

КОНФЕРЕНЦИЯ

БОРОВЕЦ, 25 – 27 АПРИЛ 1996 Г.

ПАРИЧНАТА ПОЛИТИКА В УСЛОВИЯТА НА ПРЕХОД



БЪЛГАРСКА НАРОДНА БАНКА

ПАРИЧНАТА ПОЛИТИКА В УСЛОВИЯТА НА ПРЕХОД

София, 1996 г.

Изданието съдържа доклади, изнесени на конференцията на тема „Паричната политика в условията на преход“, която се проведе в Боровец на 25 – 27 април 1996 г.

Издание на Българската народна банка
1000 София, пл. „Княз Александър Батенберг“ № 1
Телефон: 85-51
Телекс: 24090, 24091
Факс: 980 2425, 980 6493
Печат: Полиграфична база на БНБ

Съдържание

Паричната политика през 1995 г. и 1996 г.	5
<i>Любомир Филипов</i>	
Развитие на паричната политика на Унгарската национална банка	13
<i>Габриела Теши</i>	
Общ преглед на паричната политика на Полската народна банка през 90-те години.....	21
<i>Збигнев Полански</i>	
Паричната политика на Чешката национална банка	33
<i>Роман Матушек</i>	
Развитие на инструментите на непряката парична политика в Хърватска	43
<i>Катя Печаревич</i>	
Значението на независимостта на централната банка в условията на преход	68
<i>Кетрин Шепърд</i>	
Сеньораж и инфлация	77
<i>Мариела Ненова</i>	
Държавният дълг през призмата на паричната политика	90
<i>Гарабед Минасян</i>	
Европейският паричен съюз и страните от Източна Европа	110
<i>Лайънъл Прайс</i>	

Паричната политика през 1995 г. и 1996 г.

Любомир Филипов

*Любомир Филипов е управител на
Българската народна банка.*

През 1995 г. бе постигнат значителен успех в борбата с инфлацията. В годишно измерение в края на периода тя бе намалена от 122% на 33%, което е с два пункта под долната граница на целевия интервал 35 – 40%. Главни фактори за този положителен резултат бяха общата рестриктивна насоченост на паричната политика през втората половина на 1994 г. и през по-голямата част от 1995 г., както и укрепването на реалното търсене на пари и преди всичко на национална валута.

Важен фактор за ниската инфлация през 1995 г. бе стабилността на валутния курс. Реалното поскъпване на лева към основните международни валути имаше сдържаш ефект върху вътрешните цени, без да засегне търговския баланс. Същевременно създаденият от БНБ лихвен диференциал между вложенията в левове и в чуждестранна валута доведе до значителен приток на капитал, който попълни валутните резерви на страната и осигури безпроблемно обслужване на външния дълг. Засиленото предлагане на валута през по-голямата част от годината бе стерилизирано от БНБ, за да не се допусне нарастване на паричното предлагане над реалното търсене.

През 1995 г. БНБ успя постепенно да намали основния лихвен процент в съответствие с постигането на своята антиинфлационна цел. За първи път след началото на реформата бе променен сезонният цикъл на високи лихви през есенно-зимния период и по-ниски през лятото. През 1995 г. лихвената политика на БНБ бе консервативна – бяха постигнати и поддържани през целия период положителни лихви по депозитите и кредитите. Те имаха важен ефект за укрепване на реалното търсене на пари и разширяване на кредитните ресурси, макар и на висока цена – непосилна лихвена тежест за редица кредитополучатели и влошаване финансовото състояние на много банки.

Относителното подобряване на макроикономическата обстановка обаче не бе съпътствано с ускоряване на структурните промени в реалния и в банковия сектор, които коренно биха изменили инфлационните очаквания. Изоставането в приватизацията и налагането на строга фи-

нансова дисциплина върху всички стопански агенти не позволиха да се намери фундаментално решение на отдавна известни проблеми. Редица държавни предприятия продължиха да трупат загуби и чрез действащата система за кредитиране да ги прехвърлят в банковата система. Високите реални лихви по кредитите, както и усилията на БНБ да стерилизира притока на валута в страната оказаха допълнителен натиск върху банките и техните клиенти.

От края на 1995 г. и в началото на 1996 г. финансовата стабилност е много крехка. Финансовото състояние на няколко банки (частни и държавни) бързо се влошава и застрашава не само тяхната платежоспособност, но и цялата банкова система. През 1995 г. тези банки не можаха достатъчно бързо да се адаптират към новата обстановка на по-ниска инфлация и стабилен валутен курс и продължиха необосновано своята кредитна експанзия. Сега те изпитват все по-трайни и по-големи ликвидни затруднения, които БНБ, за да поддържа разплащателната система, е принудена да рефинансира чрез несъбезпечени депозити като кредитор от последна инстанция. При отсъствието на ефективни механизми за принудително събиране на вземанията, включително и чрез инициране на банкрут, както и при липсата на политическа воля за тяхното прилагане действията на БНБ само отлагат ликвидните проблеми, като ги задълбочават, и без радикални промени в редица случаи водят към несъстоятелност на банките.

Проблемите с ликвидността на някои банки, както и други фактори, включително политически, предизвикаха масово теглене на депозити от няколко банки. Те бяха покрити с допълнително рефинансиране от БНБ, а за спасяването на две банки и укрепване на доверието в банковата система Централната банка стана дори главен акционер в тях. Тези мерки обаче също са временни и на фона на продължаващото забавяне в структурната реформа не решават проблема.

Нарастващата роля на БНБ като кредитор от последна инстанция все повече не съответства на общата антиинфлационна насоченост на паричната ѝ политика и оказва натиск за нейното разхлабване. Бързо увеличаващото се необезпечено рефинансиране на банките с ликвидни проблеми не може изцяло да се стерилизира чрез операции на открития пазар и свободните средства се насочват към валутния пазар, където от началото на 1996 г. левът започна реално да се обезценява. Това подкопава доверието в националната валута, а сътресенията в банковата система съдействат за спад на доверието в нея. В създалата се ситуация реалното търсене на пари спада, появяват се първи признаци за склонност към инвестиране във валута в брой, което силно ограничава възможностите за провеждане на антиинфлационна парична политика.

При необходимостта да се пази валутният резерв за обслужване на външния дълг ликвидността следва да се изтегля главно чрез левовия пазар. От началото на 1996 г. бе разширен и пазарният му механизъм чрез въвеждането на ежедневен търг за репооперации. За да възвърне ат-

рактивността на лева, БНБ е принудена да повишава значително лихвените равнища. В резултат на това тя увеличи три пъти основния лихвен процент от 34 до 67 на сто. Посочените мерки обаче имат само временен ефект, тъй като не отстраняват причините за растящата финансова дестабилизация, а чрез увеличаване на лихвената тежест върху кредитополучателите и при липсата на структурни промени задълбочават кризата в банковата система. Свидетелство за това е продължаващото пазарно повишаване на лихвените равнища по репосделките на открития пазар, което тласка БНБ към ново увеличение на основния лихвен процент.

Проблемите на банковата система са отражение на тези на националното стопанство и не могат да бъдат решени в рамките на паричната политика на БНБ. Успешна борба с усложняващата се макроикономическа и финансова обстановка е възможна само чрез съгласувани и решителни действия на правителството и централната банка по единна оздравителна програма за реалния и банковия сектор. Поради изключителната важност и политическата отговорност за изпълнението ѝ тя би следвало да се утвърди от законодателната власт. В рамките на цялостния процес по нейното разработване Пленарният съвет на БНБ на две последователни свои заседания в края на 1995 г. и началото на 1996 г. определи основните насоки на паричната политика на БНБ за текущата година. Той ще продължи периодично да я обсъжда и уточнява във връзка със започващото реструктуриране и оздравяване на банковия сектор.

През т. г. паричната политика на БНБ ще продължи да бъде насочена към укрепване на вътрешната и външната стабилност на лева. Основната ѝ цел ще бъде да се поддържа контролът върху инфлацията, за да не се допуснат значителни отклонения от параметрите на макроикономическата рамка на държавния бюджет. БНБ ще следва основната си антиинфлационна цел, като ще дозира прилагането на паричните инструменти, за да не се оказва излишен натиск върху започналия стопански растеж. През годината ще е необходимо да се осъществява по-тясна координация между паричната политика на БНБ, от една страна, и фискалната политика и политиката на доходите – от друга, с цел да се осигури финансовата стабилност в страната на приемлива социална цена. Същевременно само паричната политика не може да компенсира забавянето в структурната реформа, която е необходимо условие за неинфлационен икономически растеж.

Валутната политика на БНБ ще подкрепя общата антиинфлационна насоченост на паричната политика. Целите във валутната област отново ще са насочени както към относителната стабилност на валутния курс, произтичаща от въздействието на фундаменталните фактори и минимизиране на флукуациите по избраната траектория, така и към поддържането на рационално равнище на валутния резерв. През 1996 г. е възможно слабо реално поскъпване на лева към основните международни валути. Ще се опитаме обаче да не допуснем то да подкопае положителното салдо на търговския баланс и да намали валутния резерв до равнище,

застрашаващо провеждането на целенасочена валутна политика и обслужването на външния дълг.

Лихвената политика на БНБ също ще съдейства за поддържане контрола върху инфлацията. През 1996 г. се налага да се намали (доколкото е възможно) лихвената тежест върху кредитополучателите. В този смисъл може да се очаква понижаване на реално положителните лихвени проценти както по депозитите, така и по кредитите. Лихвеният диференциал между вложенията в левове и във валута също е необходимо да се намали, но да остане положителен.

Предвид създалата се в началото на 1996 г. обстановка БНБ няма да е в състояние да осъществи еднопосочно изменение на основния лихвен процент, както през 1995 г. Въпреки че след двете повишения достигнатото равнище от 49% е твърде далеч от средната лихва, въз основа на която са изчислени разходите на приетия държавен бюджет, БНБ ще остане консервативна в лихвената си политика. Тя няма да се поддава на натиск отвън за преждевременно намаляване на лихвите, преди за това да са налице необходимите предпоставки. Те се изразяват в достатъчно ниска инфлация, а също и в започване и решимост при провеждане на структурните промени, които коренно ще променят очакванията.

БНБ ще съдейства за създаването на условия за намаляване на спреда между лихвите по кредитите и депозитите. Главно направление за това е подобряване качеството на кредитния портфейл на търговските банки чрез събиране на вземанията, включително чрез замяна на дълг срещу собственост и обявяване в несъстоятелност на неплатежоспособните длъжници. Укрепването на финансовата дисциплина в националното стопанство ще се осъществява от БНБ при тясно взаимодействие с правилтелството.

За постигане на поставената антиинфлационна цел централната банка ще продължи да ограничава прираста на паричното предлагане. След наблюдаваното отслабване на реалното търсене на пари в началото на 1996 г. номиналното нарастване до размера на прогнозируемата инфлация на паричния агрегат „широки пари“, включващ парите извън банките и всички видове депозити, може да се окаже проинфлационно. В този смисъл се налага отново затягане на паричната политика на БНБ по отношение на паричното предлагане, като рестрикцията ще произтича както от изоставането му с 4 – 5 пункта от инфлацията, така и от очаквания реален прираст на БВП.

Регулирането на нарастването на паричното предлагане ще продължи да се осъществява чрез контрол върху изменението на резервните пари. За поддържане на движението им по предварително избраната траектория през 1996 г. БНБ ще използва различни парични инструменти. Отпускането на необезпечени кредити ще се компенсира с дефанзивни операции на открития пазар, така че общата ликвидност в икономиката да остане под контрол. За да се съхрани валутният резерв на страната до възстановяването на външното финансиране, изтеглянето на ликвидност

ще се наложи да се извършва изцяло на пазарен принцип, като лихвените проценти се определят така, че да осигурят равновесие на паричния пазар и първичните аукциони за държавни ценни книжа. В тези условия валутният курс ще бъде използван като допълнителен агрегиран показател за фина настройка на паричната политика: когато има натиск на валутния пазар за по-бързо обезценяване на лева, ще се налага затягане на паричната политика, а когато той се преодолее – ще има възможност за известно разхлабване.

Важно значение за управлението на резервните пари ще има въвеждането от февруари 1996 г. отчитане на минималните задължителни резерви на средномесечна основа. Търговските банки могат през отделни дни да ползват до 50% от задължителните си резерви, но следва да възстановят изискуемия средномесечен размер до края на периода на регулиране чрез депозирание в БНБ на свръхрезерви през други дни. Целта на това изменение е да се премахне използваният досега овърдрафт, който практически е извън контрола на БНБ, а също така на банките да се даде възможност по-гъвкаво да управляват своята ежедневна ликвидност. Още отсега е ясно обаче, че някои банки с трайни смущения в ликвидността няма да са в състояние да спазват новото условие за минималните задължителни резерви. За тях ще е целесъобразно постепенно да се отмени правото за ползване на част от минималните задължителни резерви, а необходимите им средства за поддържане на ликвидността да се отпускат като необезпечено рефинансиране. По този начин ще се намали броят на прилаганите парични инструменти и паричната политика на БНБ ще стане по-прозрачна.

През 1996 г. се очаква да продължи наблюдаваната през по-голямата част на 1995 г. тенденция към увеличаване на нетните чуждестранни активи на банковата система. Тя произтича от необходимостта страната да е нетен платец по външния дълг през следващите години. За 1996 г. съкращаването на нетните външни задължения на банките може да се оцени на около 250 млн. щ. д. При това допускане увеличението на вътрешния кредит ще изостава с около 3 процентни пункта от прираста на паричното предлагане.

Последният, съвместим с намаляването на инфлацията, както и необходимостта да се заделят достатъчно средства за поддържане на започналото оживление в националното стопанство ограничават ресурсите за банково кредитиране на касовия дефицит и на падежиращите се през годината главници по външния дълг. В рамките на разчетите по общата схема на финансовото програмиране те не могат да надвишават 4% от БВП. За да не се допусне разхлабване на паричната политика, се налага БНБ и правителството да разкрият допълнителни ресурси чрез създаване на условия за разширяване на небанковото финансиране, ускоряване на касовата приватизация и привличане на чуждестранни инвестиции.

Важно условие за провеждането на паричната политика през 1996 г. е финансирането на дефицита на държавния бюджет да се извършва изцяло

ло чрез емитиране на държавни ценни книжа, които да се реализират на пазарен принцип. Във връзка с натрупания вече значителен размер на вътрешния дълг БНБ ще търси съвместно с правителството възможности и схеми за ограничаване на неговото нарастване и намаляване на разходите по обслужването му. В създалата се обстановка това не може да се постигне чрез административно ограничаване на лихвените проценти. Само при решителни структурни промени биха възникнали пазарни предпоставки за тяхното свободно намаляване, а оттам – и за облекчаване на държавния бюджет и намаляване на неговия натиск върху паричната политика.

Кредитът за реалния сектор е разликата между вътрешния кредит и този за правителството. При условие че през 1996 г. потребностите на бюджета се ограничат до 4% от БВП, общият кредит за неправителствения сектор ще се намали в реално изражение с около 5%. В случай че кредитите във валута се съкратят в доларово изражение с около 100 млн. ш. д. (или 5%), реалното съкращаване на левовия кредит би било близо 3%. Той може да се счита за достатъчен за подкрепа на икономическия растеж в реалния сектор, доколкото след оздравителните мерки в националното стопанство ще са налице необходимите предпоставки за насочване на кредитните ресурси към жизнеспособни предприятия.

БНБ ще засили надзора върху търговските банки, като дейността ѝ ще се насочи не само към ограничаване размера на отпусканите несъбираеми кредити, но и към отстраняване на причините за това. Ще бъде създадена програма за седмично и месечно следене на паричните потоци в банките. След анализ на данните и разкриване тенденциите към изменение ще се прилагат мерки за въздействие по реда на банковия надзор. Ще се реализира проект за синхронизиране на отчетите по наредбите за банков надзор със счетоводните регистри на търговските банки и ще бъде създаден унифициран отчет по всички наредби. Ще продължи работата по системата за ранно предупреждение, която ще включва система от показатели за месечно наблюдение на търговските банки и единна система за оценка на тяхното състояние.

БНБ ще встъпва във функцията си на кредитор от последна инстанция само след като е оценила жизнеспособността на попадналата в затруднение търговска банка и е приела разработена от нея конкретна програма за оздравяването ѝ. Тя ще включва както мерки за подобряване събираемостта на вече отпуснатите кредити, така и ограничаване на новите и съкращаване на текущите и инвестиционните разходи. Отпускането на необезпечените кредити ще е временно и ще се извършва само при строго изпълнение на предвидената оздравителна програма. Отклоняването от нея ще води до още по-строги мерки, включително закриване на банката. В усложнените условия подобни мерки могат да имат по-силен ефект върху ликвидността и доверието в банковата система, отколкото промените в лихвените проценти.

По-нататъшното декапитализиране на търговските банки не само ще

продължи да ограничава възможностите за провеждане на антиинфлационна парична политика, но все повече застрашава цялата банкова система. Този проблем не може да се реши в рамките на прилагания от БНБ текущ банков надзор. Наложително е съвместно с правителството да се изпълнява оздравителната програма за цялата банкова система. Забавените и колебливи действия в тази насока могат да доведат до финансова дестабилизация с тежки икономически, социални и политически последици. Необходимите финансови ресурси за оздравяването на банковата система не могат да бъдат за сметка на БНБ, защото това ще има инфлационен ефект. Те следва да се включат в допълнителен структурен бюджет, за финансирането на който да се използват допълнителни източници, като небанково финансиране, приходи от приватизацията, външно финансиране.

Като част от общата оздравителна програма за банковия сектор БНБ ще съдейства за създаването и функционирането на Агенция за събиране на вземанията. Чрез нея най-големите губещи държавни предприятия трябва да бъдат изолирани от банките, за да престанат да прехвърлят загубите си върху тях. Техните необслужвани кредити също следва да бъдат прехвърлени за събиране в агенцията, а търговските банки да получат държавни ценни книжа с пазарна доходност. По този начин може да бъде направена сериозна крачка към решаването както на вече натрупаните, така и на текущите проблеми по подобряване качеството на кредитните портфейли на търговските банки.

Особено важно значение за изпълнението на оздравителната програма за банковия сектор ще има развитието на законовата и нормативната база. БНБ ще участва активно в нейното разширяване и допълване за създаване на законови условия за истинско реструктуриране на банковия сектор. Тя ще подготви предложения относно опростяване и повишаване ефективността на законовите процедури по обявяване в несъстоятелност, получаване и реализиране на залози и обезпечения и други процедури за принудително събиране на вземания. БНБ ще усъвършенства редица вече приети наредби за регулиране на банковата дейност: Наредба № 3 за плащанията, Наредба № 7 за големите и вътрешните кредити, Наредба № 8 за капиталовата адекватност на банките, Наредба № 9 за класифициране на кредитите и образуване на задължителните специални резерви (законови провизии) от банките, Наредба № 10 за вътрешния контрол в банките, Наредба № 11 за ликвидността на банките. БНБ ще участва в разработването на закон за застраховане на депозитите, който ще замести действащата в момента наредба на БНБ в тази област.

За подпомагане на паричната си политика БНБ ще съдейства на компетентните ведомства и органи за нормативно регламентиране и практическо изграждане на първичния и вторичния капиталов пазар у нас на основата на законодателството за ценните книжа, фондовите борси и инвестиционните фондове. Това би имало положителен ефект не само за ускоряване на приватизацията, но и за укрепване на пазарните принципи

при функционирането на банковия сектор.

През 1996 г. политиката на БНБ ще бъде насочена към създаване и поддържане на условия за сключване на споразумения с Международния валутен фонд и Световната банка. Необходимостта от това произтича до голяма степен от трудностите, свързани с обслужването на външния дълг при липсата на външно финансиране. Прогнозата за основните макроикономически параметри не дава достатъчно основания да се очаква, че през 1996 г. ще продължи притокът на краткосрочен капитал в страната в размерите, наблюдавани през 1995 г. През 1996 г., а и през следващите 1 – 2 години подкрепата от официални източници за платежния баланс наистина може да се окаже решаваща за поддържането на валутния резерв на равнище, позволяващо без проблеми да се посрещат външните плащания.

Същевременно подписването на споразуменията ще мобилизира страната за бързо и последователно изпълнение на цялостна програма, която ще осигури благоприятни условия за функционирането на реалния и банковия сектор, за намаляване на инфлацията до едноцифрен размер и в средносрочна перспектива до траен стопански растеж. В тази обстановка България значително ще подобри своя икономически и финансов имидж, ще възстанови достъпа си до международните капиталови пазари, ще се разшири притокът на чуждестранни инвестиции. С тях ще може да се финансира вносът на повече високотехнологични стоки с инвестиционно предназначение и допълнително ще се стимулира стопанско развитие по неинфлационен път.

Запазването и укрепването на финансовата стабилност в страната зависи не само от паричната политика на БНБ, но и от вграждането ѝ в общата програма за решителна структурна промяна в реалния и банковия сектор. Само започването на дълбоки структурни промени в областта на приватизацията и налагането на финансова дисциплина на всички икономически и финансови агенти може да създаде необходимите предпоставки за по-нататъшно устойчиво снижение на инфлацията чрез умерено рестриктивна парична и фискална политика.



Развитие на паричната политика на Унгарската национална банка

Габриела Теши

Габриела Теши е старши съветник и асистент на главния управител на Унгарската национална банка.

След 1990 г. подобно на другите страни в преход в унгарската икономика бяха осъществени значителни пазарни реформи. Те доведоха до: съществена промяна в структурата на собствеността в икономиката; цялостно пренасочване на външноикономическите отношения, предизвикано от загубата на традиционните пазари; възникване на свободен търговски режим, съчетан с постепенно либерализираща се валутна система (пълна конвертируемост по текущите плащания и значителна, макар и не цялостна либерализация на капиталовите трансфери след 1996 г.); премахване на административния контрол върху формирането на цените и заплатите, реформа на държавните финанси и на някои елементи от системата за социално осигуряване.

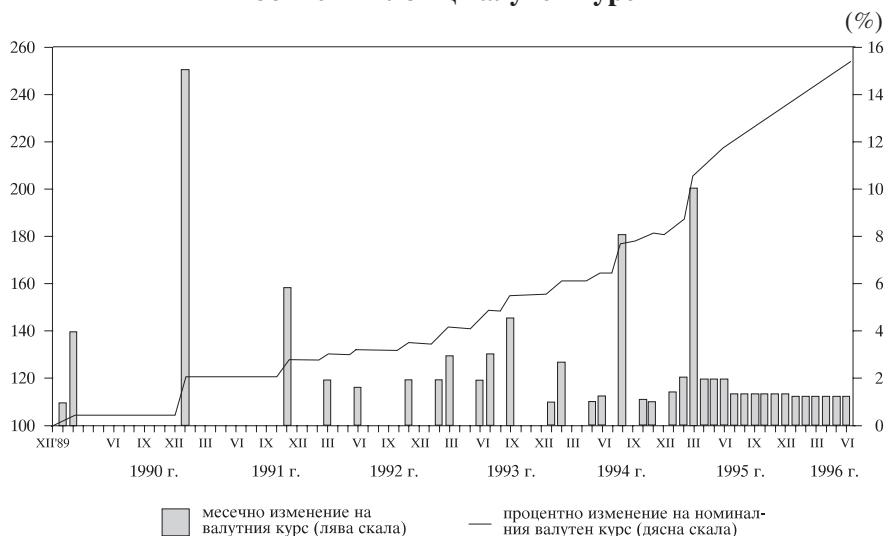
В резултат на настъпилите промени развитието към пазарно стопанство значително се ускори. Въпреки това в някои отношения (приватизация, реформа на системата за социално осигуряване и др.) преходът се оказва значително по-труден и изискващ повече време, отколкото се предполагаше. През периода 1990 г. – 1992 г. икономическите показатели бяха по-ниски от очакваните. След няколко години, характеризиращи се с намаляване на БВП, причинено главно от самия преход, през 1994 г. стопанството отново започна да се съживява най-вече поради увеличаващото се вътрешно търсене и преди всичко поради по-големия бюджетен дефицит.

Оживлението в икономиката беше придружено от задълбочаване на външните и вътрешните диспропорции през 1993 г. и 1994 г. Те се дължаха донякъде и в намаляваща степен на външни фактори като рецесията, но в немалка степен бяха предизвикани от увеличаващия се бюджетен дефицит и ограничения контрол върху обществените разходи. Същевременно след 1993 г. вътрешното търсене продължи да нараства, задълбочавайки несъответствието между спестяванията на местните стопански агенти и потребностите от финансиране, в резултат на което външният дълг се увеличи по-бързо от очакваното.

Поради това през март 1995 г. правителството реши да въведе стабили-

Графика 1

Изменение на валутния режим: от фиксиран към предварително обявен пълзящ валутен курс



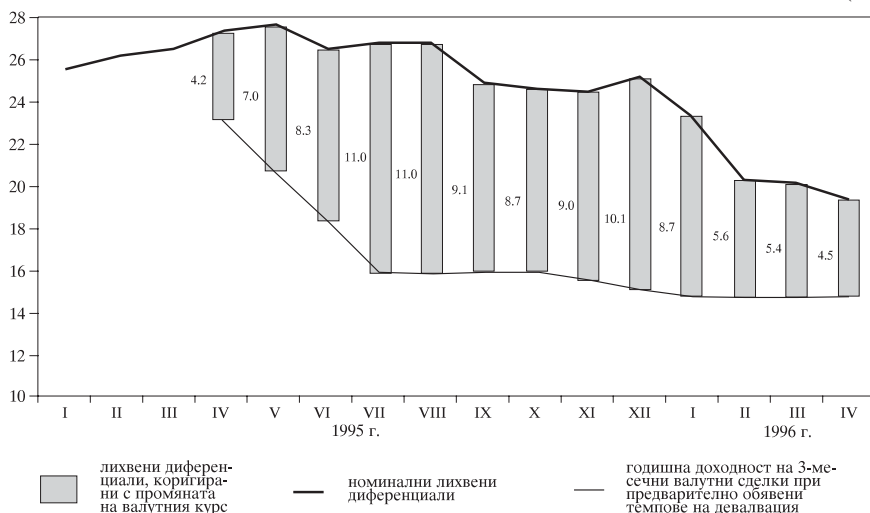
зационен пакет, чиито основни цели бяха: засилване конкурентоспособността на унгарските стоки на външния и вътрешния пазар и съответно към по-бързо нарастване на износа и по-бавно увеличаване на вноса; намаляване на бюджетния дефицит чрез съкращаване на разходите, като по този начин се създава по-благоприятна стопанска среда за предприятията за ползване на кредити и осъществяване капиталови инвестиции, т. е. за ускоряване на модернизацията и реструктурирането на икономиката.

Унгарският форинт беше девалвиран с 9% спрямо кошница от две валути (състояща се от 30% щ. д. и 70% ЕКЮ) и бе въведен предварително обявен пълзящ валутен курс (pre-announced crawling peg) с месечен темп на девалвация от 1.9% за остатъка от първото полугодие, 1.3% за втората половина на 1995 г. и 1.2% за 1996 г.

Въвеждането на режим на плаващ вместо на пълзящо индексирания валутен курс би било много по-рисковано: необвързаните валутни курсове в един толкова малък пазар като този на унгарския форинт биха довели дори и за кратко време до значително подценяване на националната валута, до инфлация на разходите и постоянно засилване нестабилността на валутния курс. Възстановяването на външноикономическото равновесие ще се съпътства с много по-големи трусове, което само по себе си би било шок за икономиката. Същевременно старата институционална уредба и финансови инструменти не бяха подходящи за управление на валутния риск, тъй като пазарът на валутни фючърси започна да оперира едва пре-

Номинални лихвени диференциали

(%)



* Доходност на тримесечни съкровищни бонове, деноминирани в унгарски форинти – среднопретеглена тримесечна доходност на сделките в щатски долари и ЕКЮ (структура на коинцидата – 30% USD, 70% ECU).

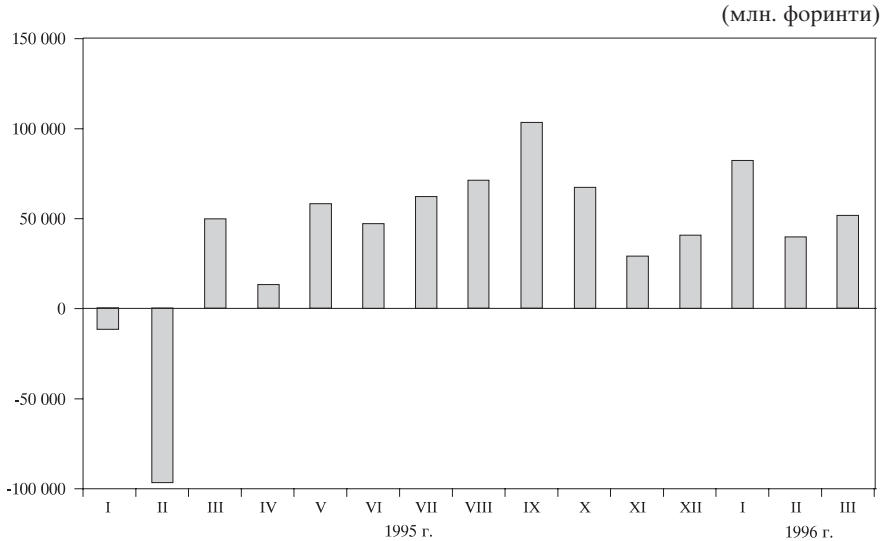
ди три години. За малки страни с отворени стопанства като Унгария отрицателните въздействия на режима на плаващ валутен курс все още са валидни.

