

## 20 ГОДИНИ ПАРИЧЕН СЪВЕТ В БЪЛГАРИЯ – ЕФЕКТ ВЪРХУ МАКРОИКОНОМИЧЕСКОТО СЪСТОЯНИЕ НА СТРАНАТА И БЪДЕЩИ ПЕРСПЕКТИВИ

Елена Спасова<sup>1</sup>

*Нов български университет*

**Резюме:** Направена е оценка на ефекта от системата на паричен съвет, въведена и поддържана в България от 1997 г., върху макроикономическото състояние на икономиката. Оценката се базира на анализ на икономическата теория по този въпрос, както и на емпирични наблюдения за ролята на паричния съвет в България при наличието на макроикономически сътресения и външни шокове. Въз основа на направените изводи относно процикличния характер на тази

система и силната ѝ консервативност са разработени три сценария за бъдещето на системата на паричния съвет в България – реалистичен, оптимистичен и песимистичен. Очертани са основните предпоставки за реализирането на всеки един от тях, както и рисковете, които ги съпътстват.

**Ключови думи:** паричен съвет; макроикономическа стабилност; икономически растеж; инфлация; гъвкавост.

---

## 20 YEARS OF CURRENCY BOARD SYSTEM IN BULGARIA – EFFECT ON THE MACROECONOMIC CONTEXT AND PROSPECTS FOR THE FUTURE

Elena Spasova

*New Bulgarian University*

**Abstract:** The currency board system that has been introduced and sustained in Bulgaria since 1997 is assessed on the basis of its impact on the macroeconomic conditions in the country. The assessment is founded on the theoretical advancements on the topic and on the empirical observations on the role of the currency board in Bulgaria when macroeconomic crises and external shocks occur. The conclusions for

the procyclical and conservative nature of the system are the basis of development of three scenarios for the future of the currency board in Bulgaria – a realistic, an optimistic and a pessimistic one. The main prerequisites for their implementation are outlined. The associated risks are stated.

**Keywords:** currency board, macroeconomic stability, growth; inflation; flexibility

---

Годишник „Икономика и бизнес“ на департамент „Икономика“, 2017, стр. 116-129

<sup>1</sup> Главен асистент, доктор, департамент „Икономика“, Нов български университет, email: [elenaspasova@nbu.bg](mailto:elenaspasova@nbu.bg)

Съвременната международна валутна система се характеризира с управлявано плаващи валутни курсове и национален избор на валутно-курсския режим, което съществено засилва колебанията на валутните курсове, а това, от своя страна, оказва значително влияние върху динамиката на външната търговия, платежно-балансовите движения и конкурентоспособността на икономиките. В този контекст е важно да се отбележи, че слаборазвитите и развиващите се държави традиционно избират по-консервативни валутно-курсисти режими (според данните на МВФ само развити държави имат свободно плаваща валута). През последните десетилетия всички държави, опериращи в системи на фиксиран валутен курс, са развиващи се или в преход. Относителната консервативност на системите на фиксираност на валутния курс, които в различни етапи от прехода биват прилагани в държавите от ЦИЕ /централна и източна Европа/ с различна продължителност, създава предпоставки за отклонение на реалните от номиналните валутни курсове, което влияе на външнотърговските потоци и повдига въпроса за ценовата конкурентоспособност на тези икономики на международните пазари и ефекта на различните валутно-курсисти режими върху устойчивостта на макроикономическата среда предвид уязвимостта им от външни шокове.

България оперира в условия на фиксираност на българския лев спрямо официалната валута в Германия от 1997 г. Функционирането на системата на паричен съвет в страната в продължение на 20 години повдига въпроси относно ползите и недостатъците на тази система; рисковете, които се крият в дългото ѝ поддържане, и алтернативите пред България за поддържане или промяна на валутно-курсисти режим.

В рамките на настоящия доклад ще бъде представена теоретичната рамка относно ефекта на различните валутно-курсисти режими върху макроикономическото състояние на държавите. Въз основа на теоретичния преглед ще бъдат обобщени очакваните ползи и недостатъци от продължителна фи-

ксираност на валутния курс и поддържане на паричен съвет. Системата на паричен съвет в България е неортодоксална – ще бъдат описани основните различия с традиционната система на валутен борд. Докладът включва три сценария за бъдещето на паричния съвет в България в три посоки – реалистична, оптимистична, песимистична.

### **Ефект на валутно-курсисти режим върху икономическия растеж и макроикономическото състояние – теоретична рамка**

Въпросът за избора на валутно-курсисти режим, политиките за управление на курса на националната валута и ефекта от този избор върху изменението на определени макроикономически променливи (инфлация; волатилност на икономическия растеж; дългосрочен темп на икономически растеж; ръст на ПЧИ) е обект на изследване особено в годините след рухването на Бретън-Уудската система. Наред с това този дебат неизменно съществува като част от дискусиата относно стратегиите за устойчив догонващ растеж на развиващите се икономики и икономиките в преход от командна към пазарна икономика. Един от импулсите, подхранващ тези изследвания, е ръстът на китайската икономика, причините за който редица икономисти търсят в целенасочената политика на Китай за подценяване на китайската валута спрямо щатския долар, което води до нарастваща конкурентоспособност на китайския износ (напр. Ahmed (2009), Cline (2010), Jo et al. (2010)).

Въпреки засилените дебати относно ефекта на валутно-курсистите режим и политики върху макроикономическото състояние на националните икономики, все още няма ясен консенсус в теорията за посоката на това въздействие. Редица изследвания се фокусират върху теоретичната връзка между валутно-курсисти режим и темпа на инфлация и възстановяване от икономически шокове, както и върху вторичните ефекти от валутно-курсисти режим върху инвестициите в икономиката, условията на търговия и заетостта, но изводите са разнопосочни. Липсата на консенсус относно въздействи-

ето на валутно-курсoвия режим върху икономическия растеж се подхранва и от често изтъквания аргумент, че валутният курс като номинална променлива не може да влияе върху реални променливи като темповете на икономически растеж (напр. Petreski (2009), Collins (1996)). Въпреки това, в икономическата теория се забелязват няколко основни тези за ползите и недостатъците от фиксираните валутно-курсoви режими, които биват системно доказвани емпирично и присъстват трайно в икономическите изследвания по въпроса.

