

Discussion on keeping or removal of the currency board in Bulgaria for the past twenty years

(in Bulgarian)

Yanko HRISTOZOV¹

Chief assist. Prof., PhD

UNWE, Bulgaria

Abstract: *Over the last two centuries, monetary policy has evolved and has become a major active instrument for influencing intra-economic goals. Proof of this is monetary councils, monetary unions, dollarization, and the formation of global monetary zones. The stability of the currency is at the heart of the economic and political development of each country. The active conduct of monetary policy makes it possible to influence key macroeconomic indicators and the withdrawal of this key instrument by the financial authorities leads to their "disarmament". In this context, a number of questions arise about the anniversary of the currency board in Bulgaria. The purpose of this article is to look at the views of economists, to judge arguments in one and the other, to make comments, analyzes, and summaries, as well as to consider the possibilities for leaving the currency board.*

Keywords: *currency board, monetary policy, Eurozone*

JEL codes: *G28*

Дискусията относно запазването или премахването на валутния борд в България през последните 20 години

Янко ХРИСТОЗОВ¹

Гл. ас. доктор

УНСС, България

Резюме: През последните два века паричната политика на държавите еволюира и се превръща в основен активен инструмент за влияние върху вътрешно-икономическите цели. Доказателство за това са паричните съвети, паричните съюзи, доларизацията, както и формирането на глобални парични зони. Стабилността на паричната единица е в основата на икономическото и политическото развитие на всяка държава. Активното провеждане на парична политика дава възможност за влияние върху ключови макроикономически показатели и отнемането на този основен инструмент на финансовите власти води до тяхното „обезоръжаване“. В този контекст възникват редица въпроси относно юбилейното „царуване“ на валутния борд в България. Целта на настоящата статия е да се разгледат вижданията по въпроса на икономистите, да се премерят доводите в едната и в другата полза, да се направят коментари, анализи и обобщения, както и да се разгледат възможностите за излизане от паричния съвет.

Ключови думи: валутен борд, паричен съвет, парична политика, еврозона

JEL код: G28

¹yankohristozov@unwe.bg

Въведение:

Таргетирането на валутен курс чрез фиксирането на националната валута към чужда чрез въвеждането на паричен съвет функционира вече две десетилетия и има ключова роля за икономиката на България по пътя ѝ към присъединяване в еврозоната. Дискусиите за неговите предимства и недостатъци, както и споровете относно запазването или премахването му, се задълбочават и придобиват все по-агресивен характер. Мненията на едни експерти са в пълна противоположност на други. Може би противоречията произлизат от същността на валутния борд – временна мярка за постигане на стабилност, която в България се превърна в дългосрочна и без много ясни изгледи за бъдещето ѝ премахване.

Изложение:

1. Дискусията „за“ и „против“ въвеждането на валутния борд в България.

В свое изследване² Дж. Милър отбелязва, че „на Балканите има много предизвикателства и след изкачването на една планина, следва друга“. С въвеждането на валутния борд според него, „българската икономика е изкачила една много висока планина, но има още много предизвикателства пред нея.“ Таргетирането на валутния курс е стратегия на паричната политика с дълга история. В периода 1991 – 1997г., когато вече се говори за валутен борд в България, възникват множество разнопосочни мнения по въпроса дали да се въвежда или не, като се открояват неговите плюсове и минуси. За първи път идеята се появява в националната стратегия на Ричърд Ран и Роналд Ът, наричана „планът Ран-Ът“. Тогава се предлага един абсолютно неприемлив вариант за валутен борд с осигуряване на монетарна котва чрез фиксиране на стойността на лева към кошница от стоки. По-късно се появява Стив Ханке, който незаслужено за мен обира овациите за цялостната идеология по въвеждането на ВБ в страната. Ханке пропагандира паричния съвет като единствен изход за стабилизиране на България, а един от острите опоненти е Е. Хърсев³, който споделя: „Стабилизирането е хубаво нещо, но то, доведено до крайност, може да бъде и летално. В смисъл - най-стабилни са нещата, които не се движат. Умрелите неща са най-стабилни. В смисъл - ако някой реши да удари на икономиката с огромното паве на

²цит. Miller, J., “The Currency Board of Bulgaria: The first two years”, Discussion papers, BNB, Sofia, 1999, p. 20

³ цит. Хърсев, Е. „ Паричната стабилност блокира икономиката“, <http://www.banker.bg/finansov-dnevnik/read/parichnata-stabilnost-blokira-ikonmikata>

един валутен борд в онзи момент, в който тя вътрешно се реструктурираше, това би означавало ние просто да я парализираме за дълго, да я декапитализираме, да разрушим капитала, който беше силно оскъден. Те искаха да ни решат въпроса от разна принципа: *Няма икономика, няма проблем.*“