До въвеждането през март 1995 г. на стабилизационната програма Унгарската национална банка (УНБ) преследваше с променящ се приоритет две крайни цели – платежния баланс и инфлацията. Тъй като режимът на пълзящо индексирания валутен курс поставя определени ограничения пред фискалната политика и политиката на доходите, паричната политика бива улеснена при борбата ѝ с инфлацията. Същевременно външноикономическото равновесие в значителна степен се влияе от бюджетния дефицит. По този начин при прилагането на режим на пълзящ валутен курс паричната политика има само една крайна цел – ограничаване на инфлацията. Лихвените проценти до голяма степен са предопределени от предварително обявения темп на девалвация и централната банка има за цел да поддържа подходящи лихвени диференциали. Въпреки че в момента лихвените проценти в страната са по-високи от определените от пълзящия валутен курс, УНБ не желае да ускори процеса на намаляване на лихвения процент, предлагайки евтини пари.

Механизмът на предварително обявения пълзящо индексирания валутен курс постави през 1995 г. и 1996 г. нова рамка от цели и условия пред паричната политика. Единствената междинна задача е задържането на но-

Графика 3

Валутни интервенции на УНБ на междубанковия паричен пазар

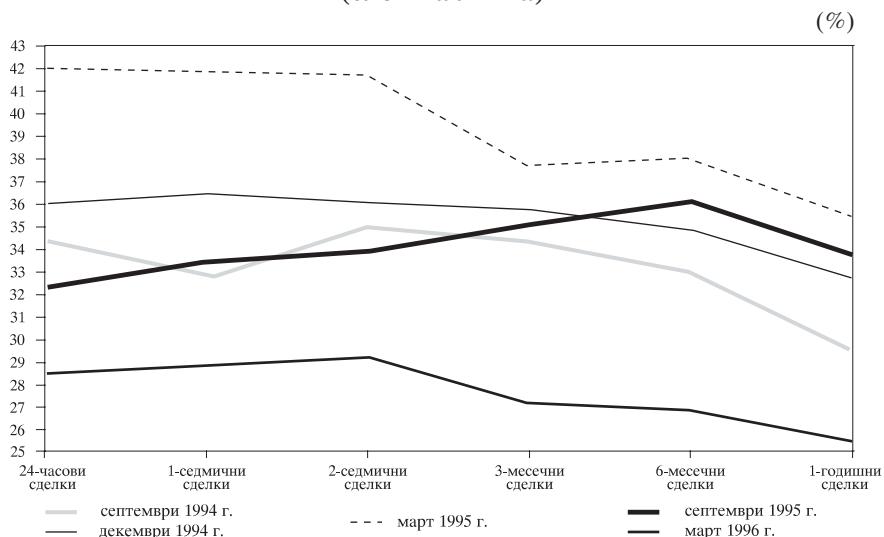


миналния валутен курс в съответствие с предварително определената му траектория. Това е и сигналът, който централната банка отправя към реалния сектор, че инфлацията ще бъде удържана в съответствие с предварително обявения темп на обезценяване на националната валута.

Като негативна последица от прилагането на новия режим възникна проблемът за стерилизиране на излишната ликвидност. При пълзящ валутен курс валутният риск лесно може да бъде прогнозиран в рамките на зададен период. Тъй като за кратко време инфлацията и вътрешният лихвен процент се задържаха високи, а темпът на обезценяване силно спадна, несъответствието между лихвените проценти на вътрешния и световния пазар нарасна значително. Това предизвика процес на замяна на наличностите в чуждестранна валута с унгарски форинти, засили притока в страната на чуждестранна валута, в резултат на което централната банка чрез интервенции на пазара увеличи паричното предлагане. Валутният курс се движеше близо до долната граница на обявената траектория на обезценяване и УНБ непрекъснато продаваше форинти.

Основните използвани инструменти за стерилизиране на излишната ликвидност сега са репосделките и операциите на открития пазар. УНБ обаче не разполага с подходящ портфейл от ценни книжа (нито като количество, нито като качество, т. е. ценни книжа с подходяща доходност и падеж), за да извършва мащабни крайни продажби на ценни книжа. Подобряващата се координация между институциите, отговорни за управле-

Динамика на кривата на доходността, 1994 – 1996 г. (сложна лихва)



нието на държавния дълг, и УНБ ще позволи на централната банка да формира подходящ портфейл и да оперира само в онези сегменти на паричния пазар, в които правителството не участва.

Ликвидността на унгарския форинт доведе до драстично намаляване търсенето на рефинансиране от централната банка и до оттегляне от репо- и суоп операциите. Едновременно с това продължиха да намаляват обемът на дългосрочното рефинансиране чрез предоставяне на кредити и депозитите в чуждестранна валута, което съответстваше на намеренията на централната банка за ограничаване на паричното предлагане.

Постепенно се промени характерът на репосделките. Основен принцип на УНБ е да ограничава интервенциите си на открития пазар до операции с много кратък падеж. Намесата на централната банка би трябвало във възможно най-малка степен да влияе върху търсенето и предлагането на капиталовия пазар. Това предполага, че УНБ ще интервенира само в ограничен брой случаи, предоставяйки на пазара да определи адекватните лихвени равнища и доходността.

Изключително важен въпрос на паричната политика е до каква степен УНБ да неутрализира излишната ликвидност и в каква степен да допусне намаляване на лихвения процент, без това да се отрази неблагоприятно върху вътрешните спестявания. В момента равнището на лихвения процент по финансовите активи със срок на падежа от една година се оценява като достигнало равновесната си точка.

Освен пълзящия валутен курс през март 1995 г. бе въведена и временна допълнителна импортна такса от 8%. Намалени бяха разходите за обществената администрация, образованието и здравеопазването и бяха взети мерки за намаляване на заетостта в обществения сектор.

Въздействието на стартиралата през март стабилизационна програма се изрази в постепенното възстановяване на макроикономическото равновесие и продължилото нарастване на БВП с 1.5% през 1995 г. (при растеж от 2.9% през 1994 г.). От началото на второто тримесечие на 1995 г. прирастът на износа превишаваше този на вноса във все по-голяма степен (в сравнение със същия период на предходната година). След април 1995 г. дефицитът по текущите плащания започна да намалява и през второто тримесечие беше по-нисък в сравнение с предходната година.

През 1995 г. бюджетният дефицит възлезе на 6.5% от БВП, а потребностите от финансиране на обществения сектор (нето) спаднаха в сравнение с предходната година до 1.8% от БВП. Бюджетният дефицит бе по-малък с около един пункт: първичното салдо се характеризираше с около 3% излишък, но бюджетните плащания по обслужването на дълга бяха по-големи, отколкото през 1994 г.

През 1995 г. средните брутни доходи нараснаха с 16.8%, но реалните доходи на глава от населението спаднаха с около 12%. Това се дължи на драстичните съкращения на обществените разходи, ограниченията върху прираста на работната заплата в предприятията с преобладаващо държавно участие и промените в данъчното законодателство.

През периода 1991 г. – 1993 г. броят на регистрираните безработни се увеличи значително и след като към края на 1993 г. достигна връхната си точка от 13.4%, в края на декември 1995 г. спадна на 10.4%. В един по-продължителен бъдещ период броят на безработните вероятно ще нараства, тъй като съкращенията на персонала в бюджетните учреждения ще продължат, а производителността на труда в промишлеността и другите сектори на общественото производство ще се увеличава.

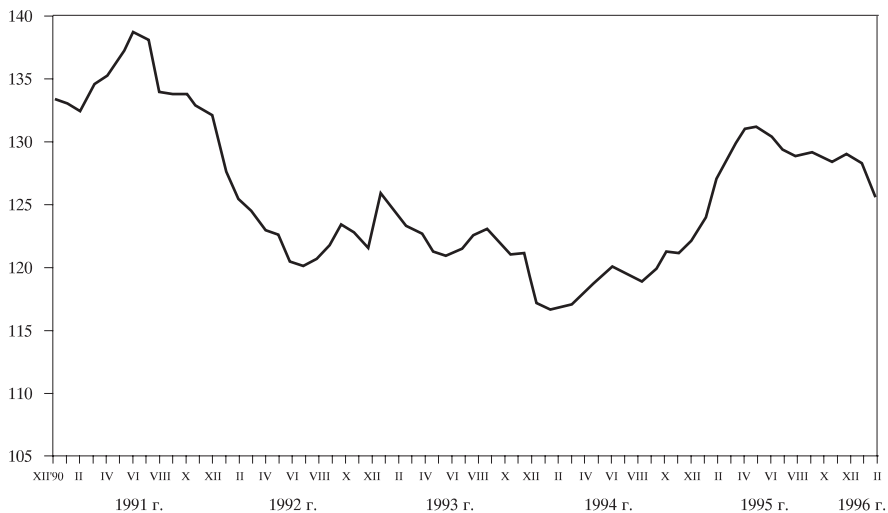
През 1995 г. нарастването на потребителските цени е 28.2%, докато през 1994 г. бе 19%. През втората половина на 1994 г. инфлацията се засили, като тенденциите се запазиха и през първото шестмесечие на 1995 г. Увеличението на инфлацията се дължи предимно на нарасналото търсене, но също и на отлаганото повишаване на цените на енергията, значителната девалвация на националната валута и въвеждането на допълнителна импортна такса. Временното ускоряване на инфлацията беше допуснато умишлено с цел възстановяване на външноикономическото равновесие. Прирастът на цените на потребителските стоки през юни достигна спрямо същия месец на предходната година 31%, след което месечният темп на инфлацията значително се забави (28% през декември).

Лихвените проценти започнаха да следват предварително обявените темпове на обезценяване на националната валута, като намаляваха с известно закъснение поради бавно изграждащото се доверие и несъвършенството на паричния и капиталовия пазар. Въпреки това централната

Графика 5

Индекс на потребителските цени

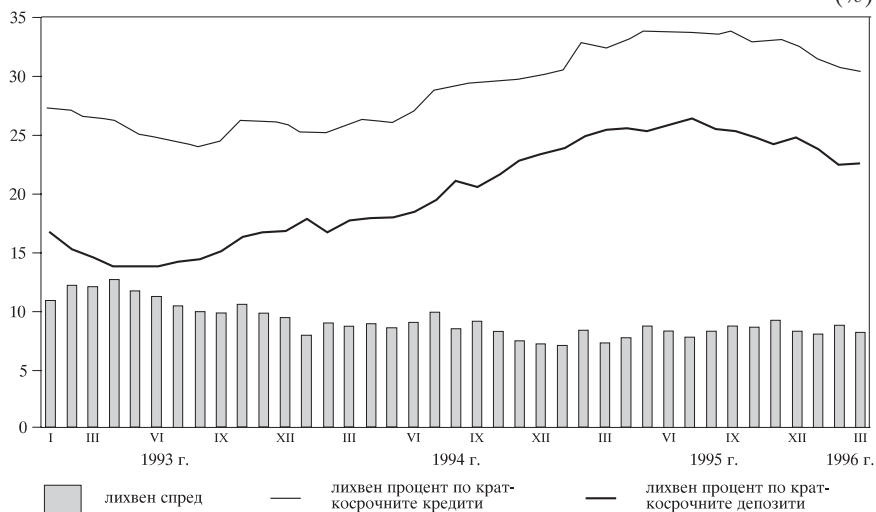
(същият месец на предходната година = 100, %)



Графика 6

Спред между лихвения процент по краткосрочните (до една година) кредити и депозити

(%)



банка не би следвало да предприема никакви предварителни мерки за намаляване на лихвения процент, предлагайки евтини пари.

До края на 1996 г. правителството ще продължи да прилага икономическата си политика, насочена към стабилизация и създаване на предпоставки за устойчив стопански растеж. Според Закона за държавния бюджет за 1996 г. бюджетният дефицит ще намалее до около 4% от БВП. Намерението на правителството е да задържи дефицита по текущите плащания под 2 млрд. ш. д. (поради притока на преки чуждестранни инвестиции той може да бъде дори и по-нисък) и да намали годишния размер на инфлацията до около 20%. През текущата година реалните доходи и потреблението на домакинствата ще продължат да спадат, но капиталовите инвестиции ще бележат прираст. Очаква се БВП да се увеличи с около 2%.



Общ преглед на паричната политика на Полската народна банка през 90-те години

Збигнев Полански

Збигнев Полански е старши икономист в управление „Икономически изследвания“ при Полската народна банка.

В началото на 90-те години полското правителство започна стабилизационна програма, която отбеляза началото на нова икономическа политика. Един от най-важните компоненти на този пакет засягаше управлението на паричната политика от страна на централната банка. През 1990 г. Полската народна банка (ПНБ) започна да провежда антиинфлационна политика, която подпомагаше развитието на пазарните механизми. По същество ПНБ продължава да следва тази политика, макар че, както би могло да се очаква, с времето тя се разви главно в резултат на промените във финансовата система и на възникването на нови икономически проблеми.

Главни черти на паричната политика през 90-те години

С цената на известно опростяване може да се твърди, че новата политика на ПНБ се свежда накратко до четири главни пункта: инфлацията е крайна цел на паричната политика; паричното предлагане е междинна цел; реално положителни лихвени проценти; международна либерализация на валутния курс като важен инструмент на паричната политика. Във всички тези четири аспекта развитието през 90-те години съществено се отличава от предишния опит на Полша.

Инфлацията като крайна цел. През януари 1989 г., т. е. в края на комунистическото управление в Полша, беше приет Закон за ПНБ. Той регламентира, че „дейността на ПНБ има за цел специално подкрепата на полската национална валута“. От есента на 1989 г. тази мъглява формулировка на главната задача на централната банка се тълкува от управляващите банката като задължение на ПНБ да намалява темпа на инфлация.

Паричното предлагане като междинна цел. ПНБ постига намаляване темпа на инфлация, като контролира паричното предлагане. Тъй като

Таблица 1

Развитие на полската икономика, 1989 – 1995 г.

(процентно изменение спрямо предходната година)

Показатели	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995*
БВП	0.2	-11.6	-7.0	2.6	3.8	5.2	7.0
Частно потребление	-0.3	-15.3	6.3	2.3	5.2	4.3	4.9
Инвестиции	-2.1	-10.6	-4.4	2.3	2.9	9.2	19.0
Износ	2.6	15.1	-1.7	10.8	3.2	13.1	10.0
Внос	4.3	-10.2	29.6	1.7	13.2	11.3	13.0
Безработица	-	6.3	11.8	13.6	16.4	16.0	14.9

* По предварителни данни.

Източник: Централен статистически институт.

през 80-те години полската икономика показваше много високо равнище на доларизация, ПНБ първоначално си поставяше за цел агрегат на паричното предлагане, който изключваше депозитите в чуждестранна валута (т. нар. агрегат на „вътрешно парично предлагане“). Обаче от 1991 г. „общото парично предлагане“ (т. е. агрегатът M2) стана изрична-та междинна цел на ПНБ.

Реално положителни лихвени проценти. От началото на първата половина на 70-те години в Полша се наблюдаваха реално отрицателни лихвени проценти, които достигнаха в края на 80-те най-ниските си стойности (вж. таблица 5). През същия период заемите, отпускани от централната банка за финансиране на бюджетния дефицит, имаха нулев реален лихвен процент.

При тези условия не е изненадващо, че лихвената политика трябваше коренно да се промени. През 90-те години това доведе до редица политически трусове.

Международна либерализация на валутния курс. Един от ключовите компоненти на новата политика в Полша, започната в края на 1989 г., беше либерализацията на валутните ограничения. Като следствие от това ролята на валутния курс за икономическата политика изобщо и на паричната политика в частност се увеличи.

През януари 1990 г. Полша въведе т. нар. вътрешна конвертируемост на злотата, която действаше до 1995 г. От юни с. г. страната официално спазва член VIII на Устава на МВФ. През 1996 г. продължава либерализирането на валутните ограничения в съответствие с предложенията, направени от ОИСР, като целта на Полша е след няколко месеца да се присъедини към организацията. Очаква се, че около 2000 г. ще бъде постигната пълна конвертируемост на злотата.

Що се отнася до валутната политика, трябва да се каже, че тя премина през три ясно обособени фази: 1) от началото на 1990 г. до средата на октомври 1991 г. валутният курс служеше като номинална котва за

Таблица 2

Инфлация и парично предлагане в Полша, 1989 – 1995 г.

(процентно изменение спрямо предходната година)

Показатели	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
Инфлация							
Индекс на потребителските цени ¹	640.3	249.3	60.4	44.3	37.6	29.5	21.6
Дефлатор на БВП	298.5	480.1	55.3	38.5	30.5	28.4	25.0 ³
Парично предлагане							
Агрегат M2, общо	527.3	157.9	47.4	57.5	36.0	38.2	34.9
Вътрешно ²	190.5	396.3	64.8	57.2	28.8	38.7	50.2

¹ Декември на съответната година спрямо декември на предходната година.² Общият размер на паричното предлагане (M2) не включва предлагането на чуждестранна валута.³ По оценки на Полската народна банка.*Източник: Централен статистически институт и Полска народна банка.*

инфлацията, като се следваше политика на фиксиран валутен курс;¹ 2) в резултат от силното обезценяване на реалния валутен курс на злотата през есента на 1991 г. беше въведен режим на предварително обявявано пълзящо фиксиране на валутния курс, който имаше за цел да стабилизира валутния курс; 3) от средата на май 1995 г. се прилага системата на „плаване в коридор“: злотата може да се колебае от +/- 7% около централния валутен курс, котиран от ПНБ по механизма на пълзящото фиксиране.

Макроикономическото развитие след 1990 г.

Нека се спрем накратко на развитието на реалната икономика и след това на паричната политика, като имаме предвид, че проследяваните в таблици 1 и 2 тенденции не са резултат единствено от действията на централната банка.

Реален сектор. Първата таблица показва, че след началото на икономическата рецесия (1990 – 1991 г.) главно в резултат на стабилизационната програма и разпадането на Съвета за икономическа взаимопомощ (СИВ) полската икономика започна възходящо развитие. През 1994 г. и

¹ В тази фаза могат да бъдат различени два периода: а) от януари 1990 г. до средата на май 1991 г. злотата беше административно фиксирана спрямо щатския долар; б) от май до средата на октомври 1991 г., когато валутният режим започна да се определя по кошница от пет валути (щатски долар 45%, германска марка 35%, английска лира 10%, френски франк 5%, швейцарски франк 5%). Структурата на кошницата отразяваше структурата на плащанията в полската външна търговия. Тази кошница все още е в сила.

Таблица 3

Структура на паричното предлагане в Полша през 1989 и 1995 г.

	(%)	
Показатели	1989	1995
Парично предлагане (M2), общо	100.0	100.0
Парично предлагане на злоти	27.5	79.6
Пари в обращение ¹	10.3	18.7
Депозити в злоти на нефинансовия сектор	17.2	60.8
Домакинства	9.0	38.0
Реална икономика	8.2	22.8
Депозити в чуждестранна валута на нефинансовия сектор	72.5 ²	20.4
Домакинства	48.8	18.9
Реална икономика	23.7	1.5

Забележка: Сборът от процентите не прави 100 поради грешки при закръгляването ил.

¹ С изключение на касовите наличности.

² Използван е валутен курс 1 щ. д. = 9.500 злоти.

Източник: Полска народна банка.

1995 г. (и вероятно през 1996 г.) полската икономика беше сред най-бързо развиващите се в Европа.

Ако не се отчита безработицата (въпреки известно намаление от 1994 г. насам според европейските стандарти тя все още е доста висока), развитието на реалната икономика би могло да се опише като успех. Нашата оценка обаче не може да бъде толкова еднозначна, ако се вземат предвид явленията във финансовата сфера.

Финансова сфера. Както се вижда от таблица 2, темпът на инфлация в Полша е все още висок и нарастването на паричната маса е голямо, макар че то също така е следствие от повишеното реално търсене на пари.

Полша навлезе в 90-те години с много силен инфлационен натиск, граничещ с хиперинфлация. Програмата за стабилизация определено снизи темпа на инфлация, но въпреки последователната политика все още съществуват сериозни препятствия пред намаляването на инфлацията под 20% годишно. Повече от 20 години темповете ѝ бяха много големи и я вкорениха дълбоко в полското общество. Много от действията на правителството, като например административно определяните цени или политиката на защита на селското стопанство, допълнително подклаждаха инфлация. При тези обстоятелства не е изненада, че паричното предлагане бързо се увеличава. Както се вижда обаче от таблица 3, доверието в полската национална валута нараства въпреки споменатите по-горе проблеми с намаляването темпа на инфлация.

През 90-те години се наблюдава ясно изразена промяна в структурата на паричното предлагане. В края на 1989 г. сметките в чуждестранна ва-

Таблица 4

Източници на паричното предлагане в Полша, 1990 – 1996 г.

(%)

Показатели	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996 ²
Всичко	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
Външни активи, нето ¹	46.0	-2.7	25.9	17.5	32.9	58.5	49.2
Задлъжнялост на общественя сектор, нето	-12.3	36.9	48.3	47.0	37.3	3.7	17.6
Кредити за предприятия и домакинствата	66.2	65.8	25.8	35.4	29.9	37.8	33.2

Забележки: „Нетен баланс на други показатели“ пропуснат.

Сборът от процентите не прави 100 поради грешки при закръгляването ил.

¹ Баланс на външните вземания и задължения на полската банкова система.

² Януари – април.

Източник: Полска народна банка.

лута бяха не повече от 20% (като през 1996 г. ролята на чуждестранните валути продължи да намалява). Тези цифри вероятно най-добре показват засилващото се доверие в полската злота, което е следствие главно на стабилизационната политика на ПНБ, провеждана от началото на 1990 г.

Еволюция на паричната политика

Най-значителните проблеми пред централната банка през 90-те години ще се открият, като се анализират източниците на паричното предлагане.

Източници на парично предлагане. Както е добре известно от икономическата теория, паричното предлагане в малка отворена икономика с административно (или полуадминистративно) управляван валутен режим е резултат на вътрешни и външни източници.² Това предлагане, т. е. вътрешната кредитна експанзия (вътрешните активи) се състои от: а) вътрешния кредит от банки (заеми за нефинансовия сектор (домакинства и предприятия); б) банкови заеми за правителствения (публичен) сектор. Последният компонент, т. е. чистите външни активи (валутните резерви), е следствие от дисбаланс по текущата и капиталовата сметка на платежния баланс.

Таблица 4 използва тази макрорамка и показва, че съществуват три основни еволюционни етапа на източниците на парична наличност в Полша през разглеждания период: а) годините 1990 – 1991 г., когато банковите кредити за нефинансовия сектор бяха доминиращ източник на парично предлагане; б) 1992 – 1994 г., когато ключовата роля принадлеже-

² Вж. например Теоретични аспекти на съставянето на програми за реструктуриране, подпомагани от МВФ. Международен валутен фонд. Вашингтон, 1987 г., с. 3.

ше на бюджетния дефицит; в) 1995 г. и първите месеци на 1996 г., когато паричното предлагане е следствие предимно на увеличение на валутните резерви. Без съмнение различаването на тези три периода е до известна степен произволно – някои от факторите, създаващи парично предлагане, очевидно се припокриват през отделни години, както например в

Таблица 5

**Основен лихвен процент на Полската народна банка,
1989 – 1995 г.**

Показатели	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
Номинална лихва	61.3	103.8	53.9	39.0	35.4	33.7	31.5
Реална лихва, дефлирана с: потребителските цени ¹	-78.2	-41.6	-4.0	-3.7	-1.6	3.2	8.1
цените на производител ¹	-78.6	-30.4	13.4	5.7	-1.2	4.5	10.6

Забележка: Основният лихвен процент тук се разбира като среден годишен лихвен процент върху кредитите по рефинансирането на Полската народна банка.

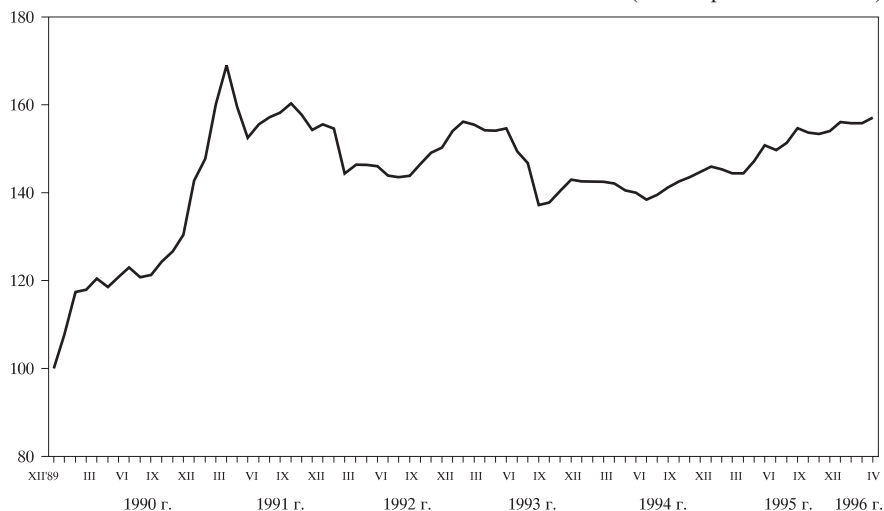
¹ Декември същата година към декември предходната година.

Източник: Полска народна банка и Централен статистически институт.

Графика 1

**Реален ефективен валутен курс на злотата,
1989 – 1996 г.**

(декември 1989 г. = 100)



Източник: Полска народна банка.

Таблица 6

**Бюджетен дефицит и вътрешен държавен дълг в Полша,
1989 – 1995 г.**

(процент от БВП, ако не е посочено друго)

Показатели	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
Бъджетен дефицит (-) или излишък (+)	-3.0	0.4	-3.8	-6.0	-2.8	-2.7	-2.6
Вътрешен държавен дълг	-	12.6	16.1	21.1	23.1	24.1	21.4
Източници за финансиране на вътрешния държавен дълг ¹							
Полска народна банка	-	25.0	29.6	42.3	38.6	35.4	16.7
Търговски банки	-	66.7	59.6	54.2	56.3	56.5	66.3
Небанков сектор	-	8.3	10.7	3.5	5.2	8.1	17.0
Вътрешен държавен дълг, всичко	-	89.9	80.6	85.3	86.0	69.9	57.3

Забележка: БВП за 1995 г. е по оценки на Полската народна банка.

¹ Сборът от процентите не прави 100 поради грешки при закръгляването и.м.

Източник: Министерство на финансите и Централен статистически институт.

случая на банков кредит за нефинансовия сектор и държавния бюджет през 1991 г. или увеличаването на валутните резерви през 1994 г.

Кредитна експанзия през 1990 – 1991 г. Както бе посочено по-горе, началото на десетилетието съвпадна с въвеждането на нова парична политика. Както обаче показва таблица 2, въпреки използването на стабилизационни мерки през целия разглеждан тук период инфлацията и паричното предлагане продължиха да нарастват с много високи темпове.

Главната причина за това е двояка: увеличението на паричното предлагане и силната инфлация бяха предизвикани едновременно от кредитната експанзия и валутната политика, която доведе до прираст на валутните резерви през 1990 г. Нека отбележим, че през с. г. държавният бюджет приключи с излишък, което показва, че по това време той действа като фактор, намаляващ натиска на паричното предлагане.

Стабилизационната програма през 1990 г. имаше за цел да ограничи растежа на кредитното предлагане. Започната бе нова лихвена политика, увеличени бяха изискванията за минимални задължителни резерви до много високи равнища и в средата на 1990 г. в условията на неразвит паричен пазар като допълнителен инструмент на паричната си политика централната банка въведе операции на открития пазар срещу краткосрочни облигации на ПНБ (тъй като липсваха такива на МФ). Тези инструменти не намалиха съществено кредитната експанзия и през есента на 1990 г. централната банка изрично въведе кредитни тавани, т. е. една чисто административна мярка.

От таблица 5 се вижда, че важен фактор за силната кредитна експанзия през 1990 – 1991 г. са били лихвените проценти, които са отрицател-

ни в реално изражение. Таблицата обаче показва данните *ex post*, докато всъщност реалният лихвен процент е понятие *ex ante*, т. е. той взима предвид очакваната инфлация. Напълно очевидно е, че очакваните реални лихвени проценти за повечето икономически агенти бяха положителни през 1990 г., макар че сега това би било трудно доказано емпирично на страничен наблюдател, който е бил пряк свидетел на прилагането на която и да е стабилизационна програма.³

Главната причина за кредитната експанзия през 1990 – 1991 г. произтича от факта, че въпреки банковата реформа от 1989 г., както по времето на социализма, повечето кредити се предоставяха от държавни банки на големи държавни компании, поради което стопанските агенти не промениха съществено поведението си. Въпреки високите лихвени проценти държавните предприятия искаха и получаваха нови кредити, без банките да анализират задълбочено кредитоспособността им, макар стопанството да вървеше към рецесия.