Bailliu et al. (2002) посочват, че директният ефект на валутно-курсoвия режим върху икономическия растеж се изразява в скоростта на адаптиране и възстановяване при външни икономически шокове, като гъвкавият валутно-курсoв режим предпоставя по-бързо и по-гладко абсорбиране на икономическите шокове. Следователно би могло да се очаква, че при гъвкав режим растежът е по-голям, тъй като икономическият цикъл е по-слабо изразен и икономиката оперира относително по-близо до потенциала си. В унисон с това твърдение Levy-Yeyati and Sturzenegger (2002, стр. 1174) твърдят, че външните икономически шокове в условия на фиксираност на валутния курс и ценова ригидност в краткосрочен план водят до ценови изкривявания, погрешно разпределение на ресурсите и висока безработица. Calvo (1999) обръща внимание и на необходимостта от защита на фиксирания курс при негативни външни шокове, което предполага високи реални лихвени проценти, както и нарастваща несигурност относно устойчивостта на фиксирания режим, което може да нарани перспективите за инвестиции в тази икономика.

Moreno (2000, стр. 53) използва традиционния макроикономически модел IS-LM за анализ на ефекта от фиксираността на валутния курс върху състоянието на икономиката. Съобразно тази теоретична рамка, при монетарни („LM“) шокове за предпочитане е фиксирания валутен курс, докато при реални („IS“) шокове по-добре би се справила икономика в гъвкав режим.

От друга страна, Nilsson and Nilsson (2000, стр. 333-334) посочват, че по-негъвкавите валутно-курсoви режими водят до чести дисбаланси между реалния и номиналния валутен курс, което в случаите на надценяване на реалния валутен курс може да доведе до намалена конкурентоспособност на икономиката, протекционистични мерки и намалени стимули за износ. Rodrik (2008) потвърждава, че надценената валута има негативен ефект върху растежа, но разширява тезата си, посочвайки, че подценена валута стимулира засилен растеж. Gluzmann et al. (2012) също намират положителна зависимост между подценяването на националната валута и икономическия растеж, но посочват, че, обратно на очакванията, подценяването на валутата в развиващите се икономики води до стимулиране на вътрешните спестявания и инвестиции, но не и до директно стимулиране на търгуемия сектор.

Domac et al. (2001, стр. 13-14) разглеждат избора на валутно-курсoв режим като избор на гъвкавост или на доверие. Според тях фиксираният валутно-курсoв режим стимулира инвестициите чрез намаление на неустойчивостта на политиките, редуциране на волатилността на валутния курс и на реалния лихвен процент (повишаване на доверието за сметка на гъвкавостта). Наред с това потвърждават, че трайно отклонение на валутния курс от равновесното му ниво може да доведе до външнотърговски дисбаланси, които, имат ефект за икономическия растеж на икономиката в средносрочен план. Същевременно гъвкавите валутно-курсoви режими позволяват независима парична политика, което съществено улеснява справянето на икономиката с вътрешни и външни шокове като промяна в условията на търговия или лихвените проценти. Тази свобода за действие струва известна загуба на доверие и предвидимост, както и по-високи нива на инфлация (повишаване на гъвкавостта за сметка на доверието), посочват Domac et al (2001).

Доразвивайки тезата си за степента на реакция при шокове, авторите твърдят, че гъвкавите валутни курсове имат предим-

ство, когато става въпрос за парични или външни шокове, тъй като последващата промяна във валутния курс предпазва икономиката. За сметка на това, при опасност от нестабилни вътрешни парична или финансова политики фиксиранияте валутни курсове допринасят за дисциплиниране.

В същия ред на мисли McKinnon and Schnabl (2003) твърдят, че именно валутно-курсната стабилност спрямо щатския долар между 1980 г. и 1997-98 г. (до Азиатската криза) допринася за ниска инфлация и добра фискална позиция в азиатските икономики, което води до засилени инвестиции и икономически растеж, известни като Азиатското икономическо чудо.

За разлика от Domaz et al. (2001), които посочват доверието и гъвкавостта като алтернативи, за Levy-Yeyati and Sturzenegger (2001) изборът между гъвкав и фиксиран валутен курс е дилема между икономически растеж и ценова стабилност. Предвид факта, че международните капиталови потоци играят все по-важна роля в икономическото развитие на дадена икономика, наред с това, че силната икономическа отвореност предполага силно въздействие на външните икономически шокове, гъвкавият валутно-курс режим предоставя инструментите за устойчив икономически растеж. За сметка на това, фиксиранията на курса осигурява стабилност на други номинални макроикономически показатели като темп на инфлация.

Някои автори добавят, че фиксираният валутно-курс режим дисциплинира правителството и предпазва от валутни кризи. Collins (1996) и Edwards (1996) доказват, че политическата цена, която правителствата плащат при девалвация в условия на фиксиранията на валутния курс, е прекалено голяма, за да си го позволяват често. Това, от своя страна, е мотив за относително строга фискална дисциплина. Същевременно Edwards намира, че държави със слаби правителства и нестабилна политическа среда по-рядко възприемат фиксиран валутен курс – твърдение, противоречащо на общоприетата теория.

След направения обзор на теоретичните дискусии по въпроса може да се заключи, че основните предимства на фиксиранияте валутно-курсни режими на макро ниво са:

- По-добра фискална дисциплина;
- По-голяма сигурност и доверие от страна на чуждестранните инвеститори;
- Намалване на инфлацията (особено след епизоди на хиперинфлация) и стабилизиране на цените.

Въпреки очакваните положителни ефекти, дълготрайното поддържане на тази консервативна система, особено в условията на динамична международна и вътрешна икономическа среда, води до следните недостатъци или рискове:

- По-голяма уязвимост от външни икономически шокове поради липсата на гъвкав валутен курс, който да послужи като буфер; необходимост от „вътрешна девалвация“;
- Риск от системно, задълбочаващо се реално надценяване на местната валута, което да намали конкурентоспособността на местното производство и да доведе до външнотърговски дисбаланси;
- По-голяма нестабилност на темповете на икономически растеж в сравнение с гъвкавите валутно-курсни режими.