В крайна сметка след дълги дебати, дискусии, аргументи за и против, спор относно седалището на валутния борд, той се въвежда успешно. Всички ангажирани експерти с този въпрос се обединяват около мнението, че щом в България ще приема паричен съвет, то неговото централно управление трябва задължително да бъде София, а не друга европейска столица, какъвто натиск се опитват да приложат от МВФ. За да се запази желаният положителен ефект върху икономиката, веднъж въведен паричният съвет следва да бъде поддържан поне дотогава, докато икономиката е достатъчно стабилна и готова за преход към по-либерална парична политика (никой не предполага, че икономиката ще се стабилизира 20 и повече години). Според М. Младенов „за предимствата на ПС пред централна банка може да се говори само условно, доколкото ПС се въвежда в страни, където има тотална загуба на доверие в способността на централната банка да устои на натиска на правителството за финансиране на прекомерни бюджетни дефицити“⁴.

Защитниците на ВБ използват като ключов аргумент тезата, че едно от най-важните предимства на паричния съвет е, че създава и поддържа макроикономическа дисциплина. За разлика от ЦБ, валутният борд (поне в класическата си форма) не може да финансира правителството по никакъв начин. В случай на прекомерен бюджетен дефицит, правителството следва да намали разходите си или да намери други източници на финансиране. В случай, че не се спазват правилата, наложени от валутния борд, правителственият дълг може да достигне застрашителни нива, което от своя страна да доведе икономиката до банкрут, последван от изоставяне на режима на паричен съвет и изразходване на валутните резерви. По повод тези ограничения, редица експерти ще определят този тип парична политика като елементарна, защото на практика държавата се лишава от всякакъв вид парична политика, друг антиаргумент е декапитализирането на икономиката, най-вече чрез изнасяне на капитал от страна на банките с чужда собственост (към второто тримесечие на 2017 делът на чуждестранните банки е над 72 %) ⁵. Втори аргумент в полза на валутния борд е, че той оказва дисциплиниращ ефект върху инфлацията. Фиксираният курс на валутата води

⁴ цит. Младенов, М., „Пари, банки, кредит“, Тракия – м, София 2009 г., стр. 239

⁵ http://www.bnb.bg/bnbweb/groups/public/documents/bnb_publication/pub_b_in_b_2017_06_bg.pdf

чрез вносните цени до намаляване на инфлацията, а оттук и на лихвените проценти.⁶ Теоретично фиксираният валутен курс следва да приближи темпа на инфлация на приемащата страна до нивото на темпа на инфлация на държавата, чиято валута е избрана за резервна. Ако обменният курс е фиксиран, ценовите равнища в двете страни не следва да се отклоняват прекалено едно от друго. Дискутирайки темата, експерти и учени все пак са на едно мнение, че в действителност темпът на инфлация в държавата, приемаща валутния борд, има определена инерция и следва да мине известен период от време, преди инфлацията да достигне приемливи нива. Следва също да се отбележи, че ако обменният курс е фиксиран към подценена резервна валута, вътрешните цени ще се повишат в началото. Това е така, защото цените в страната с валутен борд следва да се приспособят и да достигнат конкурентни нива. Колкото по-високо е търсенето на стоки на вътрешния пазар, толкова цените на стоките ще се повишават. Въпреки това, темповете на инфлация в страна, приемаща валутния борд, ще се изравнят във времето, доближавайки се до нивата на инфлация в държавата на резервната валута. В случай че резервната валута се обезцени спрямо валутите на други големи търговски партньори, балансиращият ефект ще намалее. Затова от решаващо значение е за резервна валута да бъде избрана националната валута на един от основните търговски партньори или поне да съществува фиксиран курс между избраната за резервна валута и валутата на най-важните търговски партньори. Отклоненията в производителността на икономиките също оказват влияние върху разликата в темповете на инфлация между двете страни. Колкото по-голямо е отклонението в производителността на труда между две страни, толкова по-голямо е отклонението в паритета на покупателната способност на базата на обменния курс. Това би означавало, че в случай на фиксиран валутен курс страната с по-ниска производителност ще има по-висок темп на инфлация.