Втората причина за голямото увеличение на паричното предлагане през 1990 г. е свързана с външнотърговските отношения. Както може да се види от таблица 1, през 1990 г. износът се увеличи рязко, а вносът силно намаля. Това доведе до положително външнотърговско салдо и положително салдо по текущата сметка на платежния баланс. Валутните резерви неочаквано се увеличиха и станаха важен източник на паричното предлагане.

Тези резки промени във външните отношения бяха до голяма степен резултат на валутната политика. През 1990 г. и по-голямата част от 1991 г. Полша следваше политика на фиксиран валутен курс. Преди обаче да бъде фиксирана злотата, тя бе неколkokратно и чувствително девалвирана, което сега се оценява като прекалено радикална мярка, допринесла за високата инфлация през 1990 г.

Тъй като полската парична единица беше фиксирана за твърде дълъг период, въпреки еднократната ѝ девалвация през 1991 г. в реално изражение тя поскъпна значително (вж. графика 1), което през с. г. доведе до отрицателно външнотърговско салдо и дефицит на текущата сметка, така че тогава валутните резерви на страната спаднаха (вж. графика 2).

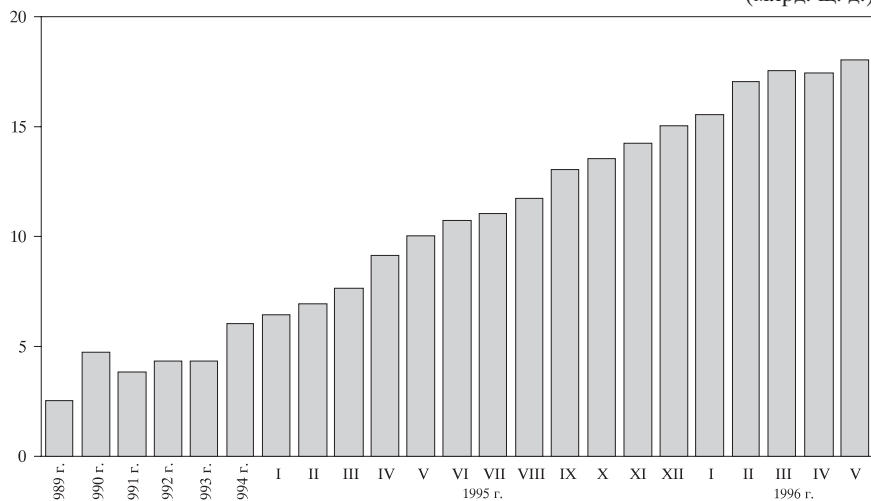
Бюджетен дефицит през 1992 – 1994 г. През следващите три години главният източник на пари бе бюджетният дефицит, който основно се финансираше от банковия сектор – както от централната, така и от търговските банки. Годината 1992 бе особено драматична, след като дефицитът

³ Трябва също така да отбележим, че лихвените проценти в таблица 5 са средногодишни. Това силно изкривява картината, защото номиналните лихвени проценти бяха намалявани всеки месец през първата половина на 1990 г. В случаите на рефинансиране от ПНБ лихвеният процент достигна 432% през януари 1990 г. (в годишно изражение). През втората половина на 1990 г. и през 1991 г. новият лихвен процент също често е променян и едва след 1992 г. промените му станаха редки.

Графика 2

Брутни валутни резерви на Полша, 1989 – 1996 г.

(млрд. щ. д.)



Източник: Полска народна банка.

достигна 6% от БВП. През следващата година състоянието на бюджета се подобри значително. Всъщност, ако изключим разходите по държавния дълг (т. е., ако изчислим т. нар. първичен дефицит), оттогава досега държавният бюджет би имал положително салдо.

Въпреки подобрението таблица 4 показва, че през 1993 г. и 1994 г. дефицитът на държавния бюджет продължава да бъде основен източник на парично предлагане. Полският външен сектор все още е твърде слаб, макар през 1994 г. да показва значително подобрение, особено в резултат на неотчетени външнотърговски сделки.

Какво стана обаче с дейността на кредитния пазар? Както може да се види от таблица 4, през целия период 1992 – 1994 г. кредитът за нефинансовия сектор е бил много слаб в сравнение с другите парични източници и рязко контрастира с предишния период.

Промяната в състоянието на кредитния пазар трябва да се обяснява с мотивите, определящи поведението на търговските банки. Изглежда, това променено състояние на кредитния пазар не трябва да се приписва на промени в реалните лихвени проценти, които от 1994 г. станаха безусловно положителни (вж. таблица 5). Намалените темпове на предлагане на кредит от страна на банките през 1992 г. и следващите години трябва да се търсят по-скоро в неценовите средства, с които банките свиха кредитната си дейност. Защо обаче се получи такава драматична промяна в поведението на банките?

Таблица 7

Лошите дългове в Полша, 1991 – 1995 г.

(%)

Показатели	1991 ¹	1991	1992	1993	1994	1995
Относителен дял в банковите кредитиза предприятия	8.3	16.2	31.4	33.1	30.9	23.5
Относителен дял в банковите активи	-	6.7	10.8	10.2	8.9	6.9
Относителен дял в БВП	1.5	3.8	6.1	6.0	5.1	3.9 ²

¹ Към юни.² Ила се предвид оценката на Полската народна банка за БВП през 1995 г.*Източник: Полска народна банка и Централен статистически институт.*

Както отбелязахме, в началото на 90-те години въпреки новата икономическа политика полските банки бяха много пасивни. В резултат на това много от раздадените кредити се оказаха лоши. В същото време се разпадна Съветът за икономическа взаимопомощ и предизвика фалити на много фирми, с което задълбочи кризата на лошите дългове.

Кризата на лошите кредити, която достигна своя връх през 1992 – 1993 г., беше решаващият фактор, променил поведението на търговските банки от безгрижие към предпазливост. За да избегнат рисковете, присъщи на кредитирането в условията на висока несигурност, характерна за икономиките в преход, те започнаха да ограничават кредита с неценови средства. В резултат на това забавяне на кредитната дейност в края на 1992 г. ПНБ премахна кредитните тавани.

Промяната в поведението на търговските банки бе допълнително стимулирана от факта, че през с. г. започна приватизацията на търговските банки. От друга страна, бюджетните дефицити предлагаха инструменти, които банките биха могли да използват във вид на доходоносни активи в портфейлите си, като заместваха кредитите за реалния сектор. В този контекст трябва да допълним, че все по-голямата роля на краткосрочните ценни книжа в портфейлите на банките помогна на ПНБ от началото на 1993 г. да извършва редовно операции на открития пазар.

Тогава влезе в сила специален закон за финансово реструктуриране на предприятия и банките, който позволи на банките да решават самостоятелно проблемите си с лошите дългове с техните корпоративни клиенти. Този децентрализиран подход наред с по-строгия банков надзор от страна на централната банка се оказа много успешен. Както може да се види от таблица 7, след 1994 г. обемът на лошите кредити постепенно намалява. На фона на все по-малката икономическа несигурност е обяснимо защо въпреки ярко изразените реално положителни лихвени проценти по кредитите банките засилиха през 1995 г. и 1996 г. кредитната си дейност.

Увеличение на външните активи през 1995 г. През 1994 г. стана

очевиден друг важен феномен. Валутните резерви започнаха бързо да се увеличават, така че през 1995 г. и през първите месеци на 1996 г. те станаха основен източник в уравнението на паричното предлагане. През 1995 г. брутните валутни резерви се увеличиха от 6 млрд. щ. д. до 15 млрд. щ. д., т. е. 2.5 пъти, като в края на май 1996 г. достигнаха 18 млрд. щ. д.

Три фактора доведоха до силното увеличение прираста на валутните резерви.

Нерегистриран външнотърговски излишък. Макар официалната статистика да отчиташе отрицателен външнотърговски баланс, общият търговски баланс (т. е. този, който включва и нерегистрираните търговски плащания), а също и текущата сметка на платежния баланс показват излишък. Тези явления са предизвикани от повишената производителност на труда, съчетана с намаляване на реалните заплати, вследствие на либерализацията в началото на 90-те години, които засилиха конкурентоспособността на полските стоки на международния пазар. В същото време сравнителни странови анализи показват, че в Полша цените са средно по-ниски, отколкото в повечето западни държави.

Краткосрочни (спекулативни) притоци на капитал. В резултат на едновременно съществуване на високи реално положителни лихвени проценти, режим на пълзящо фиксиран валутен курс и частичното отваряне към международните капиталови пазари, съчетани с голям икономически растеж, в началото на 1995 г. (след мексиканската финансова криза) чуждите инвеститори започнаха да разглеждат полското стопанство като относително сигурно място за стабилни инвестиции.

Дългосрочни капитални вложения. През 1995 г. Полша започна да бъде смятана за добро място за влагането на преки чуждестранни инвестиции. След първите месеци на 1996 г. този процес бе стимулиран от процеса на приватизация посредством значително чуждестранно участие.

Бързото увеличение през 1995 г. на валутните резерви принуди ПНБ да оскъпи неколkokратно злотата. Механизмът на пълзящ валутен курс бе в основни линии запазен, макар че от май 1995 г. злотата бе освободена да плава, а нейното привързване бе отслабено. Изглежда, че в средата на 1996 г. текущата сметка на полския платежен баланс е в равновесно положение.

Положителни тенденции се наблюдават и при другите два източника на парично предлагане. Банковото финансиране на държавния дефицит през 1995 г. намалва чувствително и тази тенденция продължава през текущата година. В същото време банковите кредити за нефинансовия сектор постепенно се увеличиха.

Нека сега се върнем към забележките относно полското стопанско развитие през 90-те години. Таблица 2 показва, че спадащата инфлация е съпроводена с все още съществено увеличение на паричното предлагане, за което вече знаем как е било предизвикано. Трябва да подчертаем, че въпреки проблемите на паричния контрол темпът на инфлация в Полша устойчиво намалява. Очевидно реалното парично търсене на

полската национална валута се е увеличило. Нашият анализ показва, че в основни линии това се дължи на два фактора: а) икономическо възстановяване, което създаде допълнително търсене на финансови средства за извършване на сделки; б) лихвената политика на ПНБ, която превърна депозитите в полски злоти в ценен спестовен актив (вж. таблица 3).

Заклучение

Въпреки благоприятната картина на събитията през 90-те години трябва да разкрием някои от многото важни проблеми, които остават пред управлението на паричната маса. Например, въпреки че операциите на открития пазар са ключов оперативен инструмент в дейността на ПНБ, като допълнителна стерилизираща мярка тя е принудена да налага високи минимални задължителни резерви върху депозитите, привлечени от търговските банки. Това прави паричната политика по-малко гъвкава, отколкото би ни се искало.

Друг сериозен проблем е въпросът за независимостта на ПНБ. Полската централна банка е една от тези с най-голяма автономия в Централна и Източна Европа. Обаче подобно на случаите с много западни централни банки възникват проблеми с отчетността и координацията ѝ с фискалната политика.

Докато Полша се подготвя да се присъедини към Европейския съюз, новите институционални решения в зоната на паричната политика трябва да бъдат съвместими със западните стандарти, особено с описаните в Статута на Европейската система на централните банки и на Европейската централна банка. За да реши тези проблеми на отчетността и координацията, ПНБ ще създаде по подобие на опита на Банк дьо Франс Комитет по паричната политика.

Полша се опитва също да изпълни критериите за икономическа конвергенция така, както са описани в Договора от Маастрихт. Изложеното в този доклад показва, че Полша вече изпълнява фискалните критерии. Всъщност, макар че постепенно е овладяна, единствено инфлацията (и свързаните с нея лихвени равнища и промените във валутния курс) трябва да спадне чувствително, за да изпълни Полша количествените критерии от Маастрихт. Следователно борбата с инфлацията продължава да бъде приоритет на паричната политика на Полската народна банка, което предполага, че тя ще остане автономна институция.



Паричната политика на Чешката национална банка

Роман Матушек

*Роман Матушек работи в Икономическия институт към
Чешката национална банка.*

Чешката република пое по пътя на политическите и икономическите промени през 1990 г., но трябва да се отбележи, че истинският преход започна през 1991 г. Въпреки периода на забавяне стартът може да бъде окачествен като относително успешен в сравнение с другите страни, предприели подобен преход, тъй като бяха започнати радикални структурни промени в системата. Периодът на прехода като цяло имаше висока цена за стопанството на страната и отне повече време, отколкото се предполагаше.

Място и роля на Чешката национална банка в процеса на прехода

Чешката национална банка (ЧНБ) играе изключително важна роля в този процес. ЧНБ¹ е основана като независима институция, чиято основна цел е да гарантира стабилността на чешката валута. Другите главни цели и функции на банката са сходни с тези на всяка една централна банка. Отговорна за провеждането на паричната политика и независима от правителството, основната ѝ цел по закон е да следи равнището на инфлацията. Средносрочни са целите, свързани с увеличаването на паричното предлагане (M2) и стабилността на валутния курс. ЧНБ отчита също развитието на паричните и стопанските променливи и влиянието им при провеждане на паричната политика. Наред с посочените по-горе цели функциите на банката са: надзор над търговските банки, ролята ѝ на клирингов център, управление на валутния резерв, емисионен център, управление на паричната маса.

¹ Преди януари 1993 г. известна като Чехословайска държавна банка.

Таблица 1

Макроикономически показатели, 1990 – 1995 г.

Показатели	1990	1991	1992	1993	1994	1995
БВП (реален)	-1.2	-14.2	-6.4	-0.9	2.6	4.8
Промислена продукция	-3.6	-22.8	-11.7	-5.3	2.1	9.2
Безработица (%)	0.8	4.1	2.6	3.5	3.2	2.9
Индекс на потребителските цени (%)	9.6	56.6	11.1	20.8	10.0	9.1
Индекс на производствените цени (%)	4.3	70.4	9.9	13.1	5.3	7.6
Прираст на М2 (%)	n.a.	n.a.	n.a.	16.3	22.9	17.3
Външен дълг (млрд. щ. д.)	n.a.	n.a.	7.1	8.5	10.3	16.3

Източник: Статистически институт, Чешка национална банка.

Макроикономическо развитие и резултати

В макроикономически аспект развитието на Чехия през последните няколко години често се определя като успешен преход от централизирана към пазарна икономика, независимо че началото бе съпроводено от многобройни трудности.

Значителен проблем, който среща чешката икономика, бе и реструктурирането и приватизацията в икономиката, съпътствани от спад на БВП и относително висок растеж на инфлацията. Дали БВП е бил повлиян предимно от реструктурирането на икономиката, може да се спори. В потвърждение на тази теза говорят резултатите на Полша и Унгария, претърпели същото или сходно развитие.

Както бе споменато, гарантирането на стабилността на националната валута е една от основните задачи на ЧНБ. От самото начало на прехода може да се твърди, че тя се справя с този проблем. С изключение на периодите на либерализация през 1991 г. и въвеждането на ДДС през 1993 г. в Чехия се наблюдава дезинфлационна тенденция. Този успех бе съпроводен и се дължеше предимно на рестриктивната парична политика като част от стабилизационната програма, провеждана от чешките власти.

Съществен напредък в осъществяването на паричната политика представлява смяната на административния контрол с пазарни регулатори. От 1992 г. ЧНБ получи възможността да оперира с всички основни инструменти, прилагани при пазарните икономики – промени в скотовата и ломбардната лихва, минимални задължителни резерви и т. н. ЧНБ ръководи и операциите на открития пазар, и фиксирания валутен курс.

Парично таргетиране и приток на капитали

Преди да анализираме въпросите на паричното таргетиране, следва да се отбележи, че при икономиките в преход то е по-трудно, отколкото в развитите икономики, което се обуславя главно от две обстоятелства:

Таблица 2

Парични инструменти на ЧНБ

(годишни агрегати, млрд. CZK)

Години	Вливане на ликвидност (+)	Изтегляне на ликвидност (–)			Баланс
	Рефинансиране	Операции на открития пазар	Минимални задължителни резерви	Депозити в ЧНБ	
1990	17.4	0.0	0.0	0.0	17.4
1991	21.1	0.0	21.8	0.0	-0.8
1992	15.1	11.8	25.3	0.0	-22.0
1993	6.5	25.4	40.0	0.0	-58.8
1994	7.1	70.4	47.2	0.8	-111.3
1995	7.3	89.4	64.3	20.6	-166.9
Промяна през периода					
1990	17.4	0.0	0.0	0.0	17.4
IX.1991	3.7	0.0	21.8	0.0	-18.2
IX.1992	-6.0	11.8	3.5	0.0	-21.2
IX.1993	-8.6	13.6	14.7	0.0	-36.8
IX.1994	0.6	45.0	7.2	0.8	-52.5
IX.1995	0.2	19.0	17.1	19.8	-55.6

Източник: Финансова статистическа информация, Чешка национална банка.

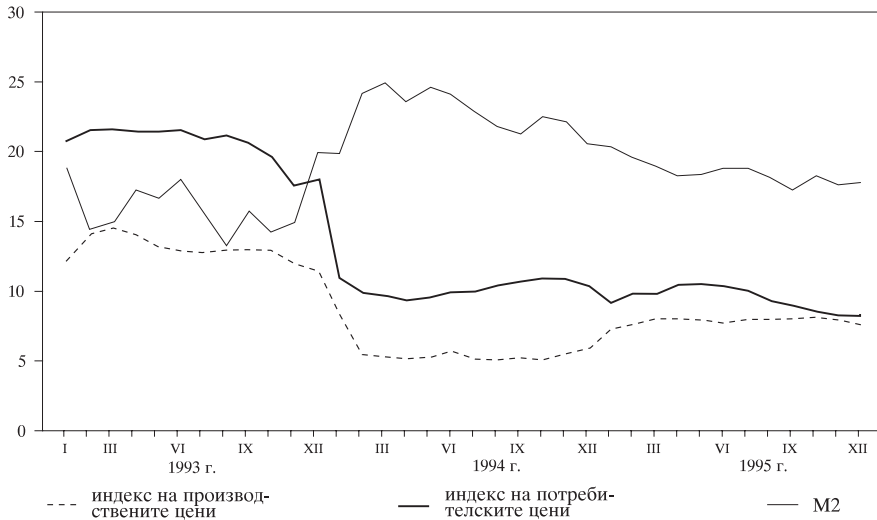
първо, скоростта на обращението е трудно предсказуема; и, второ, оценката на потенциалното производство е съпроводена с много несигурност. Факт, който неминуемо оказва влияние, са промените в системата под формата на институционални изменения: приватизация, финансови и капиталови пазари и др.

От втората половина на 1994 г. възможността за контрол върху паричната маса чувствително се намали. Паричният агрегат M2 се увеличи с 21.5% през 1994 г., което превиши прираста за предходната година. Това бе съпроводено от сравнително голям приток на капитали, които започнаха да нарастват през втората половина на 1993 г.

Анализирайки притока на капитал, трябва да се отбележи, че в макро- и микроикономически аспект влиянието му е съществено. Политическата стабилност оказва огромно влияние и играе важна роля. Без съмнение притокът на капитали се отразява положително върху икономическия растеж. От друга страна, големият размер на тези капитали в повечето случаи е съпроводен от неблагоприятни макроикономически явления. Едно от тях е нежелателно рязкото покачване на резервите в чуждестранна валута, рефлектирали в данъчни тежести под формата на минимални задължителни резерви. Увеличението на резервите в чуждестранна валута може да се окаже приемливо при условие, че се осигурява необходимият за водената валутна политика обем от резерви. И накрая нарасналият приток на капитали индуцира инфлационен натиск, с други думи – подхранва инфлацията.

Графика 1

Парична маса и нарастване на инфлацията, 1993 – 1995 г.



В чешкия случай акумулирането на нетни чуждестранни активи съответно е 45%, 57% и 64% от нарастването на M2 за 1993 г., 1994 г. и за дванадесетте месеца за периода до юни 1995 г.

Проследявайки влиянието на притока на капитали при режим на фиксиран валутен курс в Чехия, може да се отбележи, че се стига до рязко увеличение на резервите в чуждестранна валута – от началото на 1993 г. те са нараснали двойно.

ЧНБ се опита да съобрази своята намеса с реакцията на пазара при увеличаващия се приток на капитали, като използва стандартните инструменти: операции на открития пазар и промяна на задължителните резерви. Разбира се, тук може да се постави въпросът, доколко тези действия са ефикасни за постигането на желания резултат за намаляване на увеличаващия се приток на капитали.

По отношение на структурата си притокът на капитали претърпя няколко промени. Увеличението на капиталите е под различни форми: инвестиционен портфейл, преки чуждестранни инвестиции, както и краткосрочни инвестиции – т. нар. спекулативен капитал. Нетният капитал в Чехия се е увеличил приблизително 2.5 пъти в сравнение с предходната година. За съжаление спрямо 1994 г. краткосрочният капитал също нарасна значително.

Не се подлага на съмнение становището, че стерилизацията може и трябва да бъде постоянна цел на паричната политика. Тази политика обаче не би довела до големи успехи, ако не се прилага заедно с другите

Графика 2

Брутни резерви

(млрд. щ. д.)

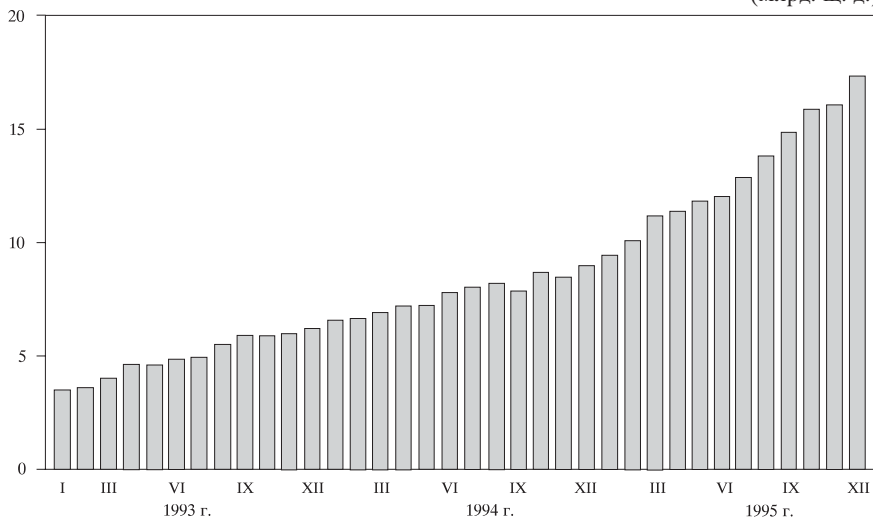


Таблица 3

Задължителни резерви

(%)

Период	Безсрочни депозити	Срочни депозити
Януари 1993 – юли 1994	9	3
Август 1994 – юли 1995	12	3
Август 1995	8.5	8.5

мерки срещу свръхликвидността и в частност, ако не се провежда съответстваща данъчна политика. Стерилизацията обаче струва на Чехия доста поради сравнително стабилната разлика между лихвения процент в страната и този на международния капиталов пазар. ЧНБ притежава двойно повече съкровищни бонове в сравнение с 1994 г. Въпреки това стерилизацията даде ефект – оценките на ЧНБ показват, че компенсационният коефициент е в рамките на 0.4 – 0.65, в зависимост от различните условия на оценяваното съотношение.

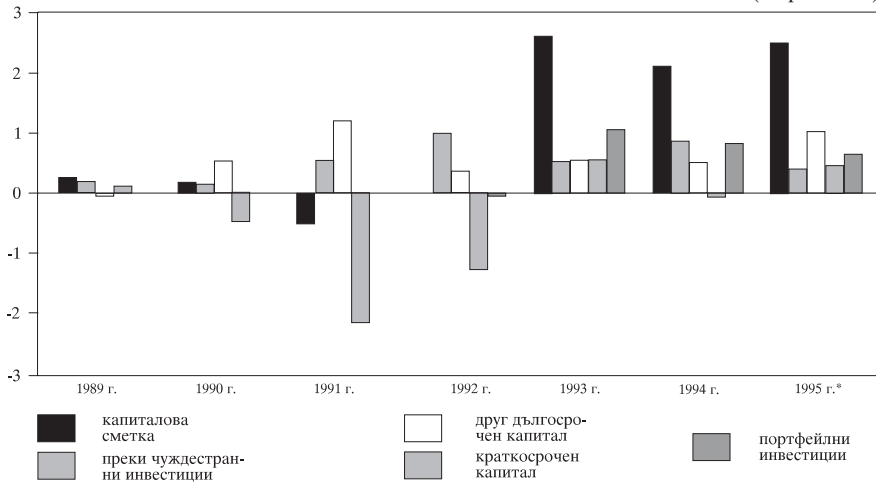
Политика на валутния курс

Стабилността на чешката крона и режимът на фиксиран валутен курс са важна част от икономическата политика с огромно влияние върху развитието на паричната маса. В началото на прехода (1991 г.) властите в

Графика 3

Капиталова сметка

(млрд. щ. д.)



* I половина на 1995 г.

бивша Чехословакия утвърди режим на фиксиран валутен курс, като свързаха националната валута с валутна кошница. Този режим и номиналният валутен курс останаха непроменени в продължение на 61 месеца. Това наистина е забележителна стабилност в сравнение с останалите икономики в преход.

Със започването на прехода чехословашката крона, а по-късно и чешката крона бяха обвързани с валутна кошница. Структурата на кошницата и теглата на отделните валути в нея бяха променени през първите години на прехода в съответствие с значението на главните валути за чехословашката търговия и разплащателните потоци.

Целта на последното изменение от май 1993 г. беше кошницата да се опрости и да стане по-прозрачна (65% DEM, 35% USD).

Таблица 4

Валутна кошница на чехословашката и чешката крона

(тегла на валутите в %)

	USD	DEM	ATS	GBP	FRF	CHF
1 юни 1981	45.83	29.78	10.65	9.06	4.68	-
1 януари 1989	32.88	40.93	12.32	-	4.82	9.05
28 декември 1990	31.34	45.52	12.35	4.24	-	6.55
2 януари 1992	49.07	36.15	8.07	-	2.92	3.79
3 май 1993	35	65	-	-	-	-

Таблица 5

Обезценяване на чехословашката крона през 1990 г.

Дата	CSK/USD*	Промяна (%)
2 януари	14.62	2.1
8 януари	17.00	16.3
15 октомври	24.00	55.2
28 декември	28.00	15.9

* Първото обезценяване (от 2 януари 1990 г.) бе направено съобразно т. нар. търговски курс – т. е. прилагания обменен коефициент, който достигна 14.31 чехословашки крони за 1 ц. д. в края на 1989 г.

Номиналният курс на чехословашката крона (CSK) беше променян четири пъти през 1990 г., в резултат на което кумулативното обезценяване достигна 95.6%.

Графика 4 показва развитието на официалния обменен курс, паритета на покупателната способност и паралелния пазарен курс на чешката крона. Вижда се, че от началото на 1991 г. маржът между официалния и пазарния курс е постоянен. Единственото отклонение, дължащо се на голямата доза несигурност, съпроводи процеса на разделянето на бивша Чехословакия през 1993 г., е увеличаването курса на чешката крона на паралелния пазар. Въпреки това стойностите на паралелния пазар намаляха и бяха регулирани веднага след разпадането на паричния съюз и след като двете валути – чешката и словашката – се обособиха като самостоятелни. Що се отнася до разликата между паритета на покупателната способност и официалния обменен курс, явно е, че с покачването на инфлацията тя намалява. Тук трябва да се отбележи, че тя бе предизвикана предимно от различия в цените на нетъргуемите и търгуемите стоки.

Графика 5 показва съотношението между номиналния и реалния ефективен валутен курс. След обезценяването на чешката валута постепенно се покачват производствените и потребителските цени. Без съмнение това влияе неблагоприятно върху износителите, тъй като конкуренцията рязко се увеличава.