Степента на проявление на ползите и рисковете от функционирането на фиксиран валутно-курс режим пряко зависят от редица фактори на макроикономическата среда, нивото на развитост на съответната икономика и политиките, които се предприемат за макроикономическа стабилизация и икономически растеж. Поради това, въпросът за ефекта от паричния съвет в България върху макроикономическото ѝ състояние може да се изясни чрез анализ на фактическото състояние на икономиката в условия на фиксиранията на валутния курс.

#### **Дизайн на българския паричен съвет и ефект върху макроикономическата стабилност**

През 1997 г. се приема нов закон за БНБ, чрез който се въвежда система на паричен съвет в страната. Това води до про-

мени в структурата на БНБ – създаването на три управления – управление „Емисионно“, управление „Банково и фискални услуги“ и управление „Банков надзор“. Управление „Емисионно“ отговаря за поддържането на системата на паричен съвет. Българският лев се фиксира към германската марка, а по-късно – към еврото.

Особеностите на българския вариант на паричен съвет могат да се обобщят в следните точки:

- Покритие на паричната база над 100% без точно фиксирана норма. Превъшенията допускат евентуална интервенция на БНБ като кредитор от последна инстанция при строго определени условия. Тази интервенция може да се осъществи от управление „Банково“, използвайки депозита си към управление „Емисионно“.

- БНБ запазва част от инструментите си за дискреционна политика – изменения в процента на минималните задължителни резерви в търговските банки. При въвеждането на паричния съвет минималните задължителни резерви са определени на 11%; по-късно – през 2000г., са свалени на 8%; през 2007 са вдигнати на 12% и отново свалени през 2008г. – на 10 %.

- В пасивната част на баланса на управление „Емисионно“ е включен депозит на правителството, което представлява инструмент на правителството за въздействие върху сумата на резервите. Това означава, че инструментите за провеждане на парична политика са два – минималните задължителни резерви и правителствения депозит, който влияе върху количеството на парите в икономиката.

- Непосредствената цел на паричните съвети е възстановяване на ценовата стабилност в държавата с фиксиран курс (намаляване на инфлацията). Дългосрочната цел на тази реформа е изравняване с равнищата на инфлация на държавата-котва. Допълнителен ефект от системата на паричен съвет е създаването на финансова дисциплина в страната. Валутният борд не позволява финансирането на държавата чрез емисия на

пари, което води до по-разумна финансова политика в държавата.

Както Nenovsky и Rizopoulos (2004) посочват, въвеждането на система на паричен съвет в България представлява смяна в позициите на кредиторите и длъжниците. Докато предишния режим отрежда доминираща роля на длъжниците, то при паричния съвет кредиторите са в по-силна позиция. Тази промяна се дължи на постигнатата стабилност, която е много важна за външните кредитори на страната, но и на негъвкавостта на тази система, която има потенциала да създаде сериозни неравновесия в икономиката с фиксиран курс.

Както вече беше посочено, целта на паричния съвет е да изравни нивата на инфлация на държавата с фиксиран курс с тези на държавата-котва. Това трябва да доведе и до постепенно изравняване на ценовите нива. Тези процеси не се случват в България. Маркар и действително въвеждането на паричен съвет да води до стабилизиране и драстично намаляване на инфлацията в краткосрочен план, засилените темпове на инфлация в последствие водят до постепенно отклонение на номиналния фиксиран валутен курс от нивата на реалния валутен курс. В годините на икономически бум (когато може да се очаква повишаване на инфлацията) процентът на инфлация устойчиво нараства и все повече се отдалечава от темповете на инфлация регистрирани в Евророната. През 2007 г. годишният процент на инфлация достига 12.5 % (ИПЦ, по данни на НСИ). Причините за това несъответствие могат да се търсят в различните нива на развитие на двете икономики и различната им икономическа структура, но, независимо от това, по-високите темпове на инфлация в страната с фиксиран курс водят до постепенно разминаване между номиналния и реалния валутен курс в посока на надценяване на българската валута<sup>2</sup>, което има директен негативен ефект върху българската конкурентоспособност. Ефектът от този процес е в две посоки: 1) Поскъпване на българския износ; 2) Поевтиняване на европейския внос (Минасян (2006, 2012)). Тяхната комбинация води до посто-

<sup>2</sup> Съществуват сериозни дебати относно подценеността/ надценеността на българския лев. Безспорно през периода след 1997 г. българският лев реално поскъпва. Това може да се обясни с темповете на инфлация след 2005 г., притока на капитали към страната, ефектът Balassa-Samuelson. Въпреки това, стои въпросът дали оскъпяването на лева води непременно от надценяване на курса, което изисква оценка дали курсът на фиксиране на лева спрямо германската марка през 1997 г. е равновесен. Поддръжниците на тезата за подцененост на лева твърдят, че през 1997 г. левът е силно подценен поради кризата и през следващите години той се движи към равновесното си ниво (поради което реално поскъпва). Ако действително е така, то би трябвало подцененият курс да предизвика повишаване на ин-

ялни, нарастващи дефицити по търговското салдо на страната. Търговският дефицит намалява след 2009 г. поради свиването на потреблението (в това число и на вноса) и поради намаляване на цените на енергийните ресурси през следващите години, но отрицателният знак е винаги налице.

Въпросът за равновесното ниво на курса на българския лев спрямо чуждестранните валути действително има голямо значение за оценката на ефектите от валутния борд върху конкурентостта на българската икономика. Интересно е да се отбележи, че оценките за надцененост/подцененост на лева са в противоположни посоки преди и след 2009 г. През 2009 г. МВФ излиза със становище, че през периода 2006-2009 г. се наблюдава рязко повишаване на реалния валутен курс (IMF, 2009, стр. 15), а реалният ефективен валутен курс е надценен (IMF, 2009, стр. 66), което намалява конкурентоспособността на икономиката (IMF, 2009, стр. 66). По-късно доказателства за реална надцененост на лева привежда и Агенцията за икономически анализи и прогнози към Министерството на финансите, посочвайки, че така България губи ценовата си конкурентоспособност (Agency for Economic Analysis and Forecasting, 2010, стр. 13). Независимо от това дали номиналният фиксиран курс е надценен или подценен, устойчивото повишаване на реалния ефективен валутен курс на лева след 2009 г. в сравнение с понижаването на тези на основните търговски партньори (останалите страни-членки на ЕС<sup>3</sup> показва, че фиксираността на лева пречи за абсорбиране на поне част от външния шок чрез валутно-курсови промени.

