронните платежни инструменти и платежните системи, Обн., ДВ, бр. 31 от 8 април 2005 г., в сила от 8 октомври 2005 г.
2. Наредба № 19 на БНБ за Централния депозитар на ценни книжа, Обн., ДВ, бр. 81 от 24 септември 1996 г.
3. Трифонова, С., Парична теория, парична политика, европейска парична интеграция, УИ „Стопанство“, 2006.
4. ECB, Financial Integration in Europe, European Central Bank, Frankfurt am Main, April 2008.
5. Papademos, L., Integration and development of financial markets: a key to faster sustainable growth in Europe, Speech at the annual meeting of the Institut International d'Etudes Bancaires, Athens, Greece, 20 October 2006.
6. Trichet, J.-C., The state of European financial integration, Speech by Jean-Claude Trichet, President of the ECB, Third euro fixed income forum, Euromoney Conferences, Paris, 28 November 2005. **ИИ**