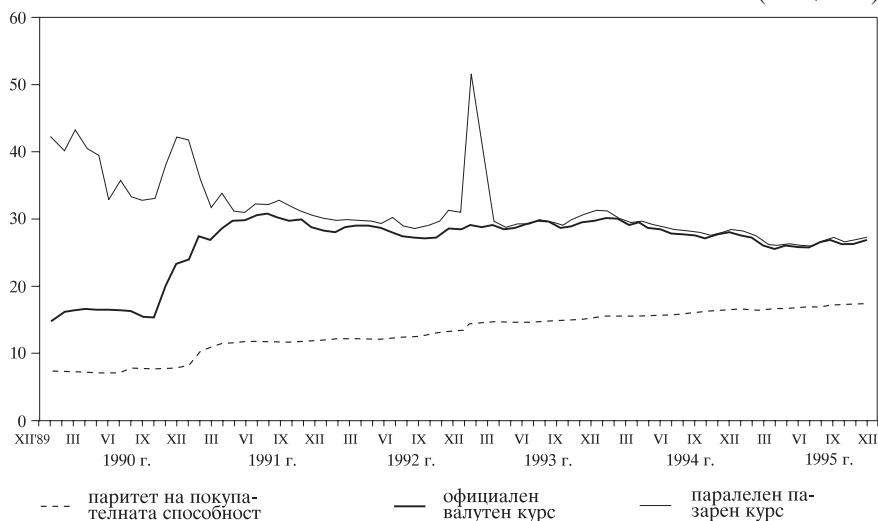
От началото на 1991 г. номиналният курс бе поддържан стабилен с отклонение в тесния коридор от 0.5%, като това се отразяваше единствено върху движението на кръстосаните курсове във валутната кошница. Режим на такова малко отклонение бе постигнат посредством „фиксинг“ на междубанковия валутен пазар, където централната банка не престава да играе определяща роля. Съвсем наскоро като част от политиката за ограничаване на свръхпритока на капитали и в частност за отслабване на краткосрочните капиталови потоци през април 1995 г. за търговията на междубанковия валутен пазар беше въведен спред от 0.25%.

За валутната политика съществена роля изигра въведената от 1 октомври 1995 г. валутна конвертируемост. Направен беше преход от вът-

Графика 4

Официален валутен курс

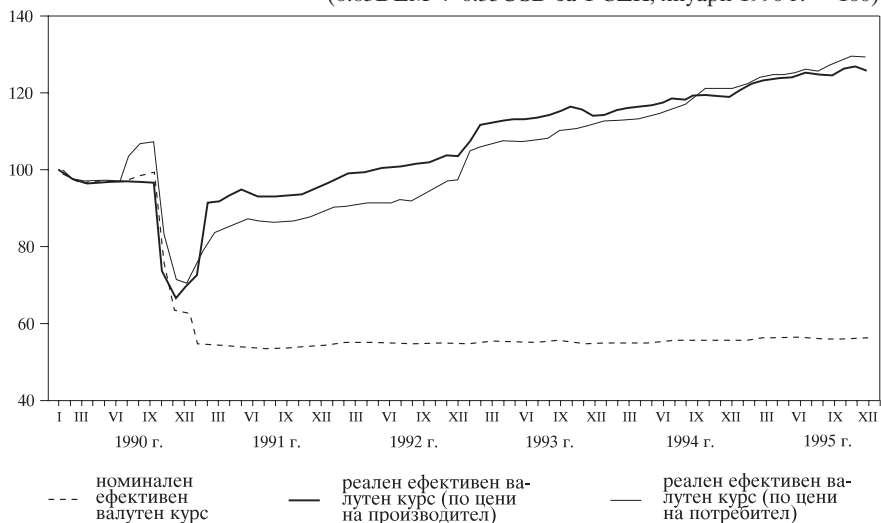
(CZK/USD)



Графика 5

Ефективен валутен курс на CZK

(0.65DEM + 0.35USD за 1 CZK, януари 1990 г. = 100)



решна към външна валутна конвертируемост по текущата сметка на платежния баланс (чл. 8 от Устава на МВФ) и беше либерализирана капиталовата сметка. За разлика от предходния етап частните капиталови сметки нараснаха.

Предприетата на 28 февруари 1996 г. промяна на валутния режим – разширяването на коридора до $\pm 7.5\%$, създаде нови перспективи пред паричната политика. С тази мярка ЧНБ си осигури мощен паричен инструмент. Трябва да се обърне внимание обаче, че според фиксинга на обменния курс паритетът не се измени. Непосредствен резултат вследствие въвеждането на тази мярка бе появата на несигурност на финансовия пазар. На сутринта, в която решението бе обявено, чешката крона спадна с 2% спрямо USD – DEM кошницата, но още същия следобед достигна предишната си позиция. През тези няколко дни ЧНБ интервенира на пазара, като продаде 0.6 млрд. щ. д. Въпреки създаването се напрежение скоро след това пазарът се стабилизира и чешката валута достигна нормалното си равнище.

Сега може да бъде направен подробен анализ на предприетата мярка и тогавашната ситуация в чешката икономика като цяло. Безспорно е, че разширяването на коридора на валутния курс позволи на ЧНБ по-голяма гъвкавост, което даде възможност за активна парична политика чрез контрол върху нарастването на паричната маса посредством ограничаване на краткосрочния приток на капитали. С други думи – по-широкият диапазон позволи и повече гъвкавост в контрола върху паричните агрегати и покачи курса за спекулантите. Така непостоянството на валутния курс ще съответства на матуритета на притока на капитали, които стават по-дългосрочни. Дори ако ЧНБ преодолява инфлационния натиск посредством повишаване на скontoвата лихва – на практика увеличавайки и лихвите на търговските банки, – мярката де факто няма да повлияе върху нарастването на средносрочния приток на капитали. След като сравнително широкият коридор поражда несигурността, която пречи на потенциалната печалба, не би следвало да има предпоставки за последващ спекулативен приток на капитали. Въпреки това поради съществуващите очаквания за спекулации, основани на факта, че чешката валута остава сравнително стабилна (поне до следващите избори), се предвижда, че ЧНБ ще посрещне още краткосрочни капитали.

Изводи

Настоящото развитие на чешката икономика изисква особено внимание. Както бе подчертано, адекватният контрол на ЧНБ върху паричните агрегати се затрудни от големия приток на капитал и в частност на средносрочни инвестиции. ЧНБ се постара да укроти инфлационния натиск посредством използването като котви на паричното таргетиране и фиксирания валутен курс. Но, както неведнъж отбелязахме, контролът върху паричната маса в периода на преход остава изключително трудна

задача. Въпреки това ЧНБ успешно ограничи нарастването на инфлацията от 10% през 1994 г. на 9.1% през 1995 г.

Със своята икономическа политика Чехия заема достойно място сред страните от Централна и Източна Европа, красноречиво доказателство за което е фактът, че в продължение на 61 месеца режимът на фиксиран валутен курс и номиналният валутен курс останаха непроменени. Наскоро ЧНБ направи важна стъпка, като разшири коридора за плаване на чешката валута. Тази мярка затрудни притока на краткосрочни капитали и улесни контрола върху паричните агрегати. С други думи, валутният курс се превърна в мощен инструмент, който ЧНБ може да използва при провеждането на своята парична политика.

Обобщавайки казаното дотук, може да се твърди, че от началото на прехода досега, чешката икономика бе подложена на редица бързи и фундаментални промени. Ключовите макроикономически показатели – прирастът на БВП, на инфлацията, безработицата и др., не ни позволяват обаче да наречем чешкия преход успешен. Независимо от този факт, съвременните тенденции в националната икономика показват, че траекторията на промените е правилна, без това да означава, разбира се, че е перфектна.



Развитие на инструментите на непървата парична политика в Хърватска

Катя Печаревич

*Катя Печаревич¹ работи в управление „Икономически
изследвания“ в Народната банка на Хърватска.*

Изборът на инструменти на паричната политика зависи от етапа на процеса на преход. Хърватска, като република от бившата СФРЮ, в началото на 50-те години отмени централното планиране и въведе децентрализирана социалистическа икономическа система и двустепенна банкова система. В края на десетилетието тя започна да осъществява процеса на преход на един по-напреднал етап в сравнение с някои други икономики в преход.

През последните години Хърватска в по-голяма степен разчита на непреките инструменти на паричната политика. Бавните темпове на реструктурирането на реалния и финансовия сектор обаче обясняват защо страната все още не е в състояние да отбележи по-голям напредък в разнообразяването на тези инструменти. Финансовите структури са недоразвити, а финансовите пазари – все още повърхностни и ограничени. Народната банка на Хърватска (НБХ) набира опит в областта на банковия надзор. Агенцията за банково оздравяване е основана през 1995 г. и процесът на възстановяване вече е започнал в три от „старите“ банки. През октомври 1993 г. правителството прие мащабен пакет от мерки за стабилизиране. Програмата имаше големи успехи в овладяването и контролирането на инфлацията. Въпреки че първият етап на програмата беше много успешен, процесът на приватизация и реструктуриране на предприятията (замислен като втора, застъпваща първата, фаза на стабилизацията) изостава. Механизмът на слаби бюджетни ограничения все още функционира, тъй като новият закон за несъстоятелността ще бъде въведен през 1997 г. Като последица от това се забавя и преминаването към непреките парични инструменти.

Постоянството в реформите и сътрудничеството между централната банка и правителството са задължителни за подпомагане развитието на пазарноориентиран финансов сектор. Една от главните цели на централ-

¹ Възгледите, изразени тук, не са непременно тези на Народната банка на Хърватска.

ната банка трябва да бъде подпомагане развитието на вътрешните капиталови пазари, така че спестяванията на населението да бъдат привлечени към финансовата система. Изключително важно е лихвените проценти да останат положителни в реално изражение и да се определят от пазара веднага щом се постигне конкуренция. Значителните промени в структурата на паричната политика по принцип изискват паралелни мерки, насочени към структурата и степента на развитие на финансовите пазари. Едва след като тези пазари се развият и банковият и реалният сектор се възстановят, Хърватска ще може да премине към последната фаза на прехода и да се превърне в напълно развита пазарна икономика.

Успешното реструктуриране на бившите централнопланирани икономики, т. е. преходът им към пазарна икономика, предполага извършването на много важни промени, особено в паричната и финансовата сфера. Финансовият сектор се счита за най-слаб в икономиките в преход, тъй като се сблъскват с проблеми, свързани с инфлацията, спада в производството и жизнения стандарт, със загубата на традиционни външни пазари и пагубната за растежа макроикономическа нестабилност – тези фактори допълнително усложняват задачата за реструктуриране на финансовия сектор.

Икономиките в преход стават все по-отворени, като въвеждат вътрешна конвертируемост и либерализират стопанския живот. Поради нарастващата роля на ценовите сигнали в реалния и паричния сектор централните банки на тези страни се пренасочват от използването на преките инструменти на паричната политика към непреки такива. Те вървят по стъпките, които напредналите страни бяха принудени да направят през 80-те години поради развитието на финансовия пазар и дерегулирането на техните икономики. Използването на непреки парични инструменти може да бъде ефективно само ако позволява пазарите да разпределят финансови ресурси по-ефикасно и следователно зависи от развитието на тези пазари. Основна цел на непреките инструменти на паричната политика е да влияят върху лихвените проценти и ценовите сигнали и следователно имат ключово значение. Изборът на инструменти на паричната политика зависи също и от избора на нейните приоритети. До каква степен и колко бързо преките инструменти на паричната политика ще бъдат заменени с непреки, зависи от скоростта на реструктуриране на финансовия и реалния сектор и от развитието на финансовия пазар. Подобно на други икономики в преход Хърватска се опитва да изгради финансовите си пазари. Паричният и капиталовият пазар са все още слаби, но тяхното развитие ще направи крайно неефективна системата, основана на използването на администрирани лихвени проценти, дирижирано екстензивно отпускане на кредити или кредитни ограничения. Отварянето на икономиката ще доведе до бързо развитие на алтернативни източници на вътрешно финансиране и ще позволи на вътрешния нефинансов сектор да увеличи капитала си чрез привличане на външни кредити и инвестиции и да намали кредита, отпускан от вътрешни финансови посредници.

Основни положения

Икономиката на Хърватска е изправена пред същите проблеми, които имат и другите страни в преход, но в добавка към тях младата държава се сблъска и с откритата военна агресия и окупация на почти 1/3 от територията ѝ (от 1991 до 1995 г.). Разходите по цялостната реформа са допълнително увеличени от военните разходи.

За разлика от другите икономики в преход инфлацията и инфлационните очаквания в Хърватска имат дълбоки и здрави корени. В бивша Югославия 80-те години бяха години на висока инфлация и много нисък икономически растеж, т. е. на стагнация. В резултат на продължителната висока инфлация валутната субституция (в германски марки) се вкорени дълбоко. От 1971 до 1991 г. инфлацията беше 69% годишно, като през 1989 г. ескалира до хиперинфлация от 50% месечно. Хърватска наследи инфлация от 15 – 20% месечно, но фискалната позиция се влоши и в средата на 1992 г. инфлацията се увеличи до 25 – 30% месечно. През 1991 г. БВП спадна до 80% от нивото му през 1990 г. В резултат на последвалия спад през 1992 г. и 1993 г. (въпреки известния растеж през 1994 г. и 1995 г.) размерът му през 1995 г. представляваше около 68.3% от този през 1990 г.² Главният източник на инфлация в хърватската икономика са голямото търсене на банкови кредити от страна на губещите предприятия и бюджетният дефицит на държавното управление. Последният по принцип се финансира чрез просрочия и чрез печатане на пари³. Въпреки че според Закона за Народната банка на Хърватска вътрешният кредит за правителството е ограничен, независимостта на НБХ се нарушава, т. е. правителството не зачита гореспоменатото ограничение, което може да застраши независимостта на централната банка и да забави успешната реформа на инструментите на паричната политика.

Хърватска постигна парична независимост през декември 1991 г. НБХ, бивш член на югославската централна банкова система, се превърна в централна банка на Хърватска, независима по закон⁴, и започна да функционира като такава през втората половина на 1992 г., въпреки че основните промени започнаха едновременно със стабилизационната програма. През октомври 1993 г. правителството предприе мащабен пакет от стабилизационни мерки. В изключително неблагоприятно обкръжение Хърватска успя да овладее инфлацията и да създаде предпоставки за икономически растеж. Едно от големите постижения на стабилизационната програма е постигането на строга фискална политика. През

² Трябва да се изтъкне, че статистическият обхват е все още недостатъчен поради нарастващия брой частни предприятия, които съществуващата статистика не обхваща.

³ Jankov, Lj. (1994 b). *Monetary Policy and Inflation in Croatia, Reform Round Table. Working Paper No. 10. Institute for Development and International Relations, Zagreb, April 1994, p. 3.*

⁴ НБХ бе учредена като централна банка през декември 1991 г.

1993 г. и 1994 г. бюджетът имаше излишък (съответно 0.2 и 0.7% от БВП), а през 1995 г. бюджетният дефицит бе 0.7% от БВП. Фискалното състояние беше фактически затегнато (първите извънбюджетни сметки бяха консолидирани с централното управление) към края на 1992 г., в резултат на което през 1993 г. бе налице бюджетен излишък.

Основни характеристики на банковото дело в Хърватска

Днес поради монополистичната структура на банковия сектор големият брой нови банки (в Хърватска има 58 универсални банки, четири от които чуждестранни⁵) не успя да доведе до по-голяма конкуренция на пазара. Според Шкреб⁶ към 30 юни 1994 г. делът на търговските банки в общите активи на финансовите институции е 99%. Четирите най-големи „стари“ банки отчитат почти 84% от всички отпуснати кредити, а двете най-големи банки – повече от 50% от общите активи и от общия капитал. Стойността на индекса *Hirschmann-Herfindhal* е (0.18)⁷ според данните от края на 1993 г., което е много висока стойност, и показва, че хърватското банков дело е силно концентрирано и с монополистична структура. При такава структура на пазара заместването на преките с непреки инструменти само по себе си няма да доведе до по-голяма конкуренция. От друга страна, „механизмът на трансмисия на паричната политика зависи от стабилността и конкурентоспособността на банковата система“⁸. Въпреки че банковият закон от 1989 г. на вече бившата Югославия улесни въвеждането, „старите“ банки все още доминират на пазара.

Новият банков закон от 1993 г. беше допълнен с нови правила, въвеждащи принципите на Банка за международни разплащания, Базел (БМР), и намали възможността банките да отпускат кредити на акционерите си.

Ликвидността и платежоспособността на банките бяха повлияни изключително неблагоприятно от войната. За да подобри платежоспособността на търговските банки, в периода между 1991 г. и 1992 г. хърватското правителство извърши две мащабни операции за реструктуриране. През 1991 г. т. нар. „големи облигации“ бяха пуснати в обращение на предприятия, които просрочваха задълженията си към банки. Облигациите се използваха за погасяване на тези задължения и понастоящем се

⁵ Първата чужда банка навлезе във финансовия пазар на Хърватска към края на 1994 г., а следващите три я последваха през 1996 г.

⁶ Skreb, M. (1994). *Banking in Transition – the Case of Croatia*, NBC Working Papers, NBC, Zagreb, September 1994, p. 5.

⁷ Skreb, M. (1995). *Recent Macroeconomic Developments and Financial Sector Changes in Croatia*, Working Paper, Università di Trento, p. 8.

⁷ Hilbers, P. (1993). *Monetary Instruments and Their Use During the Transition from Centrally Planned to a Market Economy*, IMF Working Paper, IMF, November 1993, p. 7, 9

⁸ Guitian, M. (1994). *The Adoption of Indirect Instruments of Monetary Policy*, IMF, 26 October 1994, p. 44.

държат от банките. Втората операция беше „Замразени спестовни депозити в чуждестранна валута“, започната през март 1992 г. Банките в бивша Югославия трябваше да отстъпят чуждестранната си валута на Националната банка на Югославия (НБЮ) и когато Югославия се разпадна, всичките тези депозити останаха в НБЮ и бяха безвъзвратно загубени. Така Хърватска беше оставена без никакви валутни резерви. Правителството трансформира валутните депозити на домакинствата в обществен дълг, издавайки облигации, деноминирани в германски марки. Чрез тези операции правителството се превърна в най-големия дължник на банките: около 50% от всички активи на банките са задължения на правителството. Тези правителствени облигации и акции са нетъргуеми и никакви съкровищни облигации досега не са издавани. Операциите по реструктуриране не разрешиха платежоспособността на банките, тъй като правителството не посреща своите задължения (плащания на лихви) навреме. Явната опасност в този случай е възможната бъдеща липса на доверие от страна на обществото във всякакви държавни ценни книжа. Проблемите се усилват още повече от наличието на големи държавни просрочия към предприятия. Всичко това спъва развитието на вторичния пазар и въвеждането на много мощния непряк инструмент, каквито са операциите на открития пазар.

Първият опит за възстановяване не разреши проблема на четири „стари“ банки, които станаха неплатежоспособни и със значителна липса на ликвидност поради концентрираната си секторна и регионална експозиция. Ако изтощените банки не се възстановят (или ликвидират при необходимост), моралният риск (рискът относно почтеността на клиента) се увеличава. Обикновените инструменти и сигнали на паричния пазар тогава се сблъскват с погрешната реакция от страна на мениджърите и акционерите на банките. В обстановка на леки бюджетни ограничения без ефикасни процедури по обявяване в несъстоятелност това наистина се превръща в погрешно отношение, водещо до порочен кръг. Структурните мерки следователно са не само необходими, но и приоритетни, и трябва да се приложат незабавно. В противен случай изтощените банки усложняват паричното управление и намаляват способността на централните банки да прилагат и контролират паричната политика.

Приоритети на паричната политика

Изборът на подходящ набор от инструменти на паричната политика зависи от паричните приоритети. Ако изборът е да се прилагат мерки за паричния режим, например паричната база, приоритет в намесата от страна на централната банка на валутния пазар е да се постигне желаният размер вътрешна ликвидност. По отношение на валутния курс трябва да се използват други инструменти, а не намесата на централната банка на валутния пазар. Ако се опира на валутния курс, то намесата във валутния пазар влияе върху него. Другите инструменти (развитие на първи-

чен и вторичен пазар за облигации на НБХ) трябва да се развият и използват за да се стерилизира създалата се излишна ликвидност. Препоръчително е да се обяви публично валутният курс, към който се стреми (независимо дали като коридор, или като конкретно фиксирано ниво). Проблем при набелязването и прилагането на мерки за валутния курс е възможността за спекулативни атаки към централната банка и нейните валутни резерви. Фискалната дисциплина е необходима предпоставка за ефективност, а фискалната политика се превръща в ключов компонент за успеха на подобен режим. Паричната политика трябва да разполага с гъвкави инструменти, за да може бързо да реагира. Следователно валутният курс като приоритет не изглежда много подходящ за икономика в преход, каквато е тази на Хърватска.

Основните приоритети на НБХ през 1991 г., 1992 г. и първата половина на 1993 г. бяха по-широкообхватни от задачата за поддържане на стабилна национална валута. НБХ все още отделяше внимание на структурното и социално-икономическото развитие чрез рефинансиране. НБХ не обяви публично приоритетите на своята политика, което не отговаря на изискванията за една съвременна (независима) централна банка. Според С. Фишър⁹ „изводите, които трябва да бъдат направени от представените теоретични и емпирични данни“, са: „централната банка трябва да обяви публично целите на средносрочната си политика“; „централната банка трябва да бъде отчетна в два смисъла: да бъде отговорна за изпълняването на обявените цели и да обяснява и защитава политиката си пред законодателните власти и обществото“.

При следването на паричната си политика от октомври 1993 г. (началото на стабилизационната програма) НБХ започна да обявява публично количествените си приоритети, а именно – заздравяването на парична база. Според общоприетото мнение обявяването на приоритетните стойности за паричната експанзия може да повлияе на очакванията, а в по-общ смисъл и да създаде климат на стабилност или сигурност за икономиката. Междинната цел бяха паричната база и М1. НБХ обаче отделяше повече внимание на стабилността на валутния курс. Намесата на валутния пазар беше основен инструмент, използван от паричната политика, а стерилизацията бе извършена чрез аукциони на ценни книжа на централната банка (бонове на НБХ). НБХ избра половинчато решение, жертвайки прозрачността на паричната си политика.

Съгласно стенд-бай споразумението с МВФ (октомври 1994 г.) приоритетни са нетните вътрешни активи на банковата система. Именно поради срещнатите трудности при оценяването на нуждата от пари в реалния сектор и скоростта на паричното обращение през 1996 г. беше въведен критерият нетни вътрешни активи на банковата система.

Едно от последствията от стабилизацията беше процесът на обратна

⁹ *Modern Central Banking, април 1994 г. – материал, подготвен по случай честването на тристагодишнината на Bank of England, London, 9 June 1994, p. 52.*

валутна субституция или свръхликвидността на икономиката. НБХ имаше два важни приоритета: създаването на валутен резерв и овладяването на инфлацията. Въпреки че валутният курс така и не бе ясно назован като приоритет, НБХ винаги се е занимавала със стабилността на курса, тъй като това има много силен сигнализиращ ефект (поради дългата история на валутна субституция). Бързото разрастване на паричните агрегати, дължащо се на рязкото увеличаване на ликвидността, продължило през 1994 г. и 1995 г., доведе до условия, в които стерилизацията беше ключов проблем.

Въпреки че официално обяви паричната база за главен приоритет на паричната политика в началото на стабилизационната програма, НБХ постави като по-важен приоритет защитаването на валутния курс от по-нататъшно поскъпване. Тя се опита да манипулира валутните аукциони и да принуди банките да продават валута на по-нисък (т. е. по-висок) валутен курс, отколкото беше необходимо. През 1994 г. НБХ упражни психологическо въздействие, за да предотврати поскъпването на валутния курс, тъй като банките бяха нетни продавачи на динари. При избора между политика на фиксиран или на плаващ валутен курс НБХ реши да използва политиката на частично регулираното плаване (т. нар. „мръсно плаване“ – *dirty float*) на куната. Тъй като овладяването на инфлацията и анализирането на инфлационните очаквания бяха първата фаза на стабилизационната програма и тези резултати трябваше да бъдат стабилни, бе решено тя да се придържа към паричните приоритети (въпреки по-нататъшното поскъпване на националната валута). Съгласно стенд-бай споразумението с МВФ за нарастването на валутния резерв беше определен по-нисък лимит и таван за увеличението на нетните вътрешни активи. Тъй като по това време на банките им бе разрешено да заемат срещу резерви, това доведе до резки колебания в паричната база и следователно трябваше да бъде наложен строг контрол върху кредитите, отпускани на банковата система.

Паричната политика и нейното провеждане преди октомври 1993 г.

Паричната политика и провеждането ѝ могат да бъдат разделени на два периода: преди октомври 1993 г., когато започнаха стабилизацията и дезинфлацията на икономиката, а вторият, който може да бъде разделен на два подпериода – след октомври 1993 г.

След извоюването на независимостта прекият контрол продължи да бъде основният паричен инструмент в Хърватска. Огромният дефицит в общественния сектор сериозно намали полето за потенциални реформи. НБХ обаче фактически започна да реформира типа и ролята на своите инструменти на паричната политика през 1992 г., една година преди да започне стабилизацията. Това беше период и на затыгане на фискалната ситуация. Започването на реформата на инструментите на паричната поли-

тика бе важен сигнал, че НБХ трябва да бъде независима, и изигра ролята на предстабилизационна фаза. Според Закона за НБХ от 1992 г.¹⁰ основната задача на банката е стабилността на националната валута¹¹. Подобно на указа на Бундесбанк НБХ „със своите действия ще подкрепя мерките на икономическата политика на Република Хърватска, като нейната подкрепа няма да застрашава стабилността на валутата и общото извършване на плащанията в страната и чужбина“. Тя има задължение да подкрепя икономическата политика на правителството, но това не изключва указа за ценовата стабилност. Законът за НБХ определя, че тя може да предоставя краткосрочни (попълващи дефицита) заеми на правителството, които не могат да надвишават 5% от годишния бюджет на Република Хърватска и които трябва да бъдат изплатени до края на текущата година. По този начин независимостта на централната банка е законово определена¹².

В периода преди 1992 г. НБХ направи безуспешен опит да проведе политика на „наклон срещу вятъра“. Главната причина за инфлацията все още бе налице: предприятията и банките бяха изправени пред леки бюджетни ограничения. Поради начина, по който беше извършена приватизацията на банките (закона „Маркович“ от 1989 г.¹³), бившите им длъжници се превърнаха в акционери, а много от тях бяха губещи предприятия. Банките бяха трансформирани: основателите им се превърнаха в акционери, но те бяха длъжници, тъй като ролята на банките бе да са в „услуга“ на реалния сектор.

Един от сериозните проблеми, пред които бяха изправени новата държава и новата централна банка, беше липсата на валутен резерв, който НБХ трябваше да започне да изгражда. Тази цел имаше най-голямо влияние върху паричната политика: след въвеждането на хърватския динар през декември 1991 г. паричната политика имаше противоречиви цели. Централната банка възнамеряваше да контролира количеството пари в обращение в икономиката и да определя едновременно лихвения процент и валутния курс, както и да изгражда валутен резерв. Валутните операции не бяха стерилизирани в условията на една неадекватна платежна система¹⁴, която възпрепятстваше паричния контрол. В реално

¹⁰ С две поправки през 1993 г.

¹¹ „НБХ ще бъде отговорна за стабилността на националната валута и за общата ликвидност на плащанията в страната и чужбина“, чл. 2.

¹² През 1993 г. хърватското правителство зае от НБХ съгласно специален указ, отменящ Закона за НБХ, и следователно накърни независимостта на централната банка и заплаши доверието в нея.

¹³ През 1989 г. бе направен неуспешен опит за всеобхватна реформа, известна под името Анте Маркович, бивш министър-председател на Югославия. По това време бяха създадени много закони и промени, чрез които преходът към пазарна икономика, започнат през 50-те години, трябваше да бъде ускорен.

¹⁴ Въпреки че скоростта на паричното обращение в Хърватска е сред най-големите в Европа.

изражение скontoвият процент на централната банка беше отрицателен. В бивша Югославия преките кредити (рефинансирането) бяха използвани продължително и отразяваха структурата на кредитирането от страна на централната банка. След независимостта¹⁵ на Хърватска на търговските банки се отпуснаха два вида кредити от централната банка: документарни кредити (рефинансиране) и ликвидни кредити. В началото на 1991 г. хърватските търговски банки бяха свободни да рефинансират селското стопанство без никакви ограничения. Skontoвият процент на НБХ отразяваше напрежението, създавано от различни лобита. Кредитите на НБХ продължиха да бъдат субсидии, създаващи квазифискален дефицит. До юли 1993 г. рефинансирането беше главният паричен инструмент. Накрая НБХ трябваше да упражни натиск върху правителството, който доведе до някои положителни резултати: през януари 1993 г. цялото рефинансиране (т. нар. квота избирателни кредити, т. е. прякото рефинансиране) бяха слети в единна обща квота. Лихвеният процент, начисляван върху тези кредити, като цяло беше доста по-нисък от пазарните лихвени проценти и банките постоянно използваха своите дялове от квотата за максимално допустимото ниво. Въпреки подобрието основната характеристика на единната квота кредити беше структурна, а не парична. За да компенсира ефекта от разрастване на квотите, НБХ вдигна лихвения процент на изискванията за резервите¹⁶, което изигра силна преразпределяща роля. Парафискалният характер на паричната политика все още действаше: ликвидността на банковата система бе избирателно увеличена, докато стерилизацията се извърши праволинейно¹⁷. Тъй като по това време валутните операции не бяха стерилизирани, НБХ постепенно намали реалната и номиналната стойност на единната обща квота, заедно с това „стерилизира“ част от парите в обращение и постепенно извади от употреба структурните (преки) кредити. По този начин НБХ силно

¹⁵ Някои факти за историческото наследство (подробно разгледани в Янков: В бивша СФРЮ централната банка (НБЮ) не контролираше наличната парична база, нито нейните валутни операции или кредитни дейности. Лихвените проценти бяха ниски и отрицателни в реално изражение. Основният паричен инструмент бяха кредитните тавани на търговските банки. В началото на 1989 г. те бяха заменени с тавани на документарни кредити на НБЮ. Банките трябваше да доказват чрез представяне на определени документи, че те вече са отпуснали кредитите до крайните потребители за определени цели. Благодарение на такова споразумение за рефинансиране банките бяха винаги високоликвидни, а документарните кредити изтласкваха другите кредити от техния портфейл. Банките се смятаха за „услуга“ на реалния сектор. Те разчитаха на кредити от централната банка, обект на леки бюджетни ограничения, знаейки, че правителството (посредством НБЮ) винаги ще им се притече на помощ.