Теоретично погледнато, паричният съвет трябва да доведе до намаляване на инфлацията. Този възглед на монетаристкия подход се състои в схващането, че, при постоянно парично търсене, премахването възможността на държавата да влияе върху предлагането (чрез „печатане“ на пари) означава равновесие между търсене и предлагане и липса на инфлация. Този механизъм не работи в България, поради редица причи-

ни: 1) Пълна капиталова мобилност – възможност за задоволяване на повишеното парично търсене (дори и да приемем, че е временно) с цената на външен дълг; 2) Разнообразие от парични режими и политики в отделните страни, с които взаимодействия икономиката с фиксиран курс - активната парична и икономическа политика на държавата-котва, както и на останалите силни държави, с които са установени взаимоотношения, влияе силно върху състоянието на държавата с фиксиран курс.

Дори и да не се достига основната цел на паричния съвет, безспорно първоначалните ефекти от въвеждането на валутен борд в страната са положителни. След 1997 г. икономиката постепенно се стабилизира, инфлацията пада, забелязва се инвестиционен подем. Наред с това системата на паричен съвет в България е фактор за съществена промяна на държавната бюджетна политика, което пък, от своя страна, допринася за намаляване на външния държавен дълг на страната в годините след 1997 г. Финансовото дисциплиниране на правителството е съществен принос на валутния борд, чиято стабилност се превръща в основен приоритет. Същевременно започналата стабилизация и икономическият растеж след въвеждането на борда създават илюзия, че този режим е „универсално лекарство за болни икономики“, което е причина за отлагане на редица тежки реформи за подобряване на бизнес средата в България и задълбочаване на структурните проблеми на българската икономика. Дисбалансите по текущата сметка на платежния баланс са „маскирани“ от нарастващ приток на преки чуждестранни инвестиции към страната в периода 2004 – 2008 г. Импулсите за провеждане на структурни реформи и реформи за подобряване на конкурентоспособността на българската икономика почти изчезват.

Тази липса на активна политика, в съчетание с финансовата сигурност за външните инвеститори на българския пазар благодарение на валутния борд, водят до засилване на дисбалансите. Важен аспект от този процес е кредитният бум през периода на 2005

флацията. Такъв процес се наблюдава едва след 2005 г. В периода 1998-2005 г. инфлацията в страната следва тенденция на намаляване. Наред с това, през 1997 г. нивото на цените в България е далеч по-високо от определения фиксиран курс, което говори за надценяване на лева към момента на фиксиране. Това допринася за намаляване на конкурентността на българския износ в момента на фиксиране, което допринася за устойчивите нарастващи дефицити по търговското салдо.

<sup>3</sup> Данни за реалния ефективен валутен курс (дефлатори: цена на труда и индекс на потребителските цени) на Евростат, 2005=100.

– 2009 г. Режимът на паричен съвет има два съществени ефекта за свръхкредитирането: 1) чуждестранните капитали водят до повишаване на паричното предлагане и инфлацията, което натиска реалните лихвени проценти надолу; 2) предприетите ограничителни мерки трябва да имат голям обхват, за да компенсират липсата на традиционна парична политика. Такава политика е приложена от държавите от ЦИЕ с плаващ валутен курс, което в последствие води до по-малки дисбаланси и сътресения на икономиките след настъпване на кризата. След като България не разполага с тези инструменти, БНБ прави опити за ограничаване на кредитирането по алтернативни начини, но без особен успех.

През 2005 г. БНБ въвежда тавани на кредитите<sup>4</sup>, чието надвишаване се съпътства с допълнителни задължителни минимални резерви. Целта е да се ограничат банките с най-активна кредитна политика. Въведените тавани са следните: 1) тримесечен темп на нарастване на кредитите от 6% за първото тримесечие, 12% за първите две тримесечия; 18% за трите тримесечия и 24% за цялата година. Освен това сборът от предоставените кредити и рисковопреглените задбалансови позиции, приравнени на балансови активи, намален с размера на собствения капитал на банката, трябва да надвишава 60% от привлечените средства от лица, различни от банки и финансови институции. Банките, които не спазват посочените граници, са длъжни да отделят задължителни резерви, равняващи се на двойния размер на сумата, надвишаваща заложения тримесечен ръст. Тази мярка е с ограничен ефект – повечето предпочитат да внасят допълнителни резерви, отколкото да ограничат кредитирането до заложените стойности. В края на 2006 г. тази мярка е отменена.

БНБ променя минималните задължителни резерви с цел да намали ликвидността в банковия сектор. През 2007 г. те са повишени на 12%. Това има само временен ефект, тъй като банките започват да черпят ликвидност от своите клонове в развитите държави. Трябва да се отбележи, че тази

мярка се прилага сравнително късно, след други опити през 2005 и 2006 г. за ограничаване на кредитирането. Изследване на Ганчев, Николов и Аврамов (2010, стр. 27) относно ефекта от тази политика показва, че за всеки 1 лев повече минимални задължителни резерви, банковият сектор е привличал 2 лева от чуждестранни източници, т.е. тази политика не само има ограничен непосредствен ефект, но и допринася непряко за нарастване на външната задлъжнялост и увеличаване на външните неравновесия. Изследването обосновава неуспеха на тази мярка с характера на валутния режим в страната, който предполага пълна липса на монетарна политика. Той се базира на теоремата Мъндел-Флеминг, която гласи, че не може да съществува автономна парична политика при фиксиран валутен курс и свободно капиталово движение („невъзможната трилема“). Усилията на БНБ да ограничи кредитирането не само, че нямат успех, но стимулират кредитирането с външни ресурси. Това показва, че избраните подходи и цели са неправилни и неподходящи за условията в България.

След 2008 г., БНБ сменя посоката на извършваната политика като постепенно намалява минималните задължителни резерви, променя сроковете при класифицирането на кредитите като лоши. Целта е да се стимулира кредитирането, но тези действия също нямат успех поради редица причини, сред които можем да отличим песимистичните настроения в банковия сектор поради глобалните икономически и финансови сътресения, както и силно пониженото вътрешно потребление в резултат на процеса на вътрешна девалвация.