Трети аргумент за въвеждане на ВБ е конвертируемостта, която осигурява. Стопроцентното покритие с резервна валута осигурява на институциите възможността да задоволят цялото търсене на резервна валута в замяна на местна валута. За разлика от валутния борд, в случай на действаща ЦБ, съществува риск, че ако се изразходват резервите от чуждестранна валута, може да остане незадоволено търсенето на тази валута. Паричният съвет създава механизъм за регулиране на плащанията в икономиката. Ако съществува дефицит в платежния баланс, валутните резерви биха намалели, което ще доведе до свиване на паричното предлагане. В резултат на това

⁶Hanke, S., Schuler, K. "Currency Boards for Eastern Europe, 1991, p. 18 (<http://www.heritage.org/research/lecture/currency-boards-for-eastern-europe>)

лихвените проценти ще се увеличават, причинявайки свиване на икономиката. Тогава ценовите равнища ще се понижат, стимулирайки износа. Ниските цени на местните стоки ще потиснат вноса, но и ще доведат до спад в производството. В същото време високите лихвени проценти ще привличат приток на капитали. Всички тези процеси водят до възвръщане равновесието в платежния баланс. Ако е налице излишък в платежния баланс, противоположните процеси възвръщат баланса на платежната сметка. За да се осигури правилното функциониране на механизма за регулиране на платежния баланс, следва да съществува силна връзка между валутните резерви и паричната база.

Изброените доводи за въвеждане на валутния борд повишават доверието на обществото във финансовите пазари. Обикновено не съществува опасение, че местната валута може да се обезцени и инвеститорите са по-склонни да инвестират капитали в страната. Валутният борд трудно се подава на спекулативни атаки, въпреки че понякога, когато натискът е прекалено силен, може да се появят известни трудности при поддържането на фиксиран валутен курс. Рискът от такъв спекулативен натиск зависи главно от очакванията на спекулантите и прогнозите за валутния борд. Ако спекулантите смятат, че атаката им може да се окаже успешна, тогава те ще упражнят силен натиск. Ако не, те ще сметнат, че няма смисъл да правят опит. Това означава, че е много важно бордът да действа по начин, който да кара обществото да има доверие в ангажимента и задължението на валутния борд да поддържа статуквото. Това зависи и от действията на правителството, а от решаващо значение е правителството напълно да подкрепя режима на паричен съвет.⁷

Критиците на този вид парична система са единодушни, че въпреки някои предимства, бордът ще „спъне“ икономическото развитие. Експертите открояват редица спорни моменти, които биха оказали негативно влияние на България като например, че бордът не допуска държането на вътрешни активи. В случаите, когато вътрешните активи предлагат по-висока възвръщаемост, отколкото чуждестранните, забраната за държане на вътрешни активи е отказ от печалба. С появата на все по-чести и всеобхватни валутни кризи в края на 60-те години повечето икономисти започват да препоръчват по-голяма валутна гъвкавост. Аргументите⁸ в полза на плаващите валутни

⁷ Христов, Я., „Пътят на България към еврозоната. С или без валутен борд“, сп. Бизнес посоки, БСУ, 2015 г., стр. 22

⁸ Кругман, П., Обстфелд, М., Мелиц, М., „Международен Икономикс. Теория и политика“, УНСС, София, 2013 г., стр. 625

курсове (или против фиксираните) според Кругман, П., Обстфелд, М., Мелиц, М. се основават на четири основни изисквания (аргументите са на база опыта на авторите по примера на САЩ):

- Автономност на монетарната политика – тоест правителствата могат да прилагат монетарна политика на вътрешно и външно равновесие и никоя държава няма да внася принудително инфлация (дефлация) отвън;
- Симетрия – възможност за самолично определяне на световните монетарни условия и регулация на валутния курс спрямо чужди валути;
- Валутни курсове като автоматични стабилизатори – при отсъствие на монетарна политика бързото регулиране на определяните от пазара валутни курсове би помогнало на страните да поддържат вътрешно и външно равновесие при промени в съвкупното търсене.
- Валутни курсове и външно равновесие – определяните от пазара валутни курсове ще се регулират автоматично така, че да предотвратят възникването на големи дефицити и излишъци по текуща сметка.

Други негативни последствия според мен са, че е възможно да възникнат определени трудности при набирането на достатъчен запас от резервна валута при въвеждането на валутен борд в дадена страна. Събирането на толкова голямо количество чуждестранна валута може да се окаже скъпо начинание. В някои случаи въвеждането на валутен борд не води до възникването на подобен проблем - например, преди въвеждането на валутен борд в някои британски колонии са оперирали с британски паунд, така че те са притежавали цялото необходимо количество валута в икономиката си. Но не такъв би бил случаят, ако голяма страна със своя собствена валута се опита да установи валутен борд. В този случай закупуването на първоначалните резерви ще бъде скъпоструващо начинание. Това е една от причините, поради които валутният борд бива приеман най-вече от малки държави.

Един от най-големите недостатъци на валутния борд е неспособността на приемащата страна да води своя собствена парична политика. В много случаи този факт може да се разглежда по-скоро като предимство, тъй като, ако не се прилагат правилно, паричните интервенции на ЦБ могат да имат негативен ефект върху икономиката. Валутният борд не предоставя много възможности за реакция срещу цикличните промени в световната икономика и най-вече срещу цикличните промени в

икономиката на страната, чиято валута се използва като резервна. Това прави местната икономиката уязвима.