¹⁶ От социалистическите страни само бивша Югославия използваше изисквания за резервите дълго преди процесът на реформите да започне през 1989 г. Тяхната функция обаче беше структурна.

¹⁷ Anusic Z., Z. Rohatinski, V. Sonje (1995). *A Road to Low Inflation Croatia, 1993 – 1994, The Government of the Republic of Croatia, Zagreb, May 1995.*

намали правителствения контрол върху кредитната политика на банките. Като част от стабилизационната програма в края на юли 1994 г. единната квота беше формално премахната.

Закупуване на валута

През 1992 г. и 1993 г. основа за създаване на паричната база стана закупуването от страна на НБХ на валута от търговските банки. Валутните активи драматично увеличиха дела си в общите активи на НБХ. Това се използваше и по-рано, но не беше контролирано преди шоквата стабилизация, т. е. преди началото на антиинфлационната програма НБХ купуваше толкова валута, колкото търговските банки имаха желание да продават.

Изисквания за резервите

Хърватска наследи направо този паричен инструмент и продължи да усвоява системата за последващо отчитане на резервите. Наказателната лихва беше въведена през 1993 г. (19% годишно). До май 1993 г. банките трябваше да отговарят на три типа изисквания за резервите: задължителни резерви, задължителни облигации на НБХ (задължителни наличности) и задължителна минимална ликвидност. От май 1993 г. тези три изисквания се сляха в едно и образуваха установеното със закон изискване за резервите. Инструментът стана по-прозрачен.

Преди октомври 1993 г. (началото на стабилизационната програма) различни лихвени проценти на резервите се прилагаха за безсрочните влогове (вкл. срочни влогове с погасителен срок до три месеца) и срочните депозити с погасителен срок над три месеца. Тези лихвени проценти бяха уеднаквени през октомври 1993 г., но през март 1994 г. отново бяха въведени различни лихвени проценти. Единните задължителни резерви би трябвало да подобрят взаимовръзката между паричната база и широките пари, като намалят ефекта от промяната в депозитната структура върху задължителните резерви. От октомври 1993 г. изискването банките да посрещнат задължителните си резерви в края на деня беше заменено с изискването да ги посрещат по всяко време.

Изискванията за резервите не се отнасяха за спестовните банки и кооперациите. Въпреки че изискванията за резервите са неприложими за депозитите в чуждестранна валута, определена част от новите валутни депозити на домакинствата трябва да се държат в кореспондентски банки. До края на 1994 г. банките бяха задължени да държат 60% от тези депозити в кореспондентни банки в чужбина. През 1995 г. беше въведено диференциране според погасителния срок. Средното съотношение по-късно беше намалено.

Ликвидни облекчения

Ликвидните облекчения само частично бяха под контрола на НБХ. Използването им винаги водеше до създаване на значителна парична база. Поради системата на вътрешните плащания, наследена от бивша Югославия, ликвидните облекчения не са били никога под ефективен контрол от страна на НБХ¹⁸.

Първо, отрицателни разплащателни сметки можеха да бъдат създадени от Института за вътрешни плащания без одобрението на НБХ. Такива псевдоавтоматични кредитни улеснения правеха практически невъзможно постоянното прецизно контролиране нивото на паричната база от страна на НБХ. *Второ*, гаранцията на депозитите на домакинствата представлява специални ликвидни кредити, отпускани от НБХ на банки, изпитващи оттегляне на депозитите на домакинствата. Това става според закон, гарантиращ депозитите на домакинствата, наследен от бивша Югославия. Въпросното кредитно улеснение беше практически автоматично. *Трето*, коефициент на ликвидните активи – от банките се изискваше да поддържат ликвидни активи, еквивалентни на 3% от краткосрочните (до 1 година) депозити в хърватски динари. Това условие по-късно беше отменено. *Четвърто*, ликвидните кредити на НБХ бяха кредити, отпускани на банки за не повече от 10 дни в рамките на месеца. Кредит се отпускате над нивото на общата квота за дадена банка срещу наличности на определени ценни книжа на банките.

Преди края на 1993 г. контролът над паричните променливи беше невъзможен. Споменатите по-горе автоматични ликвидни облекчения бяха налице, вкл. възможността банките да заемат срещу техни задължителни резерви и да трупат просрочия към НБХ. Постепенното преустановяване на рефинансирането нямаше желания ефект върху ликвидността на банките и върху широките пари, тъй като банките можеха много лесно и без никакви съществени наказания да използват автоматичните ликвидни облекчения.

Лихвени проценти

Сконтовият процент на НБХ до октомври 1993 г.¹⁹ е отрицателен в реални измерения. Той беше базисен процент за структурата на лихвения процент на НБХ. Преди началото на стабилизационната програма сконтовият процент се определяше, като се взимаха предвид и действителното и прогнозното ниво на инфлацията. Въпреки че намеренията бяха той да се поддържа положителен в реални измерения, впоследствие със задна дата се оказа отрицателен.

¹⁸ Jankov, Lj. (1994a). *Controlling Domestic Liquidity. Privredna kretanja ekonomska politika, Narodna banka Banka & Hrvatske Ekonomski institut Zagreb, Zagreb, p. 138.*

¹⁹ Администрирани лихвени проценти съществуваха още в бивша СФРЮ и биваха определяни според сконтовия процент на централната банка, който обикновено беше отрицателен в реални измерения.

Стабилизационната програма от октомври 1993 г.

Този период може да бъде разделен на два подпериода.

- **Първият** продължи от октомври 1993 г. до края на 1994 г.

Въпреки че НБХ през 1992 г. започна да реформира типа и ролята на инструментите на паричната си политика, главните промени бяха положени с началото на стабилизационната програма²⁰. Първата ѝ фаза (от октомври 1993 г.) успя с бързото сваляне на инфлацията от 1149.3% (ниво в края на 1993 г.) до -3% (в края на 1994 г.). Оттогава инфлацията остава ниска: в края на 1995 г. тя беше 3.7%. Този първи етап от стабилизацията, бързата дефлация, беше изключително успешен. През май 1994 г. хърватският динар бе заменен с валутната единица на Хърватска – куната. Преди започването на програмата новият банков закон и новият закон за валутните операции, който въведе конвертируемостта на текущата сметка, бяха приети от парламента. НБХ елиминира преките кредити (официално отменени към края на юли 1994 г.). Последва първоначално обезценяване от 21%. Горната граница за намеса във валутния курс беше определена на 4444 хърватски динара за една германска марка. Курсът рязко поскъпна и след това се стабилизира. Политиката на доходите ограничи растежа на заплатите в обществения сектор и държавните предприятия. Дефлацията беше изненадващо рязка, тъй като имаше неочаквано поскъпване на хърватския динар. Това първоначално поскъпване дойде в резултат на постъпилите капиталови потоци и на обръщането в национална валута на външните активи от предприятия и домакинства²¹. Част от поскъпването може да бъде обяснено с процеса, известен като рязко нарастване на ликвидността. Паричната политика стана публична, насочена към стабилна парична база. НБХ въведе свои облигации (ценни книжа) и осредняване на резервите. Осредняването на резервите доведе да по-голяма гъвкавост при изчисляването и попълването на минималните задължителни резерви. Уговорки за изкупуване чрез използването на облигации на НБХ и валутни суапове бяха въведени, с цел да се регулира месечната банкова ликвидност. Загребският паричен пазар беше основан през февруари 1993 г. от 26 банки и Загребската застрахователна компания. Той служи като посредник между банките за плащане на краткосрочни депозити на централната банка. Други банки съ-

²⁰ Villanueva и Mirakhor посочват, че макроикономическата стабилност и адекватният надзор са съществени предпоставки за успешната финансова либерализация. Guitián (р. 36) посочва, че въвеждането на инструменти на паричната политика е най-ефикасно и протича най-гладко в условията на стабилна макроикономическа среда и стабилна фискална политика и че е от ключово значение да се развие стабилна и конкурентна финансова система и адекватна надзорна структура.

²¹ Jankov, Lj. (1994a). *Controlling Domestic Liquidity*. *Privredna kretanja ekonomska politika*, Narodna banka Banka Hrvatske & Ekonomski institut Zagreb, Zagreb, p. 135.

що могат да ползват неговите услуги. Загребският паричен пазар функционира като два отделни пазара: единият е „за деня“, а другият – гарантираният пазар „за изплащане на следващия ден“. Междубанковият паричен пазар остава много ограничен, като пазарът „за изплащане на следващия ден“ е по-скоро разпределителен механизъм, отколкото пазар.

Главно средство на паричната политика станаха намесите в новооткрития валутен пазар. Поради бързото нарастване на нетните външни активи на НБХ делът на общата квота в общите активи на НБХ спадна от 848.9% в края на 1992 г. на 6.2% в края на 1993 г. Външните активи съставляват повече от 90% от активите на централната банка (85% през декември 1993 г., 94% през декември 1994 г. и 1995 г., 93% през март 1996 г.). През първата половина на 1994 г. НБХ продължи да поставя цели, насочени към нарастване на паричната база, към поддържане на *валутния курс в рамките на целите си* и в същото време контролира нивото на лихвения процент. През първата половина на 1994 г. стерилизацията беше повлияна от продажбите на облигации на НБХ, намалението на кредитите, отпускани на банки, и увеличението на законно установените резерви. През 1994 г. бюджетът беше с излишък. Правителството изплати задълженията си към НБХ. Стабилизационната програма постигна успехи дотолкова, доколкото държавното управление избягваше всякакви вземания от банковата система. Следователно един от компонентите на резервните пари не нараства. По този начин правителството показва обвързаността си със стабилизационната програма.

По време на туристическия сезон (май – септември) на 1993 г. НБХ откри рефинансиращ заем за закупуване на чуждестранна валута и пътнически чекове. Стерилизацията се превърна в ключов проблем.

НБХ успя да развие валутния пазар, тъй като не се появи друг паралелен пазар и не е възникнала многовалутна практика. Доверието във валутната система не е спадало, а постепенно се засилва.

Най-важни инструменти на паричната политика стават намесата във валутния пазар, аукционите на облигации на НБХ (операции тип „отворен пазар“) и изискванията за резервите.

Облигациите на НБХ (тези ценни книжа на централната банка бяха въведени през 1989 г. в бившата СФРЮ) се продаваха задължително главно на банките и съответно действаха като допълнение към задължителните резерви. Облигациите на НБХ станаха инструмент за поглъщане на свръхликвидността. Главната цел на облигациите на НБХ след октомври 1993 г. бе стерилизацията на паричните ефекти от намесата на НБХ на валутния пазар. До ноември 1993 г. те се продаваха поетапно, а лихвеният процент беше много нисък. Аукционните процедури бяха въведени през ноември 1993 г. Тъй като облигациите на НБХ бяха освободени от данък върху свръхликвите, това предизвика продажби на облигации на НБХ през първата четвърт на 1994 г., но само няколко банки участваха в аукционите. След време техниката на продажбите се подобри и главната промяна в издаването на облигациите на НБХ настъпи през март 1994 г.

НБХ реши да предложи лихвен процент, съответстващ на лихвените равнища на пазара на междувфирмените кредити, тъй като първоначално лихвените проценти бяха ниски и не успяваха да стимулират желаните нива на търсене на нейните облигации. НБХ реши да прикани банките към поносими лихвени проценти и обеми, надявайки се, че това ще накара банките да купуват облигациите. Това е правилно решение, тъй като банките показваха много слаб интерес към възможността за доходни печалби. Ако НБХ беше определила лихвения процент, банките щяха да проявят още по-малък интерес, защото дори и при такава нерискова и доходна инвестиция като закупуването на облигации на НБХ, централната банка трябваше да въведе отново облигациите си на задължителен принцип, тъй като не би могла да постигне целите си за стерилизация.

Това направи облигациите лесно продаваеми (и следователно улесни стерилизацията), но създаде много разходи за НБХ. Лихвеният процент на тези облигации стана най-високият измежду всички на НБХ. През февруари и март 1994 г. продажбите на облигации нараснаха драматично, тъй като доходността стана привлекателна поради повторното налагане на данъка върху свръхлихвите върху заеми. В началото облигациите не бяха привлекателни, липсаше интерес от страна на банките и други потенциални купувачи. За да окуражи пазарното търсене на своите облигации, през юли 1994 г. НБХ започна да предлага облигациите с отстъпка с цел да улесни развитието на вторичния пазар. Досега обаче за облигациите на НБХ има само първичен пазар. Видовете срочност бяха намалени до 7-, 35- и 91-дневни книжа. Честотата на аукционите бе сведена до три пъти седмично. През 1994 г. облигациите на НБХ, продадени на аукциони, станаха главният и на практика единствен инструмент на стерилизацията.

Сегментацията на пазара, породена от много близките отношения клиент – банка, и дефицитът на системата на вътрешните плащания затрудниха и банките при управлението на ликвидността. Те трябваше да се научат как да я управляват в новите условия, въпреки че тази задача беше до известна степен възпрепятствана от системата на вътрешните плащания. Правителството и НБХ предвиждат възстановителна програма за няколко „стари“ банки (с проблеми поради своята регионална и секторна експозиция), тъй като те затрудняват паричното управление и заплашват резултатите от стабилизацията. Възстановяването на проблемните банки започна с една от регионалните банки в края на 1995 г., и с други две през 1996 г.

През октомври 1994 г. беше сключено стенд-бай споразумение между МВФ и Република Хърватска. Като критерий за изпълнение на стабилизационната програма на фонда бяха определени тримесечни тавани на нетните вътрешни активи на банковата система за 1994 г. и първото тримесечие на 1995 г. Тъй като на банките беше разрешено да заемат срещу задължителни резерви, държани при НБХ, това доведе до резки колебания в паричната база и съответно до строг контрол на кредитите, отпускани на банковата система. Поставени бяха кредитни лимити върху на-

растването на нетните кредити от банковата система, отпускани на група големи, финансово затруднени предприятия. По този начин трябваше да бъде постигнат контрол върху здравата парична база и да бъдат защитени резултатите от стабилизацията. Контролът на нетните вътрешни активи трябваше да доведе до стабилност на платежния баланс и да защити валутните резерви. Стерилизацията с облигации на НБХ помогна да се неутрализира паричното въздействие върху платежния баланс.

Ликвидни облекчения

Необходимо условие за ефикасното управление на ликвидността е конкурентният финансов сектор. Финансовите институции трябва да отговарят на пазарните стимули, а банките да се стремят към максимални печалби, какъвто все още не е случаят с Хърватска, главно заради „старите“ банки, обременени със замразени активи и лоши кредити, тъй като главните им длъжници са и техни акционери. Възстановяването на някои от тези банки се очакваше от правителството и НБХ, но то започна само в три стари регионални банки към края на 1995 г. и началото на 1996 г. Трябва да се има предвид, че процесът на адаптация от страна на банките отнема време: те бавно се учат как да се възползват от изгодни възможности²² и как да управляват ликвидността си.

Таваните на ликвидните кредити бяха постепенно заменени с блокиране на разплащателните сметки на банките в НБХ. Това не се оказа ефикасно²³. През първите месеци от провеждането на програмата „автономното“, т. е. автоматичното използване на салдата по задължителните резерви, както и на други вторични, фактически инцидентни източници на ликвидност, беше широко.

През октомври 1994 г. Законът за платежните трансакции беше изменен, за да се въведат по-строги правила в платежната система. Те направиха невъзможно по-нататъшното използване на автоматичните ликвидни облекчения от страна на банките. Кредитите на централната банка, предоставени според конкретните обстоятелства, замениха тези ликвидни облекчения. За да се подобри платежоспособността на търговските банки, бе премахнато задължението за изплащане на същия ден (с изключение на правителствените, междубанковите и ограничена група високо приоритетни трансакции). Въведена беше концепцията за крайното изпълнение. След нейното приемане сетълментът за един ден се превърна в основна пречка за управлението на ликвидността, тъй като банките не можеха своевременно да знаят ликвидното си състояние. Беше предпочетен сетълмент за два дни, за да се помогне на банките да управляват своята ликвидност. Беше въведено двойно покритие: блокирането на разплащателните сметки на банките бе замислено като дисциплинарно

²² Главно инвестиции в облигации на НБХ.

²³ Някои банки лесно заобикаляха блокадата, като основаваха дъщерни фирми, неподлежащи на контрол от страна на НБХ.

средство срещу продължителните текущи овърдрафтове на банките.

За да помогне на банковата система да се справи с внезапните шокове, през октомври 1994 г. бяха въведени ликвидните кредити. На банките могат да бъдат отпускани кредити за ежедневна ликвидност, които са обезпечени с облигации на НБХ. Вместо автоматичните кредитни облекчения НБХ въведе облекчението кредитор от последна инстанция „по усмотрение“: банките ще имат достъп до тези кредити при условие, че удовлетворяват определени клаузи: кредити за временни ликвидни нужди; дневни кредити за спестявания и текущи сметки на домакинства, които трябва да се преустановят в близко бъдеще веднага щом системата на депозитните застраховки започне да действа; начален кредит за попълване на неликвидността, за да се помогне на тези банки, които ще бъдат възстановявани и които не могат да функционират в условията, създадени от реформата на платежната система.

Докато застраховките на спестовните депозити влязат в сила (според закона за Агенцията за застраховане на спестовните депозити на домакинствата и банковото възстановяване²⁴), НБХ отпуска т. нар. дневни кредити на банки, които имат недостатъчни салда по разплащателните сметки, за да покрият тегленията от сметките на домакинствата. Ако дадена банка очаква тегления от тези сметки, тя може да поиска дневен кредит, който трябва да бъде върнат в края на деня.

Новите ликвидни кредити са единственият канал за създаване на парична база, при който инициативата идва от търговските банки. Въпреки че тези кредити намаляват контрола от страна на НБХ върху паричната база, те са необходими поради много напрегнатата ликвидна ситуация, създадена от стабилизационната програма. Сега губещите предприятия оцеляват с по-малко банкови кредити, като намаляват своите валутни активи, което води до вътрешни просрочия. Това създава напрежение за валутния курс и паричната политика на НБХ.

През декември 1994 г. бяха въведени т. нар. първоначални кредити. Те биваха предоставяни на банки, изпитващи проблеми в очакване на банковото възстановяване. Тези кредити всъщност представляваха попълващи дефицита заеми, отпускани на банки, често използвали вторични ликвидни източници през третото тримесечие на 1994 г. Най-голямо количество бе заето от няколко изпитващи сериозни проблеми с ликвидността банки. На банките, които взимаха тези кредити, не беше разрешено да увеличават кредитите или другите активи, те трябваше да изплатят кредита и след това да теглят отново.

Нов инструмент под името кредит за намеса беше въведен, за да засили дисциплината в паричното управление на банките (особено проблемните банки). Това е специален аварийен изход, който замени дотогаваш-

²⁴ Същата агенция отговаря за възстановяването на банките и застраховането на депозитите.

ното автоматично продължаване на овърдрафтния кредит на проблемни банки. Ако една банка в края на деня след използването на заем от паричния пазар (и всякакъв разполагаем ломбарден кредит) има отрицателно салдо по разплащателните сметки, НБХ отпуска краткосрочен кредит за намеса. Той може да се използва за не повече от два дни и не повече от три пъти месечно. Ако дадена банка не е в състояние да го изплати, тя трябва да представи молба за удължаване на кредита към НБХ, информация за състоянието си, план за разрешаване на проблема и план за паричния поток за следващите 30 дни. На банките, които са използвали тези кредити, не е разрешено да увеличават кредитите си или другите си активи. Наказание се извършва чрез блокиране²⁵ на банката. Изоставането на банковото възстановяване доведе до честото използване на кредитите за намеса, тъй като неликвидността на затруднените банки не им позволява да разрешават проблемите си без прибягване до този наказателен източник на ликвидност. Съществуваше опасност от криза в доверието поради повтарящите се прекъсвания в плащанията на банките.

Идеята за началните кредити и кредитите за намеса беше да се окурат затруднените банки да прибягнат към „доброволно възстановяване“.

Управление на държавните депозити

На 1 октомври 1994 г. беше извършено прехвърляне на правителствените депозити от банките в НБХ, което понижи ликвидността на банките.

Министерството на финансите започна да развива собствена хазна и откри една-единствена правителствена сметка, държана в НБХ. Повечето държавни влогове бяха депозирани в двадесетина търговски банки на базата на дела на държавния приход, идващ от района, обслужван от всяка банка. Поради липса на координация между НБХ и Министерството на финансите обаче един особено полезен инструмент на паричната политика не може да се използва, когато други парични инструменти и финансови пазари все още не са достатъчно развити. Централната банка може да се намесва, като прави краткосрочни трансфери на държавни депозити към и от търговски банки. Когато от търговска банка се прехвърлят депозити към централната банка, ликвидността на банките намалява. Тази мярка изисква тясно съгласуване с държавното управление на наличностите.

• **Вторият подпериод** започна в края на 1994 г., когато бяха въведени повече пазарноориентирани инструменти: ломарден кредит и уговорки за изкупуване в облигации на НБХ и частични промени в механизма за изчисляване на задължителните резерви.

²⁵ Това става по следния начин: плащанията по сметките на вложителите се блокират, за да се санкционира банката за неплащането на кредита.

През ноември 1994 г. беше въведен ломбардният кредит с облигации на НБХ като обезпечение. Той съществуваше и преди в рамките на общата квота, но поради неадекватни обезпечения не можеше да се използва като ефикасен инструмент на паричния пазар. До август 1994 г. на банките не бяха предлагани нито ломбардни кредити, нито рефинансирани. Ломбардният кредит може да се използва по преценка на банките. Облигации на НБХ трябва да се представят като обезпечение. Отначало те бяха оценени на 100% от равностойността си. Лихвеният процент е определен на 1.5 на сто над този на облигациите на НБХ (обезпечение). В началото тя блокираше приходите на банка, натрупваща просрочия върху изплащането на ломбардният кредит. След това приходите се отклоняваха, за да се изплати кредитът. Тази практика по-късно беше изменена: просроченият ломбарден кредит се третираше като кредит за намеса, подобряващ пазарната дисциплина.

Лимитът за ломбардният кредит отначало беше определен на 15 работни дни за календарен месец, а по-късно скъсен до 12 работни дни.

Задължителни минимални резерви

В началото на 1994 г. беше въведен лихвен процент от 5.15 на сто върху задължителните минимални резерви, който по-късно беше отменен. На 9 януари 1995 г. той бе въведен отново, за да позволи банките да управляват гъвкаво ликвидността си. През януари 1995 г. лихвените проценти по задължителните минимални резерви бяха слети в един независимо от срочността на депозитите (28.3% върху всички депозити). Постепенно и спестовните банки бяха подложени на същите изисквания за резервите като търговските банки. Поради проблеми със стерилизацията през юни 1994 г. НБХ реши временно да увеличи изискванията за резервите. Тя въведе „облигации на НБХ на задължителни начала“. Коефициентът на изискванията за резервите нарасна на 41%. НБХ променя много активно изискванията за резервите, тъй като не разполага с други инструменти или те са много скъпи (облигации на НБХ). Правителството все още не е подготвило емисия краткосрочни ценни книжа, а вторичен пазар не съществува. Следователно коефициентите на резервите се увеличиха, тъй като стана все по-трудно да се изтегли ликвидността. През юни 1996 г., след началото на възстановяването на три затруднени банки, изискванията за резервите слабо се понижиха.

Уговорки за изкупуване

Уговорките за изкупуване на облигации на НБХ започнаха през ноември 1994 г., но само две бяха използвани за инжектиране на сезонна ликвидност в края на годината. НБХ не разчита особено на този инструмент, предпочитайки използването на аукциони на облигации на НБХ. Уговорките за изкупуване и за обратно изкупуване са гъвкав инструмент, позволяващ много фино управление на ликвидността на паричния пазар, но

достатъчно дълбоките финансови пазари са необходимо условие за доброто им функциониране. В случай на спешна необходимост от ликвидност НБХ е готова да използва уговорки за изкупуване от 3 до 5 дни. НБХ предостави на банките възможността да правят уговорки за изкупуване помежду си, но към нея не беше проявен достатъчен интерес.

Лихвени проценти

Целият период след октомври 1993 г. премина под знака на рестриктивната парична политика и относителната нееластичност на търсенето.

Основният механизъм на трансмисия на непрекия паричен контрол е чрез промени в краткосрочните лихвени проценти на паричните пазари и на пазарите за облигации на централната банка. Сконтовият процент на НБХ се коригираше ежемесечно до март 1994 г., когато бе определен на 11 на сто годишно, но през септември 1994 г. слезе на 8.5 на сто. Оттогава той стои на това ниво, но загуби стойността си на източник на обратна информация. В резултат на антиинфлационните мерки лихвеният процент падна драстично през първата половина на 1994 г. и стана положителен в реално изражение. Реалният кредитен процент (както и спредът) стана изключително висок – около 10 – 12 процентни пункта.

В началото на стабилизационната програма лихвените проценти, определени от НБХ, като цяло бяха под пазарните. Тогава НБХ реши да промени структурата на лихвените си проценти. Сконтовият процент стана положителен в реално изражение. Лихвените проценти върху ликвидните облекчения станаха много високи особено в началото на програмата. Стана очевидно, че банките започнаха да реагират на лихвения процент като инструмент, тъй като само няколко банки теглиха от ликвидните кредити на НБХ и повечето банки започнаха да спазват наредбите на НБХ. През октомври 1993 г. хърватското правителство въведе данък върху свръхлихвата, но това принуди банките да се съревновават на базата на такси и услуги. В резултат таксите се увеличиха. Отмяната на данъка през декември 1993 г. не доведе до увеличаване на лихвените проценти. Правителството въведе отново данъка през февруари 1994 г., като го наложи и върху таксите, въпреки че това води до конкуренция на дъмпингови цени и изкривяване на посредничеството, т. е. възпрепятства развитието на непреките инструменти на паричната политика. Вземането на данък върху свръхлихвата пречи на лихвения процент да играе съществена роля в трансмисията на паричната политика. Банките бяха обекти на известен психологически натиск, за да задържат лихвения процент нисък, но количеството и цената на парите не могат да бъдат едновременно определяни от централната банка. Търсенето на облигации на НБХ се увеличи, тъй като тези лихвени проценти бяха свободни от данък върху свръхлихвата.

Известно е, че „ще има ограничено поле за действие на непреките инструменти, освен ако всички краткосрочни лихвени проценти са били освободени и банките имат възможност да определят депозитните и кре-

дитните проценти“²⁶.

Лихвените проценти остават високи (среднопретеглените стойности на лихвените проценти по депозитите на банките в куни бяха 4.8 на сто през март 1996 г., а на тези по кредитите – 29.4 на сто). Спредът е изключително висок и сочи монополистична и/или неефективна практика²⁷. Скоро след началото на възстановяването на трите затруднени банки лихвените проценти на паричния пазар в Загреб показаха обаче слабо понижение.

Изисквания за резерви

Лихвен процент върху изискванията за резерви беше въведен през 1994 г. – 5.15 на сто годишно (среднопретеглената стойност на лихвените проценти по депозитите на банките за 1994 г. беше около 4.14%)²⁸. В бивша СФРЮ инцидентни дефицити не се санкционираха, а наказателната лихва беше под междубанковия процент. Общоприето е мнението, че наказателната лихва би трябвало да бъде категорично формулирана: тя трябва да е поне два пъти колкото алтернативния разход, за да бъде ефективна²⁹. През 1993 г. и 1994 г. наказателната лихва в Хърватска беше висока, така че през декември 1994 г. например тя бе 19% годишно. (Сконтовият процент на НБХ беше 8.5 на сто годишно.)

През март 1994 г. коефициентът беше вдигнат на 27.3%, но коефициентът върху срочните депозити с падеж, по-дълъг от 3 месеца, беше намален на 15.8%. Периодът за поддържане на резервите беше 10 дни и банките трябваше постоянно да спазват изискванията. При временен дефицит на ликвидност на банките им беше разрешено да заемат тези резерви при наказателни лихви. Заеманията срещу задължителни резерви се превърна в значителен източник на ликвидност (въпреки наказателната лихва от 19%) и достигна 12% от общите задължителни резерви. Повечето заемания бяха извършени от четирите неликвидни банки.