Вътрешната девалвация е политика избрана от всички държави с фиксиран валутен курс. Това се дължи на реакцията на реалните валутни курсове при настъпване на кризата. Докато реалните курсове на всички държави с плаващ валутен курс (Чехия, Полша, Унгария, Румъния) показват поевтиняване на техните валути, което смекчава негативните ефекти от влошените международни икономически условия, то при всички

<sup>4</sup> Промените са въведени на 22.02.2005 г. и са отразени в Наредба № 21 за задължителните минимални резерви.

страни във фиксиран валутен курс се наблюдава тъкмо обратната тенденция – продължава реалното поскъпване на валутите. Това поставя страните пред неблагоприятния избор да обърнат процеса чрез валутна девалвация, което обикновено се съпътства от допълнителни сътресения и загуба на доверие на международните пазари, или да предизвикат дефлация с цел поевтиняване на валутата.

Поставени в тази трудна ситуация, държавите с фиксиран курс предприемат действия във вътрешен план чрез инструментите на фискалната политика. Възможността, която стои пред тях, е т.нар. фискална девалвация или прехвърляне на данъчната тежест от производството към потреблението, което да стимулира износа и да намали вноса. Успехът на тази мярка зависи от конкуренцията на вътрешните пазари и профила на самата икономика (сектори като туризма биха пострадали). Проблемът е, че прилагането на тази мярка в условията на свито потребление и без подкрепяща парична политика, допълнително свива търсенето, докато евентуалните положителни ефекти в производството се проявяват по-бавно, особено предвид системните дисбаланси, които характеризират външната търговия на тези икономики. Латвия, Литва Естония и България предприемат в различна степен т.нар. „вътрешна девалвация“ – процес на намаляване на заплатите в държавния и частния сектор и свиване на държавните разходи. Тези мерки водят до най-високите нива на рецесия, отчетени в ЕС за 2009 г. Липсата на реални алтернативни действия за реакция на кризата поради фиксираността на валутния курс и консервативността на валутно-курсовия режим водят до допълнително засилване на негативните ефекти от външните шокове върху макроикономическото състояние на тези икономики.

Може да се обобщи, че при фиксиран валутен курс, когато ценови промени за постигане на уравнивояване са невъзможни, платежният баланс се уравнивоява в дългосрочен план чрез промени в съвкупното производство. Преките ефекти от функ-

ционирането на системата на фиксиран курс се изразяват в по-силната отвореност на икономиката, което я прави уязвима на външни шокове, намиращи отражение по платежния баланс. Освен това присъщата процикличност на паричния съвет прави дисбалансите още по-изразени, както в периоди на бум, така и в периоди на спад. Това се дължи на един от основните индиректни ефекти от функционирането на паричен съвет – намаляване на инструментите за реакция на икономическия цикъл. Наред с това политиките на правителството, които биха могли да коригират дисбалансите в България през периода, са със силно намалена адекватност и ефективност в условията на паричен съвет.

Може да се каже, че паричният съвет сам по себе си не е причина за създаване на тези макроикономически дисбаланси, но създава благоприятна среда за тяхното зараждане, поради няколко особености в България – 1) въвеждането на паричния съвет е политическо решение с изключително големи ефекти върху дългосрочното икономическо развитие на България, но не съществува ефективен и обективен механизъм за оценка на неговото въздействие върху икономиката на страната; 2) липсват автоматични механизми за балансиране чрез връзка между платежния баланс и валутните резерви – при българският вариант на паричен съвет резервите не следват динамиката при платежния баланс (Nenovsky and Hristov, 1999); 3) липсва воля за устойчиво развитие на страната в условията на фиксиран режим чрез провеждане на подходящи икономически политики, което рефлектира върху дългосрочното икономическо благосъстояние.

След 20-годишно функциониране на системата на паричен съвет в България отдавна този режим е надживял първоначалната си цел – да спре хиперинфлационните процеси и да стабилизира икономиката. Дългото функциониране на българската икономика в условия на фиксираност на валутния курс при това в доста динамични периоди изисква да се направи обективна оценка за ползите и недостатъците от този режим днес. Тази оценка трябва да послужи за из-



работване на план за действие в бъдеще. В този дух предлагаме три сценария за бъдещето на паричния съвет на България.

### **Реалистичен сценарий за системата на паричен съвет в България**

Смятаме, че най-реалистичното развитие на системата на паричен съвет в България е директно присъединяване на страната към Еврозоната. Причините този сценарий да се определи като реалистичен са декларираната политическа воля в тази посока, както и ангажиментите на България като членка на ЕС за присъединяване към паричния съюз.

Предвид факта, че България е на последно място по ниво на доходите на глава от населението и е с най-ниския жизнен стандарт в ЕС, то можем да заключим, че макар и членството в Еврозоната да е реалистична перспектива, то това няма да донесе съществени позитиви за българската икономика.

Липсата на реална конвергенция със западноевропейските страни означава, че България ще се присъедини към общност на еднакви правила и силна ограниченост на национално обусловената макроикономическа политика, където целенасочени мерки за догонващ растеж са на практика невъзможни.

Настоящите структура и механизъм на функциониране на Еврозоната на практика оставят страните-членки без каквито и да било инструменти за стабилизиране на националните икономики. Същевременно оперирането при едни и същи условия на държави в различна степен на развитие създава предпоставки за натрупване на дисбаланси между тях. развитието на кризата в Еврозоната в последните 7 години ясно показва този процес, в чиято основа стоят структурните различия между Еврочленките (детайлен анализ на причините за еврокризата е направен в Independent Annual Growth Survey, 2013). Накратко присъединяването към клуба на богатите не може да напра-

ви България като тях, още по-малко, ако тя е принудена да спазва същите правила.

Институционалните и структурни слабости на Еврозоната дават основания да се говори за нова версия на невъзможната трилема, пред която са изправени държавите-членки. Pisani-Ferry (2012) посочва, че един от основните проблеми на Еврозоната се състои във факта, че са налице три несъвместими условия: стриктна забрана за парично финансиране; липса на колективна отговорност за публичния дълг и национална отговорност за банковия сектор. Buti (2014) разработва малко по различна концепция: избор между финансова стабилност, национална регулация и надзор; интегрирани финансови пазари. Двамата варианта на невъзможната трилема ясно демонстрират основните проблеми на Еврозоната като цяло и на отделните държави в нея. Липсата на баланс между национални и наднационални политики и инструменти за справяне, както с национални макроикономически проблеми и сътресения, така и с шокове на регионално ниво, поставят държавите-членки в състояние на безпомощност в периоди на криза. Същевременно различните нива на развитие водят до допълнително задълбочаване на кризата поради натрупаните дисбаланси в общността.