Другият проблем (по примера на България) е изключително ограничената функция на ЦБ като кредитор от последна инстанция. Валутният борд емитира местна валута само в замяна на чуждестранна валута, но не и на местни активи. В случай, че местна банка изпитва трудности с плащанията си, ЦБ (валутният борд) не е в състояние да я подпомогне и това може да се окаже началото на банковата криза, тъй като фалитът на една банка може да предизвика верижен ефект за други банки. В България се предвижда изключение от това правило. Оказва се, че цената, която се плаща за стабилността срещу валутна криза, е повишен риск от банкова криза. Затова се предвижда запазване на възможността ЦБ да бъде кредитор от последна инстанция при условие, че се подпомагат само банки, които са платежоспособни, но изпитват временни ликвидни проблеми. Това значително намалява риска от банкова криза и в същото време ограничава действията за спасяване на неплатежоспособни банки, които биха навредили върху цялата икономика. В действителност в повечето страни с валутен борд, включително и в България, функцията на кредитор от последна инстанция е запазена до известна степен, за да се поддържа стабилността на икономиката.

Няма гаранция, че валутният борд ще осигури фискалната дисциплина, необходима за стабилността на системата. В случай, че върху правителството се упражнява силен натиск от външния и от вътрешния държавен дълг има вероятност валутният борд да бъде изоставен. Тези действия със сигурност ще доведат до загуба на доверие в политическата система и ще предизвикат отлив на чуждестранни инвестиции. Последиците ще бъдат значителен спад в преките чуждестранни инвестиции, намаляване на икономическия растеж, висока безработица и др. Паричният съвет оставя контрола върху паричното предлагане на пазарните сили и фундаменталните фактори, които определят състоянието на платежния баланс. Финансирането на бюджетния дефицит престава да бъде източник на прираст на резервни пари, а оттам чрез паричния мултипликатор и на паричната маса. При системата на паричен съвет промяната в паричните агрегати се влияе от реалното търсене на пари, което е и причината за връзката между паричната маса и валутните резерви. Например при обмяна на резервната валута в местна, валутният резерв нараства и това довежда до емитиране на местна валута в равностойност по фиксирания курс. След въвеждането си в България паричният съвет изиграва съществена роля. Към настоящия момент бордът има голямо значение за страната преди присъединяването към еврозоната. Режимът

често е подлаган на множество критики, но трябва да се отбележи и обстоятелството, че несъмнено среща и одобрение сред обществеността, поради стабилността на валутата. От една страна застават стабилността и предвидимостта при наличието на паричен съвет в страната, а от друга доводите за пропуснатите шансове, рискът от зависимост и ограниченият икономически възход. Според мен паричният съвет дава сигурност, но отнема гъвкавост.

2. Дискусията „за“ и „против“ запазването на валутния борд в България преди присъединяването към еврозоната.

Осъзнавайки факта, че България е все по-близо до еврозоната, рядко се срещат експерти, които към този момент искат отпадане на борда преди приемане на еврото. Поради това съществуват редица привърженици, идеи и аргументи в полза на запазването на валутния борд. Фиксираният валутен курс създава сигурност за стопанските агенти и стимулира търговските и финансовите потоци между България и еврозоната, създавайки добра макросреда за икономически растеж и чуждестранни инвестиции. Паричният съвет стимулира финансова дисциплина и гарантира плавна сходимост на българското ценово равнище към европейското. Ако паричният съвет бъде премахнат преди приемането на еврото и България премине към плаващ валутен курс, това може да доведе до спекулативни атаки срещу българския лев, до неговата обезценка и до поява на свързани с тази обезценка инфлационни процеси. Подобен сценарий би направил приемането на единната валута доста проблематично. Могат да се открият предимства и недостатъци на възможните политически действия, касаещи валутния борд и присъединяването към еврозоната, в условията на сегашната икономическа обстановка и последствията от глобалната финансова криза. В този доклад тези предимства и недостатъци ще се коментират от гледна точка на финансово - икономическата стабилност на страната, а не във връзка с политическия им характер.

Според Стив Ханке⁹ управителят на БНБ трябва да е против влизането на България в еврозоната, като финансистът призовава централната ни банка да публикува отчетите на всяка банка поотделно всеки месец. След като българските власти напоследък все по-често повдигнат въпроса за подготовката на страната за присъединяването към еврозоната, Ханке заявява, че това не трябва да се случва, а на България ѝ трябвали

⁹ <http://bnr.bg/post/100576603/prof-stiv-hanke-noviat-upravitel-na-bnb-trabva-da-e-protiv-vlizaneto-na-bulgaria-v-evrozonata>

валутен борд и дисциплина. Според спорния финансов експерт, ако се присъедини към еврозоната, страната щяла да изгуби всякаква дисциплина и да последва Гърция. Може би сега е моментът г-н Ханке да спре да коментира темата за валутния борд и да престане да гради имиджа си на гърба на България, а ние да му благодарим за загрижеността през последните 20 години.