Осредняването на резервите (от средата на 1994 г.) предостави големи

²⁶ Guitian, M. (1994). *The Adoption of Indirect Instruments of Monetary Policy*, IMF, October 26, 1994, p. 80.

²⁷ Среднопретеглената стойност на кредитните проценти върху всички кредити в куни на търговските банки беше 29.7 на сто през януари 1996 г., върху краткосрочните кредити – 28.5 на сто, върху дългосрочните – 16.2 на сто. Кредитните проценти общо върху всички депозити в куни бяха 17.7 на сто, докато годишната инфлация през 1995 г. беше 2%. Тя отразяваше няколко фактора: олигополистична структура на банковото дело, все още действащите леки бюджетни ограничения и неликвидните активи на старите банки, дължащи се на предишни опити на правителството да подобри платежоспособността на търговските банки.

²⁸ „Лихвените проценти върху изискванията за резервите позволява разделянето на паричния от фискалния им аспект.“ Hardy, D.C. (1993). *Reserve Requirements and Monetary Management – An Introduction*, IMF Working Paper, IMF, April 1993, p. 19.

²⁹ Пак там, p. 23.

възможности на банките да се научат как да управляват ликвидността си, като наблюдават салдата по разплащателните си сметки и се възползват от доходните възможности да отпускат кредити на банки с дефицит.

Изискванията за резервите са въведени за спестовните банки. По закон само малкият бизнес и частни лица могат да имат сметки и да поддържат депозити в спестовните банки, но има данни, че и някои юридически лица поддържат депозити в спестовни банки. Съществуват следователно две причини за налагане изискванията за резерви на търговските банки: ако търговски и спестовни банки извършват подобен бизнес с подобна база клиенти, това може да доведе до промени в паричната база. От друга страна, вземайки предвид изостаналостта на надзора, основан през 1993 г., в областта на спестовните банки, по-високи изисквания за резервите биха действали като гаранция за банковата ликвидност.

НБХ променя много активно изискванията за резервите, разчитайки много на този инструмент да елиминира излишната ликвидност. Само през 1994 г. нивото на резервите на НБХ се увеличи няколко пъти.

От средата на януари 1994 г. НБХ ограничи (за целите на гореспоменатата ликвидност) използването на задължителните резерви до 50% и въведе по-висока наказателна лихва. От март 1994 г. НБХ започна да изплаща лихви по задължителните резерви. Днес лихвеният процент върху задължителните резерви е 5.5 на сто, което прави средно 7 на сто, ако се добави процентът на задължителните наличности от облигации на НБХ (през април 1996 г. този лихвен процент беше 16.5 на сто годишно). Банките определено не могат да се оплачат от високи разноски, тъй като през април 1996 г. средната претеглена стойност на депозитния лихвен процент на банките беше 4.8 на сто. Този висок коефициент на резервите се възприема като висок данък върху посредничеството и беше вдигнат до това ниво за целите на паричната политика, тъй като липсваше по-добър непряк паричен инструмент.

На 9 януари 1995 г. беше въведено осредняване на резервите³⁰, с цел да се позволи на банките по-голяма гъвкавост при управляването на ликвидността им. Според Харди³¹ „... осредняването ще бъде особено важно в по-малко усъвършенстваните финансови системи, където слабостта на междубанковия пазар и дългите и променливи изоставания на клиринга и цялата система водят до неволни отклонения в банковата ликвидност“. За да управляват ликвидността на търговските банки, централните банки заменят изискванията за изоставашите резерви със съвременни изисквания за задължителни резерви. Второто разрешава на банките да имат случайни дефицити в резервите в края на деня. Банките трябва да отговарят на техните изисквания в предписания интервал от време. Коефи-

³⁰ Hardy, D.C. (1993). *Reserve Requirements and Monetary Management – An Introduction*, IMF Working Paper, IMF, April 1993, p. 17.

³¹ Пак там, p. 17 – 18.

циентът на задължителните резерви се изчислява на базата на всички депозити в националната валута (с малки изключения). Процентът сега е уеднаквен, за да се избягнат нарушенията и да се постигне по-стабилна база, т. е. да се улесни контролът над паричните агрегати. Кръгът от финансови институции, които трябва да се придържат към изискванията за резервите, е разширен от включването на спестовни банки, макар че лихвеният процент на задължителните резерви за тях да е 7.5 на сто. (За депозитите на дъщерни банки задължителните резерви са 100%.) Санкциите са много високи. Парите, държани в банките, са включени, но изискването за минимални ликвидни активи беше отменено.

Добре известно е³², че промените в изискванията за резервите се използват за прилагането на паричната политика като друг добър подход, когато липсват други инструменти или употребата им е много скъпа. Преди затруднените банки да се възстановят и икономиката да заработи при твърди бюджетни ограничения, е трудно да се понижат изискванията за резервите въпреки много високия коефициент.

Намесата на валутния пазар остава главният инструмент на „създаването на пари“.

Уговорки за обратно изкупуване на чуждестранна валута

Централната банка експериментира с няколко форуърдни валутни суапове, но тъй като вътрешният паричен пазар, спот и форуърдните валутни пазари не са добре развити, тя преустанови тази практика.

Уговорки за обратно изкупуване на облигации на НБХ

Операциите по изкупуването са важна стъпка към по-голяма гъвкавост на паричните операции. Междубанковият паричен пазар обаче остава ограничен и банките са все по-малко склонни да държат облигации на НБХ поради затегнатата им ликвидна позиция. Следователно централната банка не разчита особено на този инструмент, а предпочита използването на аукциони на своите облигации като начин за намеса.

Заклучение

Реформите на инструментите на паричната политика обикновено са свързани с елиминирането на преките кредитни тавани на търговските банки, с отменянето на автоматичните улеснения за заеми, със създаването на първичен и вторичен пазар за облигации (правителствени или на централната банка), с въвеждането на уговорки за обратно изкупуване в облигации на централната банка и други ценни книжа, с реформите в ликвидните кредити на централната банка. Хърватска започва да реформира инструментите на паричната си политика през 1993 г., но все още й

³² Пак там, р. 9.

предстои много. Развитието на непреките инструменти като цяло е комплексен процес и неговото извършване изисква значителен период от време особено при икономиките в преход.

Тъй като търговските банки винаги можеха да заемат от НБХ поради ликвидните облекчения, е много трудно да се развие междубанков пазар и търгуване на облигации на НБХ. Автоматичните ликвидни облекчения постепенно се преустановяват, новите функционират по усмотрение на НБХ и банките ще трябва да разчитат повече на междубанковия пазар, когато се нуждаят от средства. Междубанковият паричен пазар беше създаден през февруари 1993 г., но е все още в ранна фаза на развитие.

През юни 1996 г. все още няма държавни ценни книжа. Сигурни и ликвидни ценни книжа следва да се търгуват на първичния пазар, а правителството трябва да плаща навреме облигациите си и да престане да трупя просрочия към банките и предприятията. Уговорките за прави и обратни репосделки в облигации на НБХ (по-късно в държавни и други ценни книжа) трябва да продължат да се развиват. Те са много гъвкави и лесно се приспособяват към целите на централната банка.

Валутните покупки на НБХ се използват като главен инструмент при контролирането на паричната база и по този начин спомагат за постигането на антиинфлационните цели. Това беше необходимо, тъй като през януари 1992 г. Хърватска нямаше никакви валутни резерви и такива тепърва трябваше да се изграждат. Добре известно е, че обикновено нито нетните външни активи на централните банки, нито техните заеми към правителството се влияят от действащата парична политика. Традиционните инструменти на паричната политика влияят върху паричното предлагане, променяйки резервните пари или паричния мултипликатор. Промените във външните активи отразяват притока и изтичането на капитали по платежния баланс и трябва да се разглеждат като приоритет в политиката. Като цяло те не могат да се влияят едновременно за постигането на желания валутен курс и необходимите равнища на резервни пари и на паричната маса³³. Следователно НБХ ще трябва да развие други средства за създаване на парична база.

Маккинън и Шоу³⁴ изтъкват, че главната цел на централната банка трябва да бъде насърчаване развитието на вътрешните капиталови пазари, така че спестяванията на населението да бъдат привлечени във финансовата система. Според тях трудностите не идват толкова от липсата на възможности за доходни инвестиции (което би изисквало намаление на лихвените проценти), а от неадекватния поток парични спестявания за финансиране на инвестиционните проекти. Следователно изключително важно е лихвените проценти да останат положителни в реални измерения и да са пазарнообосновани веднага щом се постигне конкурентност.

³³ Narvekar, P. R., B. B. Aghevli, M. S. Khan, B. K. Short (1979). *Monetary Policy in SEACEN Countries*, IMF Working Paper, 12 July 1979, p. 15.

³⁴ *Ibid.*, p. 7.

Важно е да се спомене, че мерките за смяна на собствеността и ефективният контрол на банките от длъжниците (наследство от предишната система) са задължителни, както и възстановяването на банките. И двете са необходими, за да се елиминира/намали и избегне проблемът с риска относно почтеността на клиента, което би могло да стане чрез възстановяване на банките и реструктуриране на предприятията, промяна в структурата на хърватското банково дело от олигополистична на конкурентна, засилване на банковия надзор и регулиране, развиване на платежна система, отговаряща на изискванията за една съвременна пазарна икономика, запазване независимостта на централната банка, установяване на пазарно формиран базисен лихвен процент.

Понякога е препоръчително да се използва подход на „затягане на коланите“ по време на процеса на преход от преки към непреки инструменти на паричен контрол: за известен период преките и непреките инструменти могат да съществуват съвместно, докато финансовите пазари се развият достатъчно, за да осигурят ефективността на непреките инструменти. Такъв всъщност е случаят с Хърватска, но не трябва да се пренебрегва фактът, че централната банка не може да изпълнява задачите си да пази стабилността на националната валута, ако важните процеси в реалния и фискалния сектор изостават.

Библиография

1. Anusic Z., Z. Rohatinski, V. Sonje (1995). *A Road to Low Inflation Croatia 1993 – 1994, The Government of the Republic of Croatia, Zagreb, May 1995.*
2. Croatian Government (1994). *Memorandum of the Government of the Republic of Croatia on Economic Policies.*
3. Guitian, M. (1994). *The Adoption of Indirect Instruments of Monetary Policy, IMF, 26 October 1994.*
4. Hardy, D.C. (1993). *Reserve Requirements and Monetary Management-An Introduction. IMF Working Paper, IMF, April 1993.*
5. Hilbers, P. (1993). *Monetary Instruments and Their Use During the Transition from Centrally Planned to a Market Economy, IMF Working Paper, IMF, November 1993.*
6. Jankov, Lj. (1994a). *Controlling Domestic Liquidity. Privredna kretanja ekonomska politika, Narodna banka Banka Hrvatske & Ekonomski institut Zagreb, Zagreb.*
7. Jankov, Lj. (1994b). *Monetary Policy and Inflation in Croatia. Reform Round Table. Working Paper No. 10., Institute for Development and International Relations, Zagreb, April 1994.*
8. Jurkovic, P. & Skreb, M. (1994). *Financial Reforms in Croatia, NBC, September 1994.*
9. Skreb, M. (1994). *Banking in Transition – the Case of Croatia, NBC Working Papers, NBC, Zagreb, September 1994.*
10. Skreb, M. (1995). *Recent Macroeconomic Developments and Financial Sector Changes in Croatia, Working Paper, Università di Trento.*

11. Narvekar, P. R., B. B. Aghevli, M. S. Khan, B. K. Short (1979). *Monetary Policy in SEACEN Countries*, IMF Working Paper, 12 July 1979.

12. Saal, M.I., L. A. Zamalloa (1994). *Use of Central Bank Credit Auctions in Economies in Transition*, IMF Working Paper on Policy Analysis and Assessment, IMF, June 1994.

13. Villanueva and Mirakhor (1990) as cited in Hilbers (1993).



Значението на независимостта на централната банка в условията на преход

Кетрин Шепърд

Кетрин Шепърд е специалист по програмата „Фулбрайт“, УНСС – София, и СУ „Св. Климент Охридски“.

Независимостта на централната банка е един от основните въпроси при всяка дискусия за паричната политика. Икономиките в преход се сблъскват със специфични проблеми, свързани както с новоизгражданите стопанства, така и с преминаването от старата банкова и финансова система към нова, пазарноориентирана, целяща увеличаване на печалбата. Преди да разгледаме специфичния характер на икономиките в преход, е необходимо да изясним какво се разбира под независимост на централната банка. Едва тогава можем да определим предимствата на автономната или на интегрираната структура на централната банка. Трябва да отчетем условията, при които се извършва преходът, и тогава цената за съществуването на независима централна банка вече може да бъде повече или по-малко определена.

Независимостта (автономността) не е отделен фактор, а синтез от различни функционални и структурни аспекти от дейността на централната банка, банковия сектор и социално-политическата система, която той обслужва. Проведени са няколко сравнителни изследвания на независимостта на централни банки, като са използвани механизми за ранжиране, съчетани с критерии, на които са зададени различни тегла, за да може съответно да се постигне количествена оценка.¹ Съвкупност от четири фактора характеризира тези количествени измерители.

На първо място стои начинът за избор и назначаване на членовете на управителния съвет на централната банка и на нейния управител. Тук могат да се включат както продължителността на мандатите на управляващите банката, така и разпределянето на правомощията между съвета и неговия председател. В отделните централни банки продължителността на мандатите варира от четири или пет години до 14-годишния мандат за членовете на съвета на Федералната резервна система на САЩ. Разпределянето на правомощията между председателя и съвета

¹ Alesina, Alberto and Roberta Gatti. *Independent Central Banks: Low Inflation at No Cost? American Economic Review*, May 1995, pp. 196 – 200.

съдържа по-скоро качествен елемент и изисква задълбочена оценка на опита на съответната централна банка.

Втора е оценката на законовата уредба на независимостта. Обикновено се акцентира върху възможността тя да се ограничава чрез законови разпоредби. Пример за това могат да бъдат нормативните изисквания за кредитиране на бюджетния дефицит, които променят контрола и гъвкавостта на операциите на открития пазар и паричната политика. Обикновено се наблюдава имплицитно или експлицитно обвързване на решенията на централната банка с планове на правителството за държавния бюджет. Тъй като валутният курс често е пряко свързан с бюджета, ако се спазва изискването за ефективност на планирането, централната банка трябва да поддържа равнището му през целия период, за който е приет бюджетът.

Третият фактор, който трябва да разгледаме, е финансовата автономност на банката. Разбира се, банките, които не изпитват нужда от финансиране, като например Федералната резервна система на САЩ, са независими в по-голяма степен, отколкото тези, които трябва да доказват пред бюджета своите потребности. Само малък брой централни банки могат да си позволят лукса да се самофинансират, като равнището на потребностите им може рязко да варира дори в страните с развита икономика.

И накрая, паричните инструменти, с които разполага централната банка, са също мярка за нейната независимост. Юридическите правомощия за регулиране на финансовите структури, търговията, притока на чуждестранна валута, управлението на държавния дълг са твърде различни в отделните централни банки. Наличието на механизми за сконтиране и на съотношението „банкови резерви/депозити“ предлага допълнителна възможност за оценка.²

Не е съвпадение, че банките с най-големи показатели за независимост съгласно тези групи критерии като цяло успяват да поддържат ниска инфлация, докато тези, които са по-зависими, имат сравнително малък успех при контрола върху нея. Често определянето на независимостта на централната банка е свързано с оценка на източниците за ефективен контрол върху инфлацията. Централните банки на Германия и Швейцария могат да се посочат като най-независими, в САЩ, Япония и Холандия те имат висока степен на независимост, докато в Испания, Австралия и Нова Зеландия (при старата структура на централната ѝ банка) са слабо автономни.³

Тези резултати съответстват на изводите за ролята на централната

² Cukierman, Alex. *Central Bank Independence and Monetary Control. Economic Journal*, vol. 104, issue 427, November 1994, pp. 1437 – 1448.

³ Alesina, Alberto and Lawrence Summers. *Central Bank Independence and Macroeconomic Performance: Some Comparative Evidence. The Journal of Money, Credit and Banking*, 25, 1993, pp. 151 – 162.

банка и приноса на независимостта ѝ за регулиране на инфлацията, но каузалната интерпретация на подобни наблюдения трябва да бъде много внимателна. Според разглежданите фактори централните банки на страните в преход не са прекалено независими, но постигат твърде различен успех в овладяването на инфлацията. В тези страни е неоправдано независимостта да се разглежда като определящ фактор за контрол върху инфлацията. Изграждането на статута на централната банка в страните в преход често позволява голяма степен на самостоятелност, но фискалните ограничения силно обвързват банките с провеждането на различни парични мерки, които не могат да бъдат определени като действия, присъщи на една независима политика. В условията на преход е възможна честта смяна на целите на централната банка в зависимост от политическите условия. В такива неравновесни системи независимостта може да бъде ограничена и посредством небазирани се на опита аргументи за реформи. Неотдавна Народното събрание на България институционализира реформа, която още повече ограничи независимостта на централната банка, като му позволи да контролира смяната на членовете на Управителния съвет и ограничи автономния избор на ръководство на банката. Това беше извършено с минимум открити дебати и без реално доказателство, че промените ще доведат до подобряване на нейното функциониране или на паричната политика.

Определянето на независимостта на централната банка посредством разглежданите четири фактора се ограничава до компонентите от дейността на банката и не винаги е свързано с нейните действителни решения. По-пълната оценка на поведението на централната банка и на връзките между нейната независимост и провежданата парична политика дава аргументи както за, така и против нейната автономност.

Три аргумента в подкрепа на независимостта на централната банка

Първо, паричната политика трябва да бъде изолирана от политическо влияние.

Има няколко довода в подкрепа на действията на тези централни банки, които не следват политическите кръгове. Основното опасение е, че политиката генерира решения, които по своята същност са краткосрочни. По време на избори тя насърчава такава парична политика, която има краткосрочни позитивни икономически въздействия. Дългосрочните резултати се пренебрегват в полза на краткосрочни ефекти във връзка с увеличаване на възможността за преизбиране. По отношение на централната банка това се изразява в експанзионистична фискална политика и натиск за финансови решения в рамките на нерестриктивна парична политика. Краткосрочните ефекти прерастват в дългосрочен инфлационен натиск. Многократно са изтъквани доказателства за дългосрочните отрицателни последици от инфлацията. Освен преразпределителния ефект

за стопанските субекти инфлацията подкопава и оперативната стабилност на финансовата система. В САЩ са налице данни, че инфлацията през 70-те години е допринесла за нерационалната структура на спестяванията и заемите през 80-те години. Българският опит също показва трудностите, които банките изпитват при засилващи се и затихващи инфлационни импулси. Това довежда до огромни допълнителни разходи за икономиката и въздейства отрицателно върху доверието на населението в централната банка.

Освен по време на избори в по-общ смисъл политическите цели често служат сами на себе си или са насочени към определен електорат. От друга страна, стратегията на централната банка не трябва да преследва подкрепа за политическата сила, която е на власт в момента, а дългосрочно и стабилно развитие на икономиката и паричната система.

Второ, независимостта на паричните власти позволява на централната банка да изказва „външно“ мнение за политиката на правителството.

Паричните власти могат да предоставят експертно мнение за икономиката и международните условия, като автономността им засилва достоверността на тяхната информация. Тази експертиза може в бъдеще да балансира фискалните мерки, увеличавайки ефективността на политическите действия. Тъй като всяка централна банка е в правото си да критикува правителствените предложения или политика, съобразяването с критични забележки, направени от независима централна банка, е по-голямо, отколкото от банка, която е в прекалено тесни взаимоотношения с правителството. Така например независимите централни банки могат да играят съществена роля чрез компромисни оценки за данъчните постъпления, използвани за целите на държавното планиране. Неотдавнашната продължителна борба около приемането бюджета на САЩ, в която бяха използвани и твърде оптимистични, и твърде песимистични параметри за икономическото развитие от представители както на Републиканската, така и на Демократическата партия, е безспорна илюстрация за границите на несигурността. Важността на преценката на централната банка рязко се увеличава, когато в условия на силно изразена нестабилност се вземат решения за бъдещото стопанско развитие, т. е. при такива условия, които са характерни за страните в преход.⁴

Трето, независимата централна банка си извоюва безспорен авторитет с отговорността по провеждането на паричната политика.

Политиката на независимата централна банка несъмнено е прерогатив на нейните експерти по паричен контрол. Безспорно вероятността да бъде гарантирано провеждането на паричната експертиза е по-малка, ако

⁴ В своята разработка „Паричен пазар, прогнозиране и парична политика в условията на преход“ Стефан Петранов разглежда тези въпроси, описвайки свързаните с провеждането на паричната политика трудности, които възникват в резултат на увеличената степен на несигурност при бързопроменящи се икономически условия.

избрани висши правителствени служители определят паричната политика. Тук се съдържат няколко важни момента. Независимата централна банка може да провежда непопулярни мерки. Тя е освободена от политическите последици от тях и нейните решения в много по-малка степен ще бъдат считани за грешки и много повече ще бъдат признати за препоръки на експерти. Нещо повече, липсата на експертно мнение може да срине доверието в банковия сектор. Това се забелязва особено ясно, когато политическите решения се взимат открито и финансовият сектор може да критикува неекспертното мнение на избрани висши правителствени служители. Независимата централна банка може да избегне подкопаването на доверието, като разсее страха, че паричната политика ще се определя от непрофесионалисти. Същевременно тя увеличава възможността за дългосрочна координация между фискалната и паричната политика. Централните банки, които могат да провеждат паричната си политика чрез въздействие върху бюджета и при политически смени, увеличават желанието за сътрудничество от страна на фискалните власти. Последните трябва да приемат дългосрочната рамка на паричната политика при проектирането на дейностите по изпълнението на бюджета. Като резултат от това се засилва координацията на политическите действия.

Макар тези три фактора наистина да внушават важността на независимостта на централната банка, съществуват и други аргументи, които могат да бъдат изтъкнати в подкрепа на интегрирания подход между паричните и фискалните власти.

Аргументи в подкрепа на интегрирането на централното банкерство и изпълнителната власт

Първо, паричната политика трябва да отразява принципите, залегнали в основата на националната икономика. Във всяка страна тя трябва да бъде считана за изключително важна и правителството е отговорно за гарантирането на нейния успех. В демократичните общества това включва системата за подотчетност, която за висшите правителствени служители е постигната чрез подотчетност към гласоподавателите. Независимите централни банки не са предмет на същата тази съвкупност от критерии и отразяват различните принципи, възприети за повечето национални институции.

Второ, независимото вземане и изпълнение на решенията може да влезе в конфликт с политиката на правителството, която е насочена към по-голямо социално благосъстояние при специфичните условия на дадена страна. Докато никой не се съмнява, че централната банка може да защити обосноваността на своята политика, тя може да избере съвкупност от цели, които не съответстват на една по-широка рамка от реше-

ния. Това важи най-вече за инфлационната политика, където банката може да преследва ниско равнище на инфлацията, без да отчита другите цели, които в една определена система могат да изместят контрола върху инфлацията. Съсредоточаването на вниманието върху последното налага на всички централни банки определени външни норми на поведение, увеличаващи вероятната им чувствителност към други въпроси. При формулиране на приоритетите си независимата централна банка може да не е достатъчно чувствителна към по-широка рамка от цели извън банковата система.

Трето, независимостта увеличава трудностите при координиране на целите между правителството и централната банка. Този фактор внася по-прагматични елементи в съгласуването на паричната и фискалната политика, но въпреки това не е от изключително значение за тяхната ефективност. Автономността на централната банка силно насърчава самостоятелното развитие на паричната политика и жертва предимствата от постигането на координирана парична и фискална стратегия, особено в краткосрочен аспект. Планирането на съгласувана политика може да ускори нейното осъществяване и да увеличи ефективността на заложените в нея решения. Могат също да се правят промени и корекции, които се налагат от оценките за въздействието на тази политика или нейното изменение.

Изводи

Както доводите за, така и доводите против независимостта на централната банка са тясно свързани с проблема за развитието на адекватна на съществуващите общоикономически условия парична политика. Предложените фактори за оценка и ранжиране на независимостта са уместни, когато контролът върху инфлацията е основна цел и развитието на паричната политика е независимо от останалите стопански цели. За страните в преход обаче най-важната цел на централната банка е изграждането на здрава и стабилна система от капиталови пазари и добре функционираща банкова система, подобно на икономически развитите страни.⁵ Без съществуването на стабилен банков сектор по-тесните цели на паричната политика не могат да бъдат постигнати. Критиката към паричната политика, произтичаща от разбирането, че овладяването на инфлацията не трябва да подлага на риск банковата система, е неуместна в условията на нововъзникващите пазари.

Обособяването на въпросите, свързани с независимостта на централната банка, на групи фактори с положително и отрицателно въздействие върху паричната политика, става още по-трудно. Съществуването на доб-

⁵ Катя Пекаревич от Народната банка на Хърватско разглежда въпроса за целта на централната банка в условията на преход при различния първоначален размер на държавния дълг в отделните страни.

ри механизми извън официалните отношения затруднява оценката и определянето на действията на централната банка. Все по-голямо значение за постигане на целите придобиват вероятни рискове и случайности. Както банките може да нямат необходимата информация за ограничаване на риска от погрешен избор при управлението на кредитния си портфейл, така и централната банка може да направи неправилен избор при издаването на банкови лицензи. Финансовата система е възможно просто да не функционира, така че да минимизира или дори да намали тези вероятни рискове и случайности така, както бихме желали при една стабилна парична система. Нещо повече, новите политически въпроси придобиват такова значение за изграждане на доверие в банковата система, че структурните остават на втори план.

По-подходящ подход за оценка важността на независимостта на централната банка при икономиките в преход би бил да се установят целите на нейната политика. По този начин вниманието се концентрира по-скоро върху това, какво банката се стреми да максимизира, отколкото да се разчита на структура, която е в състояние или не да функционира съгласно своето предназначение, а също така може да бъде или не критичен фактор за оценка на успеха.

Съществуват две възможности за целево функциониране на централната банка. Тя може да гледа на себе си като на обслужваща обществен интерес и следователно това, което е най-добро за страната, е най-добро и за нея. Втората възможност е централната банка да максимизира собствените си интереси. Това схващане попада в сферата на теорията за бюрократичното поведение. При по-обстойно разглеждане обаче разликата в поведението на централната банка, предизвикана от тези две възможности, в действителност е много малка, когато се касае за държави в преход. Проблем от изключителна важност е изграждането на здрава и стабилна банкова система и той измества всички други цели. За да може централната банка да упражнява своите правомощия, е необходимо стройно функциониране на банковия сектор. Това обаче е въпрос от първостепенна важност не само за финансовата система, но и за обществото като цяло. Едва когато развитието на икономиката може да позволи поставянето на повече допълнителни цели и тънки нюанси на социално-осигурителната ѝ функция, могат да бъдат разграничени отделните аспекти на независимостта на централната банка. Следователно стабилността на банковата система почива върху доверието на населението в институциите, възникващи в периода на преход.

Независимостта на централната банка постига един ясен резултат – обществото разграничава своята представа за парични и фискални власти, въпреки че в случаите, когато доверието към правителството отслабва, независимостта на централната банка трябва да бъде приоритет. Само по този начин паричната система може за бъде защитена от политически игри. Същевременно дори там, където правителството се ползва със силна подкрепа, трябва да се отделя специално внимание за избягва-

не на твърде слаба връзка между паричните и фискалните власти. Цялостната стабилност на системата е изложена на опасност особено ако доверието в правителството се свързва с индивидуалната власт или успеха на провежданата в периода на прехода политика. Слабостта на отделния индивид или политика може да се прехвърли и върху паричната система. Независимата централна банка намалява опасността от излагането на последната на такива потенциални рискове.

Макар независимостта наистина да има социални и политически предимства, които могат да бъдат особено ценни в период на преход, ефективността от обособяването на двата вида власти не гарантира автоматично чудотворни способности за централната банка. Ако фискалната политика не създава здрава и стабилна пазарна среда, осигуряваща нарастване на инвестициите, стабилност на паричното търсене в частния сектор и използване на спестяванията като източник на средства за инвестиции, централната банка може да направи много малко за стабилизиране на паричната система. Нарушава се функционирането на механизмите на паричния контрол и независимостта не води до оптимални социални резултати.

Изграждането на тесни официални взаимоотношения между централната банка и правителството също не носи ясно изразени предимства. Въпреки очакванията, че при една интегрирана система сътрудничеството между фискалните и паричните власти следва да се засилва, реалността в условията на преход показва, че централната банка има ограничени възможности по отношение на своите решения и е принудена да координира политиката си. Необходимостта от валутен резерв за обслужване на външния дълг и за посрещане потребностите на вноса/износа значително ограничава действията на централната банка и нейната функционална независимост. Икономиките в преход изпитват недостиг от необходимите им парични резерви, които биха позволили централната банка да преследва цели, различни от интересите на обществото. Нейната независима структура е най-висша, защото увеличава доверието в банката и не позволява намесата на политически фактори при вземането на решения. Ето защо за една зависима централна банка съществуват определени рискове и много по-малко реални предимства.