На база на горепосоченото, можем да твърдим, че ако интеграционния модел на ЕС не се промени, то влизането на България в Еврозоната би било просто смяна на ситуацията на невъзможна трилема със сходна. А промяната на интеграционния модел преминава през задължително отчитане на реалната конвергенция между държавите.

### **Песимистичен сценарий за системата на паричен съвет**

Песимистичният сценарий, който може да се развие в страната, по отношение на валутно-курсския режим е отлагане на присъединяването на България към Еврозоната (поради вътрешни и външни причини) и запазване на системата на паричен съвет за неограничен период от време.

От една страна, необходимостта за поддържане на валутния курс спрямо еврото съществено ще ограничи възможните политики във фискалната сфера. Наред с това поддържането на един и същ номинален валутен курс за толкова дълъг период от време поставя с още по-голяма тежест въпроса за неговата равновесност и отклоненията му от реалния валутен курс. Нарастването на пропастта между номиналния и реалния валутен курс ще окаже относително слабо влияние върху конкурентоспособността на България на външните пазари, но ще определи по-добри конкурентни позиции на вносните блага на местните пазари. Въпреки, че конкурентността на местното производство спрямо вноса се определя по-скоро от качествените му характеристики, но не и от ценовите предимства, нарастващата асиметрия между официалния и реалния курс би намалила съществено възможностите за изграждане на национални производства, заместващи вноса.

От друга страна, поддържането на фиксиран валутен курс за дълъг период от време и лишаването от инструментите на паричната и валутно-курсовата политики засилва негативните ефекти от съществуването на „невъзможната трилема“ в България. Това би означавало повишаване на уязвимостта на икономиката от спекулативни атаки и нарастваща процикличност на макроикономическите процеси.

Прекомерно дългото функциониране на паричен съвет без каквито и да е било стъпки за ревизия на равновесния курс, в крайна сметка води до повишаване на вероятността за развитие на сценарий, подобен на този в Аржентина, когато държавата е принудена да девалвира валутата си поради натрупване на неустойчиви външни дисбаланси.

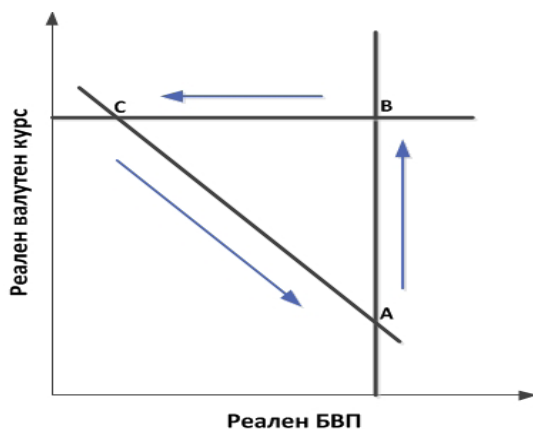
Депресията в Аржентина продължава от 1999 г. до 2002 г. и води до общ икономически спад от 20%<sup>5</sup>. Като основни причини за кризата Feldstein (2002, стр. 7-14) посочва надценения курс на песото спрямо долара, както и нарастващите нива на дълг в чуждестранна валута. Накратко събитията се развиват по следния начин: през 1991 г.

Аржентина фиксира песото си към щатския долар при курс 1:1. Този курс се определя като надценен, което срива международната конкурентоспособност на аржентинското производство. През целия период на фиксираност на курса Аржентина регистрира нарастващи дефицити по текущата сметка (припомняме, че при България това е факт от 1998 г. до 2011 г.). Недостигът на чуждестранна валута поради регистрираните външни дисбаланси води до постепенно нарастване на дълга, достигайки 147.7 % от БВП през 2002 г.<sup>6</sup> Валутно-курсовите неравновесия се засилват поради поскъпването на щатския долар спрямо японската йена през 1995 г.; спрямо валутите на Югоизточна Азия след кризите от 1997-1998 г. и спрямо европейските валути през 1999 и 2000 г. Спадът в конкурентоспособността на Аржентина се задълбочава и в резултат на обезценяването на бразилския реал през 1999 г.

Използваният латиноамерикански опит при обяснението и анализа на песимистичните хипотези за развитието на българската икономика може да бъде допълнен с модела на Дорнбуш за „латинския триъгълник“, описан от Dolan (2012). Моделът на Дорнбуш е графично представен на фигура 1. Правата АВ е разположена на нивото на реалния БВП при пълна заетост. Ординатата представя реалния валутен курс като надценяване води до движение нагоре. При реално надценяване на местната валута в резултат на инфлация заплатите се повишават с темповете на инфлацията. Същевременно поскъпването на валутата води до намаляване на относителните цени на вноса. Всяка точка над линията АС изисква неустойчив ръст на външното финансиране. Отрицателният наклон отразява обстоятелството, че дефицитът по текущата сметка може да се дължи, както на повишаване на реалния валутен курс, така и на растеж на реалния БВП. При наличие на дефицит по текущата сметка, икономиката се придвижва от т. А към т. В. и това води до нарастване на външната задлъжнялост (независимо дали е публична или частна).

<sup>5</sup> По данни на Световната банка.

<sup>6</sup> По данни на Министерство на икономиката на Аржентина.



**Фигура 1.** Латински триъгълник

*Източник: Dolan (2012).*

При достигане на т. В се смята, че икономиката не може повече да заема капитали отвън, за да финансира дисбалансите. Изходът при такава ситуация е в две посоки – девалвация на валутата или вътрешна девалвация. Пред такъв избор е изправена България в началото на кризата, когато капиталовите потоци към страната спират и уравновесяването на натрупаните външни дисбаланси (частния дълг през 2009 г. възлиза на 148.9 % от БВП, по данни на Евростат) се извършва чрез мерки на икономии. От този момент въпросът за стабилността на системата на паричен съвет зависи от способността на населението да преживее дългия и мъчителен процес на вътрешна девалвация (в Аржентина именно невъзможността за редуциране на нивата на заплатите води до рухването на системата). Трябва да се има предвид, че колкото по-големи са разминаванията между реалния и номиналния курс и колкото по-дълго са натрупвани външните дисбаланси, толкова по-трудно е тяхното неутрализиране.