Според Р. Аврамов¹⁰ България трябва да преодолява съпротивата на ЕЦБ и на европейските институции, които гледат с подозрение на паричния съвет и считат, че трябва да се излезе от него преди да се влезе в чакалнята, а оттам и в еврозоната. Според европейските експерти паричната система и валутният курс задължително трябва да преминат през пазарния тест на устойчивост. По мое мнение те преминаха 20-годишен тест на устойчивост.

- запазване на Валутния борд до присъединяването към Еврозоната

Дискусиите относно възможностите пред България преди влизане в еврозоната и ERM II са няколко. Първата от тях е да се запази паричният съвет и в максимално кратки срокове да се присъедини към еврозоната, като през 2017 г. се появиха изказвания на европейски лидери в тази връзка, но отдалата се възможност според мен не бе използвана от българските власти, които отново пропуснаха този момент. Но ключовият въпрос не е дали валутният борд е стабилен и устойчив, а дали запазването му е най-добрата политика за осигуряване на устойчив икономически растеж и макроикономическа стабилност. Възможността за скорошно присъединяване към еврозоната остава под въпрос. Един от аргументите, подкрепящ този вариант е, че тази политика може да доведе до приемането на еврото с възможно най-малко сътресения за икономиката и за местния пазар. В конкретния случай запазването на настоящия режим на паричен съвет ще предотврати евентуална обезценка на лева, която би нанесла сериозни поражения върху българските домакинства и счетоводните баланси на частния сектор, но пък ще накара икономиката да работи, да произвежда повече, да бъде конкурентна. На второ място, запазването на валутния борд ще гарантира продължаването на успешната политика на макроикономическа стабилизация, която се провежда от 1997 г. насам, и също така би намалило риска от нежелано повишаване темпа на инфлацията и инфлационните очаквания. Увеличение на инфлацията би могло да възникне вследствие на значителна обезценка на местната валута и/или в резултат от

¹⁰ Аврамов, Р., „Въведохме новата монетарна конституция на България“, <http://www.banker.bg/finansov-dnevnik/read/vuvedohme-novata-monetarna-konstituciia-na-bulgariia>

връщането към класическа двустепенна банкова система. Паричният съвет води до надценяване на местната валута и е причина за макроикономическите дисбаланси в последните няколко години, а това е основен аргумент против запазването му. В случай, че България приеме еврото със значително надценена местна валута, има опасност българската икономика да бъде неконкурентноспособна в сравнение с европейските икономики и българските производители няма да могат да реализират стоките и услугите си на чуждия пазар. Опитът на страните от Южна Европа след формирането на еврозоната не е много окуражаващ. С оглед на това политиката на разширяване на ИПС, може би не е толкова подходяща. Докато критериите от Маастрихт са ясно определени и не се отнасят до структурите на реалната икономика, въпросите за конкурентноспособността може би са в основата на водената политика от старите страни-членки на ИПС. Старите членове на ИПС вече не са толкова склонни да приемат нови страни-членки, освен ако те не покажат по някакъв начин, че се стремят към политика на подобряване на конкурентноспособността на техните икономики в рамките на ИПС. Тази политика изисква известно време за ефективно административно прилагане и следователно присъединяването на новите членове към еврозоната се бави. С установяването на валутен борд опитът за намаляване на надценения реален валутен курс чрез политика на подържане на по-ниски цени на вътрешния пазар в сравнение с чуждестранните цени не зависи от членството в еврозоната. Същата политика следва да бъде прилагана независимо дали България е в или извън валутния съюз. По този начин, от гледна точка на страната кандидат, решението да запази валутния борд предполага по-бързо присъединяване към еврозоната.