Решенията за същността на независимостта на централната банка, пред които са изправени страните в преход, съответстват на аргументите за присъединяване към валутните съюзи и изграждане на стандарти, базирани на една валута.⁶ Деполизитизираните (поне от гледна точка на паричните фактори) бизнессреди притежават потенциала да намалят широкия кръг от рискови фактори и да подобрят търговските дейности. Първоначалното решение правителството да не упражнява паричен контрол

⁶ Тези аргументи са обстойно представени в редица източници, вкл. и De Grauwe, Paul. *The Economics of Monetary Integration*. Oxford University Press, second revised edition, 1994.

предполага на първо място действие, което прехвърля отговорността и правата върху гражданите. Предимствата обаче от използването на единна валута са по-малко от вътрешноприсъщите предимства на една силна парична система, която дава възможност за все по-голям растеж на реалния сектор и осигурява стабилност. Увеличаващите се размер и обхват на пазара още повече намаляват рисковете от всеки един фактор, който може да доведе до дестабилизацията му. Ето защо аргументите за независимостта на централната банка в условията на преход логично се свързват с тези, подкрепящи развитието на тесни валутни отношения с други държави. Превъзходството на стабилния и здрав банков сектор, защитен от финансови шокове, е фокусът на целите, определящи структурата на паричната политика.



Сеньораж и инфлация

Мариела Ненова

Мариела Ненова е консултант към
представителството на Световната банка в София.

От 50-те години досега икономиката на България функционира в условията на нерационално разпределение на ресурсите и неефективното им използване, в резултат на което постоянно генерира загуби. Този тип стопанска политика доведе до срива от 1990 г. и последвалата го продължителна депресия и висока инфлация.

Неизбежността от коренни промени в структурите на икономиката беше призната с постигнатия обществен консенсус в началото на 1991 г., когато се възприе политиката на преход към пазарна икономика. Либерализирането на цените и пазарите (най-вече на външната търговия) освободи част от напрежението и създаде в средата на 1991 г. пазарно равновесие. Привидната стабилност на икономиката и социалното недоволство, породено от спада в реалните доходи, дадоха основание твърдят и успешен старт на реформата да бъде прекъснат и да започне обратен процес към ограничаване свободата на пазарите¹. Връщането назад към доказала провала си стопанска политика неизбежно води до повторение на острокритични ситуации, при които диспропорциите, натрупани поради контрола и регулирането на пазарите, се отстраняват чрез инфлационни взривове. Фискалният и реалният сектор² продължават да генерират загуби и да функционират нерационално и неефективно.

Загубите в икономиката се покриват чрез външно финансиране (използвано в началото на 80-те години и довело до натрупването на външен дълг от 12 млрд. щ. д.), разпродажба на държавна собственост (приватизация), спестяванията на населението и емисия на пари. Ако дефицити от дадена реална стойност се финансират чрез парична емисия, то централната банка се лишава от възможността да изпълнява основната

¹ Точното разпределение във времето на стъпките и отстъпленията от реформата може да се проследи от докладите на Агенцията за икономическо програмиране и развитие.

² В годишните доклади на Агенцията за икономическо програмиране и развитие за 1993 г., 1994 г. и 1995 г. се акцентира върху дефицитите в реалния сектор и влиянието им върху фискалния и банковия сектор.

си функция – контрола върху инфлацията. Динамиката на паричната маса, а следователно и равнището на инфлация се определят от размера на загубите.

В представения материал се прави оценка на сенъоража за периода май 1991 г. – април 1996 г. въз основа на баланса на централната банка.

Сенъораж и методика за изчисляването му

Сенъоражът може да се изчисли по следната формула:

$$S = [\pi_t / (1 + \pi_t)] M_{t-1} + (M_t - M_{t-1}) \quad (1),$$

където

π_t е инфлацията за период t ;

M_t – резервните пари на централната банка в реално изражение.

Първият израз в дясната страна на уравнението е инфлационният компонент на сенъоража, а вторият – изменението на реалния компонент.

За България сенъоражът е изчислен след трансформиране на баланса на централната банка, като в дясната страна („Активи“) се прехвърлят нетните външни активи, нетните взаимоотношения с бюджета, вземанията от търговските банки, срещу които от лявата страна остават резервните пари, капиталовата сметка и другите нетни пасиви. Сенъоражът се изчислява въз основа на общата сума по активната (или пасивната) страна на трансформирания баланс.

Таблица 1

Сенъораж и неговите компоненти*

(млн. лв.)

Показатели	1991	1992	1993	1994	1995
Инфлационен компонент	35706	3332	1640	1409	284
Реален компонент	337	407	-409	-152	1322
Сенъораж	36044	3739	1230	1258	1606

* Изчислен на база нетни външни активи, нетни взаимоотношения с бюджета и рефинансиране на търговските банки. Всички показатели са приведени в реална стойност към декември 1990 г.

Таблица 2

Сенъораж и неговите компоненти*

(млн. лв.)

Показатели	1991	1992	1993	1994	1995
Инфлационен компонент	35632	3325	1636	1406	283
Реален компонент	-1634	1311	568	75	43
Сенъораж	34000	4637	2205	1482	325

* Изчислен на база нетни взаимоотношения на централната банка с бюджета и рефинансиране на търговските банки. Всички показатели са приведени в реална стойност към декември 1990 г.

Инфлационният компонент е основният източник на сенъораж у нас, като две трети от него са генерирани чрез рефинансирането на търговските банки, а останалата част – от финансирането на бюджета. Реалният компонент е пряко свързан с валутните операции на централната банка. БНБ увеличава реалния компонент на сенъоража чрез покупките на валута и го намалява при продажбата на валута.

Тъй като в анализа се търси връзка между инфлацията и сенъоража, може да се изчисли сенъораж на база онази част от резервните пари на БНБ, които се насочват за операциите по рефинансиране на търговските банки и финансиране на бюджета. Балансът на централната банка може да се трансформира отново така, че в активната му страна да останат само нетните взаимоотношения с бюджета и рефинансирането на търговските банки. Величината на сенъоража, изчислена при новото разпределение на операциите на БНБ, е представена в таблица 2.

В макроикономически аспект паричната емисия на централната банка обикновено се свързва с финансирането на фискалния и квазифискалните дефицити. В развитите страни сенъоражът е пренебрежимо малък източник на ресурси (не повече от 0.5% от БВП), но в развиващите се страни, където съществуват сериозни проблеми за ограничаване на загубите в икономиката, средната величина на сенъоража е около 5% от брутният вътрешен продукт. За разлика от данъците сенъоражът е важен източник на ресурси в периоди на криза, когато поради влошена конюнктура постъпленията в бюджета рязко намаляват.

Връзката между сенъоража³ и дефицитите в икономиката не е правопрпорционална, тъй като последните могат да се покриват по няколко начина. Доколкото е всеобщо прието, че инфлацията е монетарно явление, централните банки се стремят да ограничават паричната емисия. Ако обаче липсва значително външно финансиране, както е в България след мораториума върху външния дълг от 1990 г. и няма процес на раздържавяване, дефицитите в икономиката могат да се покриват от спестяванията и с парична емисия.

Използването на спестяванията за финансиране на фискални и квазифискални загуби поддържа високо равнището на лихвения процент. От една страна, спестяванията следва да се насочват към банковата система, а, от друга – трябва да се ограничава (забранява) отпускането на дългосрочни (инвестиционни) кредити. Сенъоражът е показател за онази част от загубите в икономиката, която не се покрива чрез външни източници и спестявания, а чрез емисия на пари и в макроикономически аспект неговото значение е свързано най-вече с равнището на инфлацията.

³ В последващия анализ се използва сенъоражът, изчислен въз основа на нетните взаимоотношения на централната банка с бюджета и рефинансирането на търговските банки.

Таблица 3

Основни показатели към брутния вътрешен продукт¹

(%)

Показатели	1992	1993	1994	1995
Сеньораж	12.5	6.1	4.0	0.9
Инфлационен компонент	9.0	4.5	3.8	0.8
Първично салдо ² на републиканския бюджет	-0.5	-1.3	3.3	3.9
Касово салдо ² на републиканския бюджет	-4.6	-6.8	-3.8	-3.6
Обща потребност на бюджета от кредит	9.1	15.8	11.9	11.8

Забележка: Сеньоражът е изчислен на база взаимоотношенията на БНБ с търговските банки и бюджета (таблица 2).

¹ Всички отношения са изчислени въз основа реалната стойност на променливите.

² Дефицит (-), излишък (+).

Иконометричен модел на динамиката на инфлационния компонент на сеньоража

Изчисляването на сеньоража и компонентите му по формула (1) дава оценка на изменението им по месеци. Интерес представлява динамиката на инфлационния компонент на сеньоража, който има и най-добри статистически характеристики⁴ в сравнение със сеньоража като цяло. Като средна величина реалният компонент е близък до нула.

До август 1995 г. се очертава процес на постепенно намаляване във времето на сеньоража и инфлационния му компонент. Структурна промяна в инфлационния компонент настъпва след кризата от март 1994 г. Този извод се прави въз основа на статистическата оценка на модели с фиктивни променливи, които приемат различни моменти от време за повратни в тенденциите.

$$LN(INF) = 5.2 + 0.16\pi - 0.036t - 0.015Dt \quad (2)$$

(31.2) (10.0) (-9.34) (-3.2)

$$R=0.952 \quad F(3.55)=173.7$$

$$R^2=0.904 \quad SEE=.403$$

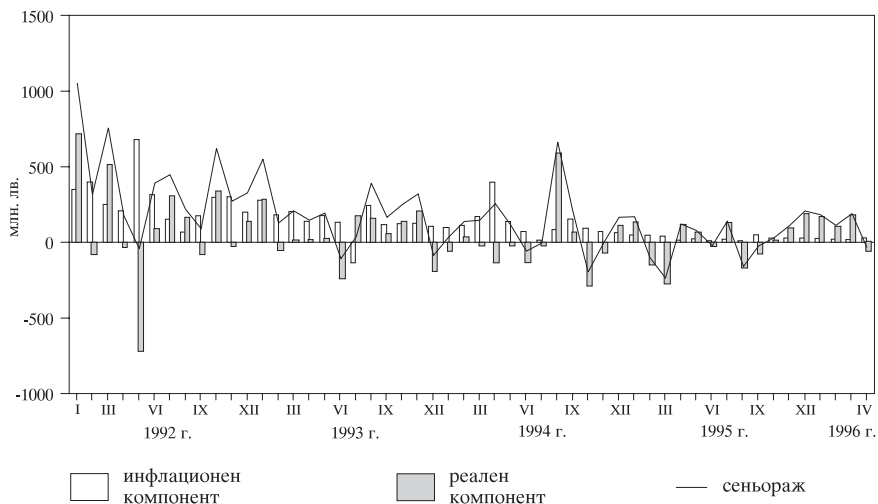
$$R^2_{adj}=0.899 \quad DW=1.85,$$

където

INF е инфлационният компонент на сеньоража по месеци,

⁴ Поради недобрите резултати на статистическите тестове съществуването на сезонност и нестационарност целта на иконометричния анализ е много скромна. Получените резултати дават приемливо от гледна точка на теорията описание на процесите за изминалия период, но е прекалено амбициозно да се използват за императивни заключения и прогнозиране. Икономическата система е много нестабилна, тя е в процес на развитие и адаптиране към пазарната среда. Провежданата стопанска политика е непоследователна и често пъти противоречива.

Сеньораж по месеци



π – месечното равнище на инфлацията,

D – фиктивна променлива, $D=0$ за $t=1, \dots, 34$, и $D=1$ за $t=35, \dots, 60$. В скоби под коефициентите на уравнението са дадени t -статистиките.

Изменението на инфлационния компонент през периода до кризата от март 1994 г. е:

$$LN(INF) = 5.2 + 0.16\pi - 0.036t \quad (2a),$$

или средномесечният темп на намалението на инфлационния компонент е -0.036.

След март 1994 г. моделът има следния вид:

$$LN(INF) = 5.2 + 0.16\pi - 0.05t \quad (2b),$$

или средномесечният темп на изменение става -0.05.

В началото на изследването беше направено допускането, че резервните пари на централната банка са функция на онази част от дефицитите в икономиката, която не може да се покрие от външното финансиране и спестяванията. В България съществува качествена статистика по отношение дефицитите на държавния бюджет. Оценката на загубите на фирмите и на квазифискалните дефицити на БНБ, произтичащи от преференциално кредитиране в левове и валута, както и предлагане на валута по фиксинга на централната банка, е трудно да се оценят на база официално публикуваната информация. Независимо че отчитаният бюджетен дефицит представлява само част от общия дефицит в икономиката и според статистиката той се финансира изцяло (от 1994 г.) чрез емитирането на държавен дълг, за целите на анализа бюджетният дефицит се

приема за мярка на всички загуби в икономиката. Практиката от 1990 г. досега показва, че когато загубите на реалния, а като резултат и на банковия сектор се превърнат в пречка за нормалното функциониране на финансовата система, те под някаква форма (дълг, субсидии) се прехвърлят към бюджета и съответно в дългосрочен аспект влияят върху бюджетния дефицит. Търговските банки изкупуват над 90% от месечната емисия на държавни ценни книжа, като могат да ги използват за залог срещу рефинансиране от централната банка.

Следователно в анализа се приема, че динамиката на сенъоража зависи от изменението на бюджетния дефицит и спестяванията в банковата система.

Фискалният сектор поддържа относително постоянен в реално изражение касов дефицит.

До март 1994 г. бюджетният дефицит се дължеше на отрицателното първично салдо на бюджета и обслужването на държавния дълг. През този период бремене за бюджета беше индексиранието на доходите на държавните служители, пенсиите и социалните плащания, което се превърна в една от основните причини, довели до валутната криза в края на 1993 г. и началото на 1994 г.

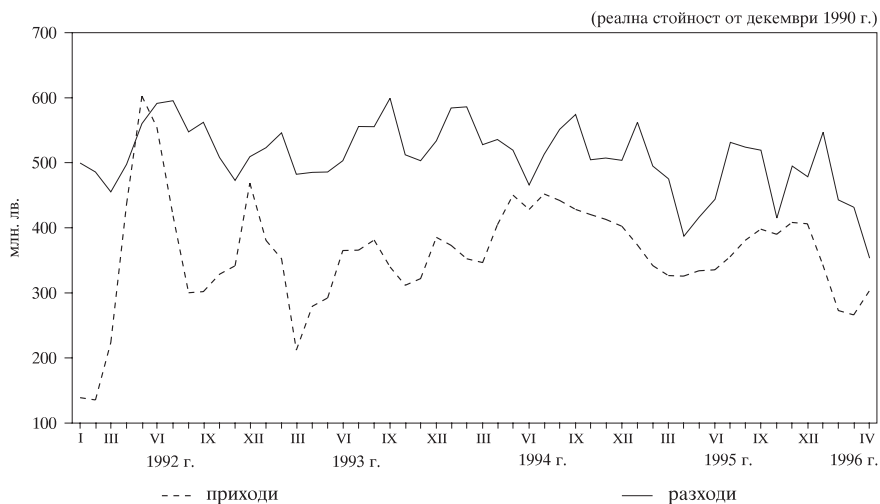
През периода май 1991 г. – март 1994 г. бюджетът пренасочваше средства от банковата система (вкл. централната банка) към домакинствата. След март 1994 г. посоката на финансовите потоци се обърна и бюджетът започна да преразпределя данъчните постъпления от небанковия сектор за покриване на плащанията си по дълга към банковия сектор. Промяната в първичното салдо на бюджета (таблица 3) даде възможност част от лихвените плащания по вътрешния и външния дълг на държавата да се покрие неинфлационно чрез данъчни постъпления. Поради увеличението на държавния дълг чрез прехвърлянето на задължения от държавния сектор към бюджета това обаче не доведе до съществено намаляване на касовия дефицит.

С приемането на закона за уреждане на необслужваните кредити на държавните предприятия счетоводните им нетни загуби намаляха, но не настъпиха промени в типа на поведението им. За държавния сектор средната оперативна печалба продължава да бъде близко до нулата, като половината от фирмите регистрират нулева или положителна оперативна печалба, а другата половина – отрицателна. В същото време законът за уреждане на необслужваните кредити на държавните предприятия увеличи нестабилността във финансовата система поради инжектирането на големи по величина ликвидни средства в ограничен брой банки⁵ в определени моменти от време, което създава проблеми пред държавния бюджет по финансирането на тези разходи.

⁵ Според закона за уреждане на необслужваните кредити на държавните предприятия минималната цена на емитираните облигации се определя от централната банка на три месеца. Равнището на цената не позволи равномерно разпределение на ЗУНК облигациите в банковата система.

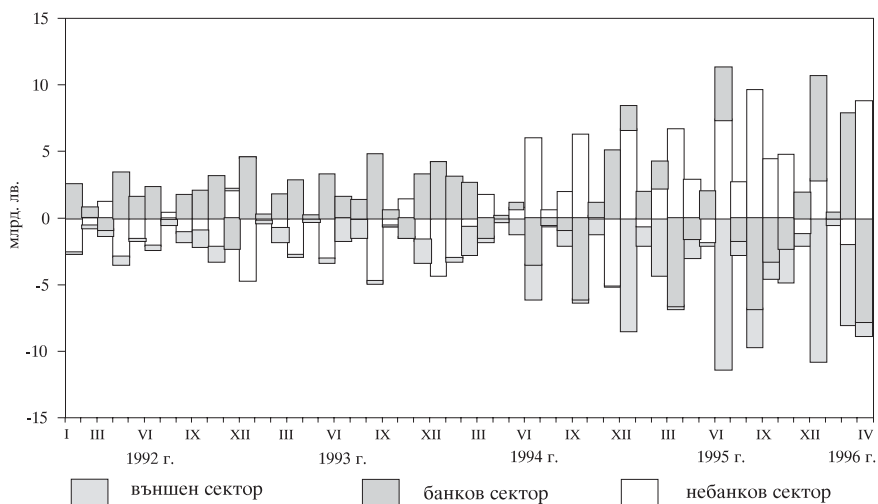
Графика 2

Приходи и разходи на републиканския бюджет по месеци



Графика 3

Нетни финансови потоци по сектори

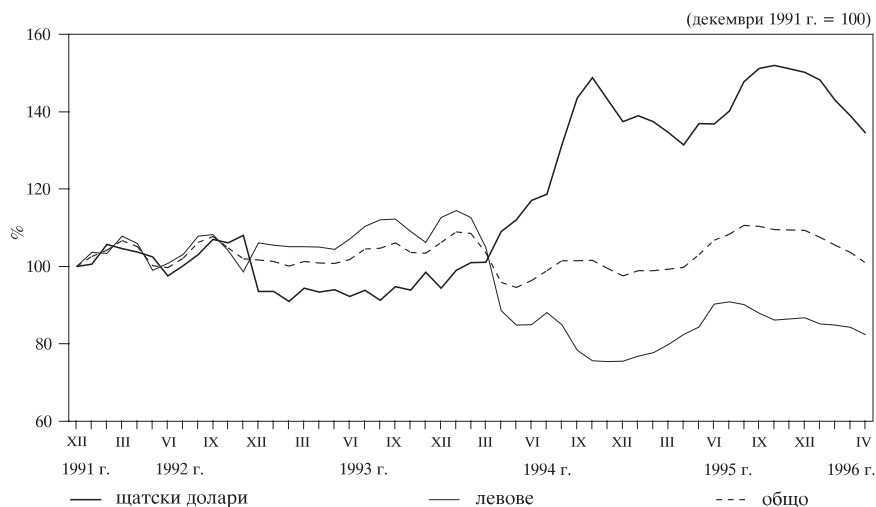


Забележка: Нетни финансови потоци = постъпления в бюджета от съответния сектор за месеца – разходи на бюджета към съответния сектор за месеца. Банковият сектор включва търговските банки и БНБ. Небанковият сектор включва нефинансовите организации и населението.

Прибягването до парична емисия за покриване на дефицитите в икономиката зависи от динамиката на спестяванията и разпределението им във времето. От 1992 г. спестяванията на населението в банковата система средно за периода имат постоянна реална стойност (не се увеличават в реално изражение) независимо от значителните колебания, предизвиквани от шоковете в равнището на цените⁶. Оценка за спестяванията на населението (домакинства и фирми) дава динамиката на квазипарите.

Графика 4

Динамика на квазипарите (в реално изражение)



От края на 1993 г. в структурата на спестяванията настъпи съществена промяна. Валутните депозити започнаха да нарастват с ускорени темпове, а левовите депозити (в реално изражение) започнаха бързо да намаляват, като към края на април 1996 г. представляват около 80% от равнището си в края на 1992 г. Това стесни базата на инфлационния данък, а населението стана високочувствително към всяка промяна в реалната доходност от левовите и валутните активи.

Разминаването в прираста на спестяванията по месеци и потребностите на бюджета от свежи финансови средства се коригира чрез намесата на централната банка – или пряко кредитиране на бюджета, или чрез изкупуване на нереализираната част от емисиите на държавни ценни книжа.

⁶ Причина за повечето шокове е изменението в равнището на фиксираните цени от страна на правителството.

След скока в инфлацията през март 1994 г. се постигна относително равновесие в икономиката на основата на ниски реални доходи и обезценяване на левовите задължения на кредитополучателите. Това доведе до намаление равнището на загубите в периода след кризата, но не и до промени в поведенческите параметри на икономиката. Факторите, които генерират загубите в икономиката, не бяха ликвидирани. В същото време се даде тласък на процеса на валутна субституция, която изразява промяна в поведението на спестителите.

Относително ниското равнище на инфлацията през 1995 г., резултат на увеличеното администриране и контрол върху цените, закрепено с клаузите на закона за цените, изкуствено снизи инфлацията. Привидността на ниската и стабилна инфлация даде основание да се вземе решение за сваляне на основния лихвен процент, като за четири месеца (от април до юли 1995 г.) равнището му беше сведено от 72% на 34%. Бързото смъкване на лихвените равнища през 1995 г. пречупи тенденцията към увеличение на левовите депозити.

От гледна точка на фундаменталните параметри на икономиката свалянето на основния лихвен процент трябваше да доведе и до ново увеличение на необслужваните кредити в портфейла на търговските банки. Растежът в икономиката от 2.5% за годината беше финансиран чрез увеличение на задълженията между фирмите и на фирмите към банките. Това даде отражение в значителните загуби на банките в края на годината. Увеличението на сенъоража от края на 1995 г. и началото на 1996 г. (графика 1) показва, че ново равновесие в икономиката ще се получи след нов инфлационен взрив, породен от необходимостта дефицитите в икономиката да се покрият чрез парична емисия.

Връзка между инфлационния компонент на сенъоража и инфлацията

За анализирания период не се очертава систематична връзка между номиналния растеж на резервните пари и инфлацията. Средномесечният темп на растеж на резервните пари за периода е около 1.03%, докато за инфлацията той е 6.13%. Номиналното изменение на резервните пари обаче се колебае в много по-широки граници, отколкото инфлацията, с което създава нестабилност в системата. Тъй като дефицитите определят динамиката на резервните пари, усилията на централната банка да ограничи паричните емисии и да провежда рестриктивна парична политика имат кампаниен характер и са причина за големите колебания в динамиката на резервните пари.

Трансмисионният механизъм от паричната емисия до инфлацията съдържа редица междинни звена. За периода май 1991 г. – март 1994 г. при наличието на отрицателно първично салдо на бюджета може да се твърди, че връзката между двете променливи е била по-непосредствена. Анализът на Агенцията за икономическо програмиране и развитие вър-

ху вида на потребителската функция за България показва, че населението спестява не повече от 10% от постоянния си доход и следователно по-голямата част от финансовите потоци към него вероятно са били изразходвани за потребление. След кризата от март 1994 г. бюджетният дефицит е свързан с обслужването на вътрешния и външния дълг на държавата, като свежите пари влизат в банковата система, а от нея се разпределят в зависимост от потребностите ѝ – за закупуване на държавни ценни книжа, предоставяне на кредити за небанковия сектор или закупуване на валута.

Иконометричен модел на инфлационния компонент на сенъоража във функция от инфлацията дава възможност да се оценят максималната стойност на инфлационния данък, както и новото в поведението на променливите след критичната точка – март 1994 г.

$$LN(INF) = 2.4 + 0.88\pi - 0.53\pi D - 0.05\pi^2 + 0.04\pi^2 D \quad (3)$$

(12.3) (11.2) (-8.8) (-6.2) (5.5)

$$R = 0.92 \quad F(4.54) = 71.3$$

$$R^2 = 0.84 \quad SEE = .525$$

$$R^2_{adj} = 0.83 \quad DW = 0.93$$

Означенията са същите, както в уравнение (2)⁷.

За периода до март 1994 г. уравнението има следния вид:

$$LN(INF) = 2.4 + 0.88\pi - 0.05\pi^2 \quad (3a).$$

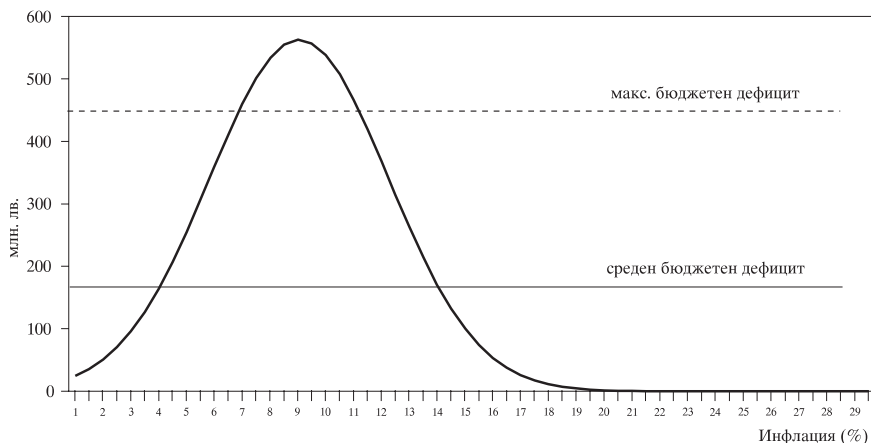
За периода май 1991 г. – март 1994 г. максималната стойност на инфлационния компонент от 560 млн. лв. се достига при инфлация от 9% на месец. Средномесечният бюджетен дефицит в реално изражение (цени от декември 1990 г.) е -160 млн. лв. с максимална стойност от -444 млн. лв. За този период средномесечна инфлация до 7% е била достатъчна, за да се финансира бюджетният дефицит изцяло чрез инфлационния компонент на сенъоража, като средното равнище на бюджетния дефицит се финансира при четирипроцентна инфлация.

Получената крива на инфлационния данък за периода до март 1994 г. има две особености: първо, тя дава възможност за събиране на висок инфлационен данък при относително приемливи равнища на инфлация; второ, преминаването от стабилното решение на системата към нестабилното хиперинфлационно решение става много бързо. Причина за внезапното ускоряване на инфлацията през март 1994 г. не е в дефицитите в икономиката, а е резултат от систематичното въздействие на инфлацията върху търсенето на пари от населението. Вливането на пари в икономиката чрез сенъоража при неразвятия капиталов пазар в страната и ограниченият набор от финансови активи⁸ предизвиква като краен резултат

⁷ Статистиките показват наличието на нестационарност и корелация в остатъците от регресията.

⁸ Паричните средства на населението и фирмите могат да се влагат като лево-ви депозити в банковата система или във валута.

Инфлационен компонент на сеньоража (в реално изражение)



Уравнение: $\ln INF = 2.368 + 0.877 CPI - 0.0485 CPI^2$

Период май 1991 г. – март 1994 г.

атака срещу валутния курс. Шоковото обезценяване на лева води до ускоряване на инфлацията, което избутва икономиката към лошата дясна страна на Кривата на Лафер. Регистрираната инфлация от 22% през март 1994 г. очевидно представлява хиперинфлационна стойност.

Уравнението се изменя значително за периода след март 1994 г.

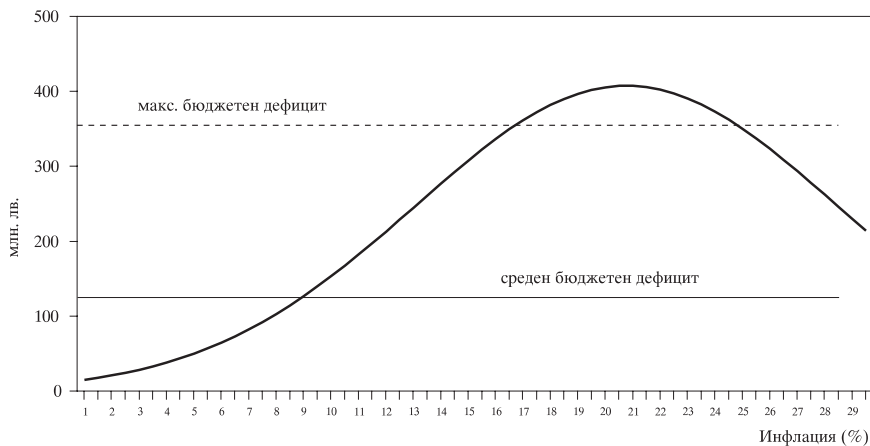
$$LN(INF) = 2.4 + 0.35\pi - 0.008\pi^2 \quad (3b).$$

Стойността на инфлацията, която дава максимална стойност на инфлационния компонент на сеньоража се увеличава на 21%, а самата стойност на максималния данък намалява на 408 млн. лв. Средната стойност на бюджетния дефицит за периода след март 1994 г. е -110 млн. лв., като максималната му стойност е била -355 млн. лв. При настъпилото изменение в структурата на Кривата на Лафер е очевидно, че новото средно равнище на бюджетния дефицит може да се финансира при инфлация от 9% на месец. Систематичното влияние на паричната емисия върху валутния курс продължава, тъй като няма съществени изменения в капиталовите пазари.