В случая на България няма лесен избор – вътрешната девалвация води до продължителна рецесия, а валутно-курсната девалвация би означавало рухване на системата на паричен съвет с цената на криза (подобно на Аржентина). На база на това може да се заключи, че консервативните системи на фиксиран валутен курс изискват предварителен план за стабилно излизане от тях (Dolan (2012) дава за пример Из-

раел и Полша). При България като такъв се очертава присъединяването на страната към Еврозоната. Въпреки това, предвид липсата на готовност на страната да се присъедини към този клуб, както и предвид проблемите, които паричният съюз има, отказ или невъзможност на държавата да се присъедини към съюза би наложило в даден момент този труден избор.

### Оптимистичен сценарий за системата за паричен съвет

Смятаме, че най-подходящата и перспективна стъпка за осъществяване на устойчив догонващ растеж в България е постепенното преминаване от система на паричен съвет към по-гъвкав валутно-курсен режим. Осъществяването на тази реформа ще осигури повече възможности пред България за провеждане на стабилизационна политика, което ще предпостави по-благоприятна среда за структурни реформи и целенасочени секторни политики за повишаване на конкурентоспособността на българския бизнес.

Във връзка с това въпросът, който стои на дневен ред, е за начина, по който тази реформа може да се осъществи максимално безболезнено и при избягване на рисковете от валутно-курсва криза. За да отговорим на този въпрос, трябва да проследим процеса на преход от фиксираност към гъвкавост на валутния курс в икономиките, които са се справили с този проблем.

Известно е, че в началото на прехода от централно-планирана към пазарна икономика някои от държавите от централна и източна Европа фиксират валутата си с оглед избягване на хиперинфлационни кризи и успешно стартиране на прехода. Такива държави са Полша и Чехия. В последствие и двете държави предприемат стратегия за възвръщане гъвкавостта на валутния курс с цел осигуряване на по-благоприятна среда за стабилизационните и макроикономически политики в преходния период. Oetker-Robe and Vavra (2007) правят анализ на стъпките, които държавите следват, за постигане на по-голяма гъвкавост. За целта разграничават две противоположни страте-

гии – плавна и ударна. За целите на нашето изследване ще се съсредоточим върху плавната, прагматична стратегия за премахване на системата на паричен съвет без това да води до сътресения и криза. На база на историческия опит ще оценим възможностите на България да осъществи тази стратегия в средносрочен план.

Първа и съществена характеристика на тази стратегия е продължителността на прехода към гъвкавост на валутния курс. В Полша този период продължава 10 години. Обобщените исторически данни за осъществяваните реформи в рамките на този период могат да се систематизират в няколко направления:

- Създаване на развит и ликвиден валутно-курс пазар: развитие на спот и форуърд пазари; създаване на благоприятна среда за използването на инструменти за хеджиране на риска; усъвършенстване на законодателството; улесняване на информационните потоци.

- Формулиране на политики за намеса на пазарите, които съответстват на новия валутно курсов режим: добре специфицираните принципи за интервениране на пазарите повишават доверието в новия режим и гарантират постигането на целите, които си поставя той.

- Установяване на номинална котва в контекста на новата рамка на паричната политика и развитие на подкрепящи пазари – в повечето случаи се избира инфлационно таргетиране.

- Създаване на капацитет за управление на валутно-курсните рискове при частните финансови организации и при регулативните органи, както и ефективни механизми за мониторинг на финансовите пазари – ефективният мониторинг и надзор ограничават ефекта на заразата при финансови кризи.

- Синхронизиране на този преход с либерализацията на движенията по капиталовата сметка: свободното движение на капитали води до засилване на рисковете от спекулации на финансовите пазари преди валутния курс да стане плаващ. Същевре-

менно, свободното движение на капитали допринася за развитие на валутно-курсните пазари и увеличаване на инструментите за управление на риска - фактори за успешния преход посочени по-горе.

Чисто техническото осъществяване на реформата се основава на първоначално провеждане на тесен хоризонтален коридор на фиксиран курс и постепенното преминаване към пълзящ курс в хоризонтален коридор при увеличаване на границите на колебание на курса. Например в Полша този процес продължава до 1999 г. до напълно постигане на плаващ курс.

От гледна точка на институционалните условия и тези свързани с развитостта на финансовите пазари, можем да твърдим, че България изпълнява предварителните изисквания за успешно осъществяване на този проект. Въпреки това успехът на тази реформа се базира преди всичко на консенсус между правителството и централната банка за нейното провеждане, а относително дългото осъществяване на прехода изисква приемственост, която може да се осигури, само ако е налице обществено съгласие за нейната необходимост. Именно слабото доверие в българските институции може да се определи като сериозен проблем за провеждането на реформата.

Въпреки това, ползите от успешното ѝ извършване в България се изразяват в намаляване на уязвимостта от проциклично движение на капитали. От това следва по-слаба волатилност на растежа в краткосрочен план и повече възможности за макроикономическа стабилизация, което е ключова предпоставка за осъществяване на стратегия за догонващ растеж.

### **Заключение**

Оценката на ефекта на фиксиран курс валутно-курс режим, който действа в България от 20 години, върху макроикономическото състояние на икономиката поставя в нова светлина равносметката за ролята на паричния съвет в процеса на преход и икономическа конвергенция. Действително провеждането на паричен съвет през 1997 г. е

нужна мярка в контекста на кризисните хиперинфлационни процеси. Въпреки това прекалено дългото поддържане на фиксираност на валутния курс води до устойчиво отклонение на реалния курс спрямо номиналния, което е фактор за натрупване на дисбаланси. Външнотърговските дефицити и кредитния бум в предкризисните години в България, както и мерките за вътрешна девалвация в кризисния период, са проявление на силната процикличност на системата на паричен съвет. Консервативността на системата е друг проблем, който се проявява в дългосрочен план, тъй като крие рискове от бърза дестабилизация на системата, уязвимост от спекулативни атаки и външни шокове поради ограничеността на наличните инструменти за реакция. Именно реализацията на тези рискове би задействала развитието на негативния сценарий за бъдещето на паричния съвет – повторение на Аржентинската криза от 2001 г.