Контрааргумент срещу критиките за надценения лев е фактът, че темпът на инфлацията в България се забавя през последните години (през последните години се наблюдава дефлация), което води до подобряването на баланса по текущата сметка. Друг контрааргумент се основава на факта, че след претърпени външен шок, валутният борд поставя основната тежест на приспособяването върху финансовите и макроикономически променливи на вътрешния пазар, като например пазарно определените лихвени проценти, заетостта и производителността на труда. Това означава, че липсата на плаващ валутен курс и невъзможността за прилагане инструментите на паричната политика биха улеснили националната икономика при по-лесно приспособяване към външни икономически шокове, като по този начин спомагат за по-резките корекции на дисбалансите и по-бърз устойчив икономически растеж. Въпреки, че тези твърдения може да са теоретично верни, те не са доказани на

практика, като се има предвид дефицита по текущата сметка на България през последните години. За първи път от години насам през 2017 г. според Министерството на финансите¹¹ на база на предварителни данни и оценки се очаква салдото по консолидираната фискална програма на касова основа към септември 2017 г. да бъде положително в размер на 2 386,2 млн. лв. или 2,4 % от прогнозия БВП. Потенциалните разходи от запазването на настоящия режим на паричен съвет се отнасят до тежките бюджетни ограничения, които валутният борд налага върху фискалните органи. Валутният борд ограничава тяхната способност да предприемат политически действия срещу цикличните промени на икономиката. Този факт може да не е толкова негативен, колкото влошаването на вътрешните икономически условия в резултат на рязка обезценка на местната валута. Като цяло запазването на валутния борд и присъединяването към ERM II с текущия обменен курс е политика, която ефективно може да бъде приложена и да осигури присъединяване към еврозоната. Но също така този вариант крие големи разходи в дългосрочен план, а именно загуба на конкурентоспособност на българската икономика, която много трудно би могла да бъде възстановена след присъединяването на България към еврозоната.

Вторият вариант е евентуална обезценка на лева и позволяване на колебания в тесни граници на валутния курс спрямо еврото във ERM II. Политиката на обезценяване на валутата следва да бъде прилагана заедно с политика, целяща повишаване доверието в новия валутен курс. Следователно, влизането във ERM II с обезценена валута вероятно ще бъде придружено с изявление от страна на българските власти за предприемане на програма от структурни реформи, насочени към намаляване на риска от значително бъдещо поскъпване на местната валута. Тази стратегия би довела до възстановяване на конкурентоспособността и намаляване на загубите, нанесени от реалното поскъпване на валутата през последните години и разсейване на спекулациите за бъдещи промени в режима на фиксиран валутен курс. Потенциалните предимства от полагането на основите за членство в еврозоната с по-конкурентна валута трудно биха могли да се игнорират, не на последно място и заради високата степен на отвореност на българската икономика. Критично тълкувание на този вариант може да се търси, защото вероятно той ще изправи българските власти пред голямо предизвикателство и ще изисква силна политическа воля, тъй като се различава от добре познатите стари практики. Ключов въпрос ще бъде същността на паричната политика след девалвацията

¹¹ <http://www.minfin.bg/bg/news/2017-9/10047>

на лева и последвалата структура на БНБ. Този сценарий може да доведе до нов валутен борд, формиращ нов обменен курс на лева към еврото. Но може и да бъде класическа двустепенна банкова система, целяща твърд обменен курс, например с много тесни граници на колебание на валутния курс. Друг недостатък е свързан с риска от краткосрочна инфлация и последвалата невъзможност да се покрие инфлационния критерий от Маастрихт, което ще забави присъединяването ни към еврозоната. Прогнозирането на дългосрочните инфлационни ефекти в резултат на обезценката на лева е много трудна задача. Това е така, защото освен определянето на приблизителната степен на обезценка, следва да се вземе предвид и евентуална промяна на ключови макроикономически променливи. Например, при такъв сценарий по-широк (отрицателен) производствен разрыв може да засили дефлационните сили в икономиката, което спомага за намаляване влиянието на първоначалните инфлационни ефекти. В допълнение, следва да се вземат предвид и вероятните инфлационни очаквания при различните парични режими, например, преминаване от валутен борд към обикновено привързване на националната валута към чужда или плаващ валутен курс при класическа банкова система. Обезценката на лева би могла, при равни други условия, да създаде кратък инфлационен шок за икономиката и по-голяма несигурност по отношение на средносрочния темп на инфлация. Рисковете България да не успее да стабилизира икономиката си и да отговори на критериите от Маастрихт са по-високи при този вариант. Ако успее да го постигне, страната ни ще се присъедини към ИПС с по-конкурентен обменен курс, което би подобрило бъдещите възможности за икономически растеж.

Един от привържениците за присъединяване към еврозоната, запазвайки борда, е К. Ангарски, според когото много важни са политическите аргументи, защото България не може да се откаже от Договора за присъединяване, където е поела ангажимент възможно най-бързо да въведе единната европейска валута. Според един от идеолозите на валутния борд в България, „ако се откажем от въвеждането и се върнем към лева, самата дума "връщане" не носи доверие. Напротив - носи негативи, ще се отдалечим от Европейския съюз и ще се върнем към лева, който е фалирал. Известно е, че нашият валутен борд не е ортодоксален. Той на практика е въвел еврото и ние в момента се разплащаме в левове, което всъщност е "българското евро". Банкнотите в левове са нещо като "чек" в евро.“¹²

¹² Ангарски, К., „Излизане от борда само чрез въвеждане на еврото“, <http://www.banker.bg/finansov-dnevnik/read/izlizane-ot-borda-samo-chrez-vuvejdane-na-evroto>

- отказ от валутен борд и приемане на еврото на по-късен етап

Преминаване към режим на плаващ валутен курс и приемане на еврото, когато условията го позволяват, е друг възможен вариант. Той е малко вероятно да бъде предприет от българските власти, но би могъл да бъде наложен от пазара с оглед силно надценената българска валута. Този вариант за мен е неприемлив и нелогичен, имайки предвид, че България е все по-близо до включване към ERM II. Въпреки че вероятността този вариант да бъде осъществен е минимална, все пак заслужава да бъде разгледан, тъй като дава възможност да се изяснят приликите и разликите между предишните две опции. Една от критиките срещу тази опция се свързва с опита на Украйна, който показва, че преждевременното изоставяне на твърдия валутен курс може да доведе до социална, икономическа и политическа дестабилизация в страната. При този последен сценарий управляващите изоставят режима на валутен борд, а валутният курс бива оставян да „плава” свободно спрямо другите валути и БНБ отново би станала пълноправна ЦБ. В случай, че този подход бъде предприет, е много вероятно да последва първоначален период на прекомерна волатилност на валутния курс и силна обезценка на лева, тъй като пазарът ще търси ново равновесно ниво на валутния курс при условия на повишена политическа несигурност и неясни перспективи за присъединяване към ERM II и приемане на еврото. Влошаващите се икономически условия биха нанесли сериозен удар върху националната икономика, рецесията ще се изостри, а рискът от сериозна финансова криза в страната ще се повиши. Доверието в паричния съвет непрекъснато и стабилно нараства. От възможните сценарии с оглед подготовката на България за членство в еврозоната най-голяма сред експертите е подкрепата за запазването на режима на паричния съвет. Това до голяма степен съвпада и с официалните позиции, които бяха изразени от българските институции. БНБ поема задължението да съдейства за запазването на съществуващия режим на паричен съвет по време на участието на страната във ERM II. Официалната позиция на България е за запазване на режима на паричен съвет до влизането в еврозоната.

България е малка и отворена икономика, чийто търговски баланс в условия на валутен борд всяка година все повече се приближава до паритет между износа и вноса. Ето ги стойностите на търговския ни баланс за последните пет години: 2012 - 9.5%, 2013 - 7%, 2014 - 6.5%, 2015 - 5.9%, 2016 - 3.8%. Значителното подобрене в кредитния рейтинг и макроикономическата стабилност на България се дължат в голяма степен на

фискалната дисциплина и на доверието в самия борд. Дали е смислено в момент, в който политическият риск в държавата е висок и критиките на ЕК към българските институции стават все по-откровени, да прибавяме и валутен риск?¹³

Според министъра на финансите В. Горанов¹⁴ България следва да запази паричния съвет до влизането в чакалнята и еврозоната, а причините са няколко – първо, влизането в чакалнята на еврозоната би бил завършекът на интеграцията на България в ЕС. Това безвъзвратно ще позиционира България категорично в центъра на Европа, което е по-скоро политически аспект. От гледна точка на икономическите предимства влизането в еврозоната гарантира присъединяването на България към всички механизми, които съществуват там, и дават достъп до евтиния ресурс, който ЕЦБ предлага. Това значително би намалило цената на кредитиране за граждани и фирми – достъпът до евтин ресурс ще доведе лихвите до средните европейски нива, които са около два пъти по-ниски. Участието в спасителния фонд на еврозоната ЕСМ, което е задължително, ако станем нейни членове, ще даде възможност при сътресения да разчитаме на общи европейски механизми, които са за преодоляването на неблагоприятия в икономиката на дадена държава. Съществено ще се намалят транзакционните разходи за обмяната от лев във евро, които съществуват въпреки фиксирания курс. И, разбира се, ще отпаднат ангажиментите на централната банка по отношение на банковия надзор или поне по отношение на надзора на трите най-големи банки, тъй като с влизането в еврозоната автоматично влизаме и в банковия съюз.