Във връзка с горепосоченото, смятаме, че най-подходящата алтернатива за бъдещето на системата на паричен съвет е постепенно преминаване към гъвкав валутно-курсен режим. За целта трябва да са налице редица предпоставки като наличие обществен и политически консенсус, приемственост в предприетите мерки и, най-вече, доверие в институциите, натоварени с реформата. Тези фактори категорично не са налични, поради което този сценарий може да се определи като оптимистичен, но нереалистичен.

Реалистичният сценарий за развитието на системата на паричен съвет е влизане на България в Еврозоната, с което действието на системата естествено да спре да съществува. Този сценарий е вероятен поради конкретните действия и неколкостепенното заявяване на готовност за следване на именно този сценарий. Въпреки това, трябва да се отчетат ползите и недостатъците от членството на България в Еврозоната и да се оценят рисковете пред средносрочното развитие на икономиката.

## Литература

Ганчев, Г., Николов, Ч., Аврамов, Й. 2010. Присъединяването на България към Еврозоната: Икономически и Социални Измерения. - Институт за икономика и международни отношения, фондация „Фридрих Еберт“, София.

Минасян, Г. 2006. Стратегически елементи на макроикономическата политика в България. - *Economic Thought (Икономическа мисъл)*, 04/2006, стр. 3-34.

Минасян, Г. 2012. Пречупване на външноплатежния модел. *Economic Thought (Икономическа мисъл)*, 01/2012, стр. 3-26.

Agency for Economic Analysis and Forecasting, 2010. Bulgaria Competitiveness Review. No.1/ 2010.

Ahmed, Shaghil. 2009. Are Chinese Exports Sensitive to Changes in the Exchange Rate?. *International Finance Discussion Papers*, No.987, Washington: Federal Reserve.

Bailliu, J., Lafrance, R., Perrault, J. 2002. Does Exchange Rate Policy Matter for Growth?. - *Bank of Canada Working Paper* 2002-17 (June).

Buti, M. 2008. A Consistent Trinity for the Eurozone. Vox, CEPR Policy Portal, Available at: <http://www.voxeu.org/article/consistent-trinity-eurozone>, accessed 15 June 2018.

Calvo, G. 1999. Fixed versus Flexible Exchange Rates: Preliminaries of a Turn-of-Millennium Rematch. - Mimeo, University of Maryland.

Cline, W. 2010. Renminbi Undervaluation, China's Surplus, and the US Trade Deficit. - Policy Brief No. PB10-20, Policy Institute for International Economics, Washington.

Collins, S.M., 1996. On becoming more flexible: Exchange rate regimes in Latin America and Caribbean. - *Journal of Development Economics* 51, pp. 117-138.

Dolan, Ed. 2012. How the Latin Triangle Swallowed the Euro. *Economonitor*, Available at: <http://www.economonitor.com/dolanecon/2012/05/11/how-the-latin-triangle-swallowed-the-euro/#sthash.7zZzxBBF.dpuf>, accessed 15 June 2018.

Domaç, I., Peters, K., Yuzefovich, Y. 2001. Does the Exchange Rate Regime affect Macro-

economic Performance? Evidence from Transition Economies. - *World Bank Policy Research Working Paper* No.2642.

Edwards, S., 1996. The determinants of choice between fixed and flexible exchange rate regimes. - *Working paper*, No. 5756. NBER, Cambridge.

Feldstein, M. 2002. Argentina's fall: Lessons from the latest financial crisis. - *Foreign affairs* 81(2), pp. 7-14.

French Economic Observatory. 2013. Independent Annual Growth Survey, Sciences Po.

Glüzmann, P., Levy-Yeyati, Ed., Sturzenegger, F. 2012. Exchange rate undervaluation and economic growth: Díaz Alejandro (1965) revisited. - *Economics Letters* Volume 117, Issue 3, pp. 666–672.

International Monetary Fund, 2009. 2009 Article IV Consultation—Press Release; Staff Report; and Statement by the Executive Director for Bulgaria. IMF Country Report No. 09/96.

Jo, H., Chiongbian, B., Fremd, E., Kholiya, K., Sethu. R. 2010. Is Chinese Yuan Undervalued? A Multi-Currency Basket Approach. *Working Paper*. Santa Clara University.

Levy-Yeyati, E., Sturzenegger, F. 2001. Exchange Rate Regimes and Economic Performance. - *IMF Staff Papers* Vol. 47, Special Issue, International Monetary Fund.

Levy-Yeyati, E., Sturzenegger, F. 2002. To Float or to Fix: Evidence on the Impact of Exchange Rate Regimes on Growth. - *American Economic Review*, 93(4), pp. 1173-1193.

McKinnon, R., Schnabl, G. 2003. Synchronised Business Cycles in East Asia and Fluctuations in the Yen/Dollar Exchange Rate. - *The World Economy*. vol. 26(8), pages 1067-1088.

Moreno, R. 2000. Pegging and Macroeconomic Performance in East Asia. - *ASEAN Economic Bulletin*. 18(1), p.48-63.

Nenovsky, N., Hristov, K. 2001. The Non-orthodox Currency Boards: The Case Of Bulgaria. BNB.

Nenovsky, N., Rizopoulos, Y. 2004. Measuring the Institutional Change of the Monetary Regime in a Political Economy Perspective (Groups of interest and monetary variables

during the Currency Board introduction in Bulgaria). - William Davidson Institute Working Paper No. 732.

Nilsson, K., Nilsson, L. 2000. Exchange Rate Regimes and Export Performance of Developing Countries. - *The World Economy*. Volume 23, Issue 3, pp. 331–349.

Oetker, I., Vavra. D. 2007. Moving to Greater Exchange Rate Flexibility: Operational Aspects Based on Lessons from Detailed Country Experiences. IMF Occasional Papers No. 256, International Monetary Fund.

Petreski, M. 2009. Analysis of Exchange-Rate Regime Effect on Growth: Theoretical Channels and Empirical Evidence with Panel Data. - *Economics Discussion Papers*, No 2009-49, Kiel Institute for the World Economy.

Pisani-Ferry, J. 2012. The Euro crisis and the new impossible trinity. *Bruegel Policy Contribution* 2012/01.

Rodrik, D. 2008. The Real Exchange Rate and Economic Growth. - *Brookings Papers on Economic Activity*, volume 39, pp. 365-439.