Изводи:

Въведен след тежката финансова криза през 1997 г., валутният борд стабилизира икономиката на България и свежда до минимум валутния риск за страната, като понижава значително инфлацията. Въпреки някои от недостатъците му, опитът на България показва, че валутният борд играе съществена роля за икономическото развитие на страната ни и положителните резултати от този режим са повече отколкото отрицателните. Модифицираната форма на паричен съвет се оказва ефективна в борбата с инфлацията. Тя довежда до увеличаване интереса на чуждестранните инвеститори, намаляване на външния дълг, повишаване стабилността и доверието в банковия сектор

¹³ Чипева, Н., „Валутният борд и рисковете от премахването му“, http://www.capital.bg/politika_i_ikonomika/mnenia/2017/03/27/2942458_valutniat_bord_i_riskovete_ot_premahvaneto_mu/

¹⁴http://www.capital.bg/politika_i_ikonomika/bulgaria/2017/06/30/2997840_vladislav_goranov_do_kraia_na_godinata_triabva_da/

и доверието в националната валута. Въз основа на изброените положителни ефекти от валутния борд може да се направи изводът, че провежданата консервативна фискална политика може да бъде разглеждана като положително развитие. Доверието в паричния съвет е стабилно. От евентуалните възможности пред България за членство в еврозоната най-правилният подход би бил запазването на борда, който е стъпка към въвеждането на еврото. С оглед стремежа на България за приемане на еврото, по-голямото доверие в паричните власти, както и цялостната икономическа стабилност, която валутният борд осигури, допринесоха за стабилност при постигането на някои от дългосрочните цели на държавата. Подготовката на България за приемане на еврото се осъществява в изключително динамична, сложна и несигурна вътрешна и външна среда, върху която силно влияние оказват ефектите от световната икономическа криза, намаляване нивото на преките чуждестранни инвестиции, отказът на България от редица международни проекти, загубата на доверие от някои ключови икономически партньори. Всички тези причини рефлексират върху поведението и позициите на националните и европейските институции и икономическите агенти. Присъединяването към еврозоната е продължителен и сложен процес, обусловен от взаимосвързани икономически и политически фактори както в държавите кандидатки, така и в тези от паричния съюз. Придържането към съществуващия паричен съвет е политика, която ефективно може да бъде приложена и да осигури скорошни стъпки по присъединяването на България към еврозоната с минимални негативни последици за националната икономика. Промяната на паричния режим към този момент трудно би могла да се обоснове и е твърде вероятно да дестабилизира страната. Гарантиращ икономическата стабилност и прозрачност, валутният борд следва да бъде поддържан до момента на приемането на България в еврозоната. По всичко личи, че системата на паричен съвет ще остане до присъединяването на България към еврозоната. Така страната ще се превърне в една от малкото по света с толкова дълго действие на валутния борд.

БИБЛИОГРАФИЯ:

1. Аврамов, Р., „Въведохме новата монетарна конституция на България“, <http://www.banker.bg/finansov-dnevnik/read/vuvedohme-novata-monetarna-konstituciia-na-bulgariia>
2. Ангарски, К., „Излизане от борда само чрез въвеждане на еврото“, <http://www.banker.bg/finansov-dnevnik/read/izlizane-ot-borda-samo-chrez-vuvejdane-na-evroto>
3. цит. Младенов, М., „Пари, банки, кредит“, Тракия – м, София 2009 г., стр. 239
4. Кругман, П., Обстфелд, М., Мелиц, М., „Международен Икономикс. Теория и политика“, УНСС, София, 2013 г., стр. 625
5. цит. Хърсев, Е., „Паричната стабилност блокира икономиката“, <http://www.banker.bg/finansov-dnevnik/read/parichnata-stabilnost-blokira-ikonomikata>
6. Hanke, S., Schuler, K. “Currency Boards for Eastern Europe, 1991, p. 18 (<http://www.heritage.org/research/lecture/currency-boards-for-eastern-europe>)
7. цит. Miller, J., “The Currency Board of Bulgaria: The first two years”, Discussion papers, BNB, Sofia, 1999, p. 20
8. Чипева, Н., „Валутният борд и рисковете от премахването му“, http://www.capital.bg/politika_i_ikonomika/mnenia/2017/03/27/2942458_valutniiat_bord_i_riskovete_ot_premahvaneto_mu/
9. Христозов, Я., „Пътят на България към еврозоната. С или без валутен борд“, сп. Бизнес посоки, БСУ, 2015 г., стр. 22
10. http://www.bnb.bg/bnbweb/groups/public/documents/bnb_publication/pub_b_in_b_2017_06_bg.pdf
11. <http://bnr.bg/post/100576603/prof-stiv-hanke-noviat-upravitel-na-bnb-trabva-da-e-protiv-vlizaneto-na-balgaria-v-evrozonata>
12. http://www.capital.bg/politika_i_ikonomika/bulgaria/2017/06/30/2997840_vladislav_goranov_do_kraia_na_godinata_triabva_da/
13. <http://www.banker.bg/finansov-dnevnik/read/vuvedohme-novata-monetarna-konstituciia-na-bulgariia>
14. <http://www.minfin.bg/bg/news/2017-9/10047>