Промяната в поведението на икономическата система след кризата от март 1994 г. дава основание да се направят следните заключения:

- финансирането на фискалните и квазифискалните дефицити в икономиката чрез парична емисия ще поддържа високо равнище на инфлацията и съответно на лихвения процент;
- стабилността на валутния курс може лесно да бъде атакувана при промяна в съотношенията между инфлация и лихвен процент.

Инфляционен компонент на сенъоража (в реално изражение)



$$\text{Уравнение: } \ln INF = 2.368 + 0.35 \text{ CPI} - 0.0084 \text{ CPI}^2$$

Период март 1994 г. – април 1996 г.

- шокото от обезценяване на националната валута, резултат от вливането на ликвидност във финансовата система при финансиране на дефицитите с парична емисия, неминуемо води до шоково увеличение на инфлацията и дестабилизиране на икономиката.



Библиография

Аврамов, Р., К. Генов. Икономиката на прехода: структура и типология на поведение на предприятията от държавния сектор, **Банков преглед**, 3/1995.

Георгиев, И. Развитие на инфлационния процес в България след 1991г., в „Приложения на коинтеграционния анализ (Инфлация. Потребителска функция)“, изд. на Агенцията за икономическо програмиране и развитие, юни 1996 г.

Петрова, П., Г. Стоянова. Функция на потреблението, в „Приложения на коинтеграционния анализ (Инфлация. Потребителска функция)“, изд. на Агенцията за икономическо програмиране и развитие, юни 1996 г.

Easterly, William and Schmidt-Hebbel, Klaus. *The Macroeconomics of Public Sector Deficits*, The World Bank, WPS 775, October 1991.

Canavese, Alfredo and Heymann, Daniel. Fiscal Lags and the High Inflation Trap, The Quarterly Review of Economics and Finance, Vol. 32, Summer 1992, No. 2.

Rodriguez, Carlos Alfredo. Macroeconomics of the Public Sector Deficit: The Case of Argentina, September 1990, presented at the World Bank Conference on the "Macroeconomics of the Public Sector Deficit", June 20 – 21, 1991.



Държавният дълг през призмата на паричната политика

Гарабед Минасян

Гарабед Минасян е доктор на икономическите науки, старши научен сътрудник, I степен, в Икономическия институт на БАН.

На 16 декември 1995 г. България подаде официално документи за членство в Европейския съюз. Молбите на 8-те страни – кандидатки за ЕС от Източна Европа, ще се разгледат през втората половина на 1997 г. Сериозното отношение към изразеното желание за присъединяване към Европейския съюз предполага полагането на усилия за удовлетворяване на поставените от ЕС и приети в Маастрихт през 1991 г. икономически критерии, свързани с предвиденото за 1999 г. формиране на Европейския паричен съюз.¹

Критерии на Европейския съюз

Инфлация

Всяка страна трябва да има устойчива ценова динамика, а именно – през последната година индексът на потребителските цени на страната кандидат не трябва да превишава този на трите страни членки с най-голяма ценова стабилност повече от 1.5%.

Фискална област

Държавният дефицит не бива да надхвърля 3% от БВП, а държавният дълг – 60% от БВП, освен ако превишението е временно изключение или спада към изискваното равнище със задоволителна скорост.

Лихвени проценти

Дългосрочните лихвени проценти през последната година не трябва да превишават тези на трите страни с най-голяма ценова стабилност с повече от 2%.

¹ Barrell, R., J. Morgan, N. Pain. *The Employment Effects of the Maastricht Fiscal Criteria. Paper presented to the LINK Spring Meeting, New York, 25 – 28 March 1996; EEA Meeting Focuses on Transition Economies European Integration. IMF Survey, 9 October 1995, p. 302.*

Обменен курс (ERM – European Exchange Rate Mechanism)

Поддържане на обменен паритет (в нормални граници) без сериозни напрежения поне за последните две години. За същия период не се допуска двустранна девалвация на националната валута (по собствена инициатива).

Цел на настоящата разработка е не проследяването на целия комплекс от критерии, а само на един – състоянието на фискалната сфера и въздействието върху паричната политика.

Информационно осигуряване

Държавният дълг се състои основно от два компонента – външен и вътрешен. Статистиката и за двата не е особено надеждна.

Съществува несъответствие между информацията за външния дълг, представяна от различни официални национални и международни финансови институции, което е трудно да се обясни задоволително (таблица 1). В действителност БНБ следва да се произнесе окончателно по точността на данните, толкова повече че както различни видове договорености по отсрочване на стари плащания и установяване на нови задължения, така и обслужването на външния дълг предполагат наличието на надеждна информационна база.

Таблица 1

Брутен външен дълг на България

(млрд. щ. д.)

Години					БВД/БВП, %	БВД/БВП, %
	[A]	[B]	[C]	[D]	[A]	[*]
1986	5.9	5.5			29.1	
1987	8.3	7.4		6.1	29.4	
1988	8.9	9.1		8.2	39.6	
1989	10.1	10.7	9.2	9.2	48.0	
1990	10.9	11.1	10.0	10.0	57.0	59.5
1991	12.0	11.2	11.4	11.8	124.3	140.7
1992	12.2		12.1	13.5	118.3	140.7
1993	12.3		12.5	12.5	124.9	115.7
1994			10.4	10.4	106.8	103.0
1995				11.4		90.5

Източници:

[A] – World Debt Tables, 1994 – 1995, WB, 1995, p. 62;

[B] – Economic Survey of Europe in 1991 – 1992, U.N., ECE, N.Y., 1992;

[C] – The Bulgarian Banking System, BNB, Sofia, Nov. 1995, p. 68;

[D] – Business Central Europe. The Annual, Dec. 1995, p. 37 (IMF Source);

[*] – По данни на НСИ и БНБ.

За вътрешния държавен дълг състоянието на статистиката не е по-добро. Официално от 1991 г. БНБ публикува в своите издания информа-

ция за вътрешния дълг, но предвид неустановените разбирания и неуточненост на съставките на вътрешния дълг данните за началото на 90-те години имат повече характер на опит за оценка.

Към средата на 90-те години статистиката за вътрешния държавен дълг придобива по-ясни очертания. В нашата статистика той включва официално 3 съставки: 1) пряк дълг към финансово-кредитните институции; 2) дълг по ДЦК, емитирани за финансиране на бюджетния дефицит; 3) дълг по ДЦК, емитирани за уреждане на необслужваните кредити на държавните фирми към банките (по ЗУНК).

Срамежливо се подминава въпросът за дефиницията на необслужваните кредити на държавните фирми. В действителност държавата сякаш се разграничава от техните задължения, които официално не са признати за необслужвани кредити по смисъла на ЗУНК. Задълженията на държавните предприятия обаче са задължения и на държавата – така се счита както в ОИСР, така и в Европейския съюз.²

Обобщени данни за финансовото състояние на нефинансовите обществени и частни предприятия се публикуват у нас от началото на 1994 г.³ Във възприетата класификация обществените предприятия включват държавни, общински и кооперативни, което затруднява идентифицирането на задълженията само на държавните. Предполага се обаче, че те са по-голямата част.

Обществените предприятия имат натрупани както задължения, така и вземания, поради което е препоръчително да се пресметнат нетните задължения на обществените предприятия, за да разширят базата за изчисляване на вътрешния държавен дълг.

Таблица 2

Държавен дълг

(% от БВП)

Години	Външен дълг	Официален вътрешен дълг	Неофициален вътрешен дълг (нето)	Общо
1993	115.7	37.2	15.2	168.1
1994	103.0	50.6	18.1	171.7
1995	90.5	40.6	17.1	148.2

² Заслужава да се направи справка за съдържанието на това, което официалната английска статистика нарича PSBR (Public Sector Borrowing Requirements) и което стои в основата на определянето на държавния дълг в ОИСР и ЕС: „PSBR е бюджетният дефицит на централното и локалните правителства плюс дефицитът на национализираната индустрия“ (Begg D., S. Fischer, R. Dornbusch. *Economics*. Third Edition, 1991, p. 421).

³ Финансово състояние на предприятията. Тримесечно издание на НСИ.

При всички случаи общият държавен дълг е достатъчно голям, за да поражда безпокойство (таблица 2).⁴ Тревогата от неговите мащаби нараства допълнително от неблагоприятното развитие на икономическите процеси в страната през първата половина на 1996 г. Чувствителното обезценяване на местната валута (два пъти за първите 5 месеца) увеличи пропорционално относителното равнище на държавния дълг. Процесът на ликвидация на 64 губещи предприятия, предприета от правителството, трябва да легализира и техните задължения, които ще допринесат за увеличение на реалната абсолютна величина на държавните задължения.

Дълг и държавен бюджет

Държавният дълг е бреме, което смущава нормалното функциониране на основни финансови институции.

Държавният бюджет изпитва сериозни затруднения в усилията си да поддържа бюджетното равновесие при нормално обслужване на държавния дълг. Редукцията на външния дълг, постигната в договореностите с Парижкия и Лондонския клуб, се отразява повече косвено, отколкото пряко върху финансовото равновесие, доколкото пряката редукция на дълга (например чрез обратно изкупуване по намалени цени на единица номинал) е относително малка част.⁵ Сериозно набъбват плащанията по лихвите както по вътрешния, така и по външния дълг и перспективата е единствено към влошаване на ситуацията (таблица 3).

Таблица 3

Платени лихви от държавния бюджет

(млрд. лв.)

Години	По външния дълг	По вътрешния дълг	Общо	Спрямо касовия дефицит, %
1993	3.1	24.7	27.8	84.2
1994	6.5	64.1	70.6	198.3
1995	24.5	98.1	122.6	211.0

⁴ Брутният държавен дълг на Унгария през 1995 г. например се оценява на 86.6% от БВП (Transition. WB, vol. 7, No. 1, 1996, p. 20). Заслужава да се отбележи, че страни от ЕС продължават да имат държавен дълг, по-висок от БВП – Италия, Белгия, Гърция, но процесите и икономическите проблеми там и у нас са по същество несравними (Barrel, R., J. Morgan, N. Pain. The Employment Effects of the Maastricht Fiscal Criteria. Paper presented to the LINK Spring Meeting, New York, 25 – 28 March 1996).

⁵ Преговорите по реструктурирането на външния дълг и неговото обслужване с повече от 300 търговски банки завършиха на 28 юли 1994 г. Общият размер на реструктурирания външен дълг бе 8273 млн. щ. д., като 1027 млн. щ. д. бяха изкупени обратно от страната по цена 25 цента за 1 щ. д. (Commercial Bank Debt Restructuring: The Bulgarian Experience. IMF Survey, 17 July 1995, p. 232).

Плащанията по лихвите на външния дълг тепърва ще се задълбочават, докато тези по вътрешния дълг вече имат своята история. Те формират съответно 22.2%, 23.1% и 28.4% от официално признавания вътрешен дълг за 1993 – 1995 г. Размерът на плащанията изпъква и в сравнение с общите разходи на републиканския бюджет. По данни на МВФ за 1993 г. от извадка от общо 72 развити и развиващи се страни само 3 държави имат плащания по лихви, надвишаващи 25% от всички бюджетни разходи (Кения – 32%, Гърция – 29%, Сиера Леоне – 25%)⁶. Същевременно делът на платените лихви спрямо всички разходи в републиканския бюджет на България за 1993 г. е 31.5%, за 1994 г. – 42.1%, за 1995 г. – 48.5%!

Поддържането на определено равнище на вътрешен дълг изисква заделяне на средства от държавния бюджет за изплащане на лихви. Те увеличават бюджетния дефицит, чието финансиране се извършва чрез емитиране на ДЦК. Нетните приходи от него обаче изискват нарастващ размер на брутната емисия (таблица 4).

И така всяка допълнителна единица вътрешен дълг изисква изплащане на лихви от бюджетния дефицит. Те се осигуряват чрез нетен приход от емитиране на ДЦК, който от своя страна изисква съответна висока брутна емисия на ДЦК. Тя увеличава вътрешния дълг и акселериращата спирава се завърта⁷.

Таблица 4

**Емитиране на ДЦК за финансиране на
бюджетния дефицит**

(млрд. лв.)

Години	Брутна емисия	Изплащане на ДЦК	Нетни приходи	Брутна емисия за единица приход
1993	52.7	24.5	28.2	1.87
1994	91.5	54.3	37.2	2.46
1995	154.5	84.6	69.9	2.21

Ако съотношенията от 1995 г. се запазят, то всяка допълнително индуцирана единица вътрешен дълг ще увеличи общата му маса с нови 1.7 единици и ще изисква отделянето на 0.76 единици лихви от държавния бюджет. Но дори за 1996 г. вече е ясно, че при рекордно високото равни-

⁶ 1993 Data Reveal Mixed Fiscal Performance and Divergent Spending Patterns. IMF Survey, 19 March 1996, p. 92.

⁷ Различните теоретични възможности за финансиране на бюджетния дефицит и динамиката на пропорцията между печатането на пари и нарастването на дълга се изучават от Dornbusch, R. Exchange Rates and Inflation. The MIT Press, 1995, p. 384 – 385.

ще на основния лихвен процент от 108 на сто и резкия скок на валутния курс обслужването на държавния дълг ще бъде допълнително затруднено.

Процесът на натрупване на лихвите и дълга зависи до голяма степен от действителното съотношение както между платените лихви и общата маса на вътрешния дълг, така и между brutната емисия на ДЦК и нетните приходи. В конкретния случай мултипликаторът е 2.7, но при определени условия може рязко да нарасне и да наруши възможностите за балансиране на бюджета. Достатъчно е например, от една страна, лихвените плащания да достигнат една трета от размера на вътрешния дълг, а, от друга – съотношението между нетни приходи и brutна емисия също да е близко до една трета. В такъв случай нарастването на бюджетния дефицит ще бъде невъзможно да се спре, т. е. ще се стигне до хиперинфлация.

Големият бюджетен дефицит е източник за увеличение на държавния дълг. Показателно е например, че в съседна Гърция средногодишният размер на дефицита е над 10% за периода 1980 – 1994 г., при което държавният дълг нараства от 24.2% от БВП през 1980 г. на 114.1% през 1994 г.⁸

Става напълно ясно защо за сключване към средата на 1996 г. на ново стабилизационно споразумение МВФ поставя драстични изисквания в частта им, свързана с фискалната политика. По-специално въпреки драматично нарастващата необходимост от бюджетно финансиране на различни видове дейности наложените мерки предвиждат болезнен прираст на приходната част на държавния бюджет главно за сметка на по-високо данъчно облагане, както и по-нататъшно свиване на бюджетните разходи. Усилията са насочени към постигане на положителен първичен бюджетен дефицит, който да съдейства за регулярното обслужване на държавния дълг.

Възможностите за овладяване на положението не са многобройни.

Първо, най-ефективно и радикално е решението за освобождаване от дълговото бреме, дължащо се на лоши финансови показатели на държавните предприятия – чрез приватизация, замяна на дълг срещу собственост или просто ликвидация. При това практически няма значение какъв вид плащане ще се извърши – в брой или чрез съответните емитирани облигации. В известно отношение дори заплащането при приватизационните сделки с брейди облигации е за предпочитане, доколкото създава предпоставки за по-активно интегриране в международните финансови структури. Освен това се извършва двойна редукция на дълга. От една страна, се приватизират неефективни материални активи и държавата се освобождава от задълженията си по тях, а от друга – се намалява разме-

⁸ Masson, P., M. Mussa. *Long-Term Tendencies in Budget Deficits and Debt*. IMF Working Paper, WP/95/128, December 1995, p. 19.

рът на външния дълг, при условие че се заплаща с облигации по външния дълг⁹.

Ликвидацията на губещите държавни предприятия е крайна мярка, която само отчасти облекчава държавния дълг. Направените лоши дългове остават и собственикът (държавата) следва да поеме отговорност за тяхното изчистване най-вече чрез допълнително емитиране на ДЦК. Бъдещото натрупване на неизплатими дългове в частта за главницата обаче ще бъде прекратено. Същевременно крайната и належаща необходимост за ликвидации следва да покаже, че всяко забавяне приватизацията на основната маса държавни предприятия води до безвъзвратната им декапитализация и окончателна непригодност.

Поддържането на губещи предприятия, които индуцират държавен дълг, от хуманни съображения звучи несериозно. По-скоро трябва ясно да се каже, че работещите в тези предприятия паразитират на гърба на останалите данъкоплатци и да се попитат добре работещите дали са готови да платят незаслужена заплата на работниците в губещите предприятия. Следва също да се запитат последните дали наистина са склонни да получават подаяния. Задача на правителството е да се погрижи да създаде ефективни работни места, особено ако предприятията са държавни, а не да поддържа губещи.

Второ, друго приемливо и също радикално решение е осигуряването на условия за бърз икономически растеж, така че да се погасяват съществуващите задължения, без да се поемат нови. Според оценка на специалистите от МВФ С. Aerdt, J. Houben, „...the servicing of Bulgaria's external debt should be consistent with GDP growth rates rising to 4 percent annually over the medium term“¹⁰.

Съществуващата в средата на 90-те години предвид развитието на икономическия цикъл в страната възможност да се пречупят трендовете бе лекомислено пропиляна. Постигнатият през 1995 г. стопански растеж бе в преобладаващата си част за сметка на силно енергоемки производства, които се възползваха от ниските цени на енергията, а някои дори и не я заплащаха. През 1996 г. икономическите реалности вече са прекалено драматични и растежът ще трябва да отстъпи пред необходимостта от поредната макроикономическа стабилизация.

Трето, непопулярно и крайно решение предлага осигуряването на по-високи приходи в държавния бюджет чрез повишаване на данъчните норми, респективно намаляване на държавните разходи. Приемлив вари-

⁹ Изискването за плащане с налични пари при приватизация на държавни предприятия, което често се поставя като условие при сделките у нас, практически е официално признание за несигурността на финансовите институции. В действителност премахването на всякакви ограничения за плащания (в ДЦК, брейди облигации или в наличности) е критерий за сериозността на намерението на правителството да доведе процеса на макроикономическа стабилизация докрай.

¹⁰ IMF Survey, 17 July 1995, p. 230.

ант на подобна опция е подобряването събираемостта на данъците както чрез повишаване на финансовата дисциплина, така и чрез действени мерки по ограничаване на т. нар. *икономика в сянка*, т. е. нерегистрираната стопанска дейност. В такъв случай обслужването на дълга ще изисква емитирането на по-малко ДЦК, респективно по-малко нарастване на дълговото бреме. В България обаче ограничаването на държавните разходи предлага малко възможности, доколкото текущите държавни разходи и програми са съкратени до крайност¹¹.

При липсата на възможност (или желание) за ликвидация, приватизация, както и на необходимия икономически растеж изобретателната мениджърска тактика търси пътища за прехвърляне на трудностите другиму. Алтернативният вариант предполага покриване на задълженията по обслужването на държавния дълг чрез нови задължения, респ. разширяване на паричната база (паричното предлагане), което опира до заиграване с паричната политика¹².

Дълг и парична политика

Съществуват няколко привлекателни възможности за опериране с паричната политика в интерес на намаляване прякото въздействие на размера на дълга върху бюджетните съотношения. През настоящото десетилетие БНБ се е изкушавала или е била принуждавана да опита почти всички и резултатът винаги е бил неуспешен.

Първо, най-непосредствен изход се търси в намалението на основния лихвен процент като инструмент за регулиране равнището на лихвените проценти и потискане на плащанията по вътрешния дълг. Изкушението е по линия на т. нар. *фина настройка (fine tuning)*, т. е. на плътно следване от страна на лихвения процент на инфлационните колебания. Показателно е, че за последните 5 години ОЛП е променян 25 пъти, т. е. средно веднъж на всеки 75 дни!

¹¹ В специално изследване на известните специалисти от МВФ V. Tanzi, L. Schuknecht се посочва, че „... by 1994 average government outlays in the industrial world had reached 47.2 percent of GDP... revenue had increased to more than 43 percent of GDP“. (Countries with Big Governments Run Risk of Slower Growth. IMF Survey, 19 February 1996, p. 68 – 69). По окончателни данни разходите в консолидирания държавен бюджет през 1994 г. в България са 44.6%, а приходите – 38.3% от БВП (Статистически годишник на РБ. НСИ, 1995, С., с. 185 – 186), т. е. приходната част изостава чувствително от пропорциите в индустриално развитите страни, а разходната не би следвало да се съкращава повече.

¹² По този въпрос вж. също Ботушаров, П. Възможности за обслужване и динамика на вътрешния държавен дълг. **Банков преглед**, бр. 3/1993.

Аврамов, Р., К. Генов (Повторното раждане на капитализма в България. **Банков преглед**, бр. 2/1993) отделят специално внимание на преливанията на загуби между отделните сектори. Те обаче оставят неизяснен въпроса за прехвърлянето на загуби (породени от поддържането на високо равнище на вътрешния държавен дълг) от бюджетната сфера към банковата система.

Обичайното оправдание за такава честа намеса е желанието на БНБ да съдейства за стимулиране на стопанската активност. Заслужава обаче да се отбележи, че през 1994 г. са правени 3 корекции на ОЛП, средното (аритметично) равнище на капитализирания ОЛП е 81.8 на сто – рекордно високо за цялата дотогавашна история на България, и въпреки това икономиката отбелязва за пръв път положителен растеж (по последна информация на НСИ от 1.8%¹³) за пет последователни години!

Въздействието на ОЛП върху стопанската активност е асиметрично. При реално положителни лихвени проценти тя се рационализира – пробиват по-малък брой инвестиционни проекти, но с по-висока възвръщаемост и по-нисък риск. Обратното не винаги е вярно. Според сполучливата метафора на Дж. Голбрайт това взаимодействие напомня гъвкава връзка – при затягане на режима чрез нея се придърпват ограничителите, но отпускането не винаги означава изтласкване¹⁴.

Историята на икономиката познава реални случаи на подобна асиметрия. Така например лихвите на Федерал резерв банк оф Ню Йорк в по-късните години от президентстването на Хувър (около 1931 г.) били рязко намалени, много американски банки се напълнили с пари, без да се забелязва положителен ефект върху производството. В годините след Голямата депресия и шведските икономисти изоставят надеждата, че чрез намаляване на лихвените проценти централната банка може да разшири инвестициите. Това са времената, когато набират скорост идеите, по-късно брилянтно оформени от Дж. М. Кейнс и имащи пряко отношение към развитието на процесите в момента у нас.

Второ, възможност да се облекчи дълговото бреме върху бюджета предлага стимулирането на изкупуването на ДЦК от търговските банки чрез предоставянето от страна на БНБ на редица допълнителни улеснения, които имат паричен израз, но косвено са за сметка на държавния бюджет. На практика стимулирането означава изкупуване на ДЦК при по-лоши първични условия вследствие възможността от създаваните от БНБ съпътстващи кредитни облекчения да се извлича допълнителна изгода.

Създаването на допълнителни стимули за закупуването на ДЦК бе свързано с необходимостта от формирането на първичен капиталов пазар. Но въпреки че той следва да се съпровожда и с действащ вторичен капиталов пазар, последният все още остава само добро пожелание. При това положение допълнителните стимули повишават фактическата доходност на ДЦК, изплащана не само от емитента, а поемана и от другите участници на паричния пазар. Допълнително неудобство е фактът, че действителната доходност на ДЦК остава завоалирана зад различните допълнителни стимули.

¹³ Статистически годишник на РБ. НСИ, 1995, с. 147.

¹⁴ Голбрайт, Дж. Икономическата наука в перспектива, С., 1996, с. 254.

Подобно облекчение например дава решението на УС на БНБ от 22 януари 1996 г. да се намали *„размерът на задължителните резерви на търговските банки (без ДЦК) с 1.5 пункта (от 11 на 9.5), при условие че с освободените средства те закупят окончателно от БНБ предложените или краткосрочни или средносрочни ДЦК“*¹⁵. В началото на 1996 г. паричният агрегат М1 е около 100 млрд. лв., което означава, че около 1.5 млрд. лв. се изтеглят като нисколихвени задължителни резерви и се влагат във високолихвени ДЦК – по-високи примерно с 50 процентни пункта годишно. Последното означава, че някой следва да плати в повече 750 млн. лв. годишно, за да осигури търсене на ДЦК. В крайна сметка това е БНБ, която пропуска възможността да оползотвори тази сума.

Също за стимулиране на първичната търговия на ДЦК централната банка бе приела да олихвява с половината от основния лихвен процент (до март т. г.) тази част от задължителните резерви, която търговската банка е продала във вид на ДЦК на нефинансови организации. По официална информация към края на януари от небанкови институции и граждани са закупени 27.8 млрд. лв. ДЦК, което означава, че БНБ е платила около 3.5 млрд. лв. допълнително като лихва върху съответната част от задължителните резерви на търговските банки (с една трета повече от ОЛП). Тази сума също се заплаща от БНБ.

В близкото минало възможност за ползване на допълнителна изгода предоставяше освобождаването от данъчно облагане на сумите, с които са закупени ДЦК. Не са известни опити за количествена оценка на тази допълнителна изгода, към която държавният бюджет бе индиферентен в частта си за финансиране на дефицита, но силно потърпевш в приходната част.

Друга възможност предоставя ломбардният кредит със залог на ДЦК. Решение на УС на БНБ от 10 август 1995 г. определя, че *„размерът на заемите срещу залог на ДЦК, емитирани от МФ по реда на Наредба № 5, със срок от 1 месец до 5 години според остатъка до падежа и м е, както следва: над 180 дни – 70% от номинала; от 91 до 180 дни – 75% от номинала; до 90 дни – 80% от номинала“*¹⁶. Според специално решение *„ломбардният лихвен процент се определя от УС на БНБ и се поддържа с един процентен пункт по-ниско от ОЛП“*¹⁷.

В таблица 5 са представени действителни данни от информационните бюлетини на БНБ. Ломбардното рефинансиране се отклонява от изискването за олихвяване с един процентен пункт по-ниско от ОЛП. Така например за януари 1996 г. той е с 4 процентни пункта по-висок. Въпреки това обаче относително високата доходност от ДЦК (в случая дългосрочни) разкрива възможности за спекулативни операции.

¹⁵ Информационен бюлетин. БНБ, 1/1996.

¹⁶ Информационен бюлетин, БНБ, 8/1995.

¹⁷ The Bulgarian Banking System, Sofia, Nov. 1995, p. 24.

Така например нека на първата стъпка търговска банка купува ДЦК, които се очаква да ѝ донесат определен доход. На втората стъпка тя залага купените ДЦК и получава ломбарден кредит в размер на 80% от стойността им и със заявена лихва. На третата стъпка с получената чрез залог сума тя купува ДЦК. На четвъртата стъпка залага новото количество закупени ДЦК и получава нов ломбарден кредит и т. н.

При мисленото проследяване на целия безкраен процес в крайна сметка търговската банка реализира определена печалба във вид на определен лихвен процент и пределна доходност, която е следствие от различията в доходността на ДЦК и лихвата по ломбардните кредити. Тази пределна доходност е представена в четвъртата колона на таблица 5. Тя е съобразена с реалните отчетени лихвени проценти за ДЦК и ломбардното рефинансиране със залог на ДЦК.

Пределната доходност не винаги е реализируема и именно затова е пределна. Тя представя вероятната и възможна максимална доходност, която може да се постигне чрез подобен род покупко-продажби. Съществуването на такава възможност означава, че реалната доходност от ДЦК се стреми към тази граница при хипотезата за максимизиране на доходността. Въпросът е, кой поема диференциала или разликата между отчетената доходност на ДЦК и пределната. Отговорът е единствен – БНБ.

Таблица 5

**Капитализирани лихвени проценти
на средногодишна основа**

(%)				
Месеци	Основен лихвен процент	Доходност на емисиите дълго- срочни ДЦК	Ломбардни заеми срещу залог на ДЦК	Пределна доходност
1995				
Април	84.5	86.9	78.7	119.5
Май	68.0	67.8	69.3	61.5
Юни	63.1	64.1	60.2	79.8
Юли	48.9	49.0	48.4	51.4
Август	38.6	43.1	41.8	48.3
Септември	38.6	47.8	41.2	74.3
Октомври	38.6	40.4	41.2	37.2
Ноември	38.6	47.3	41.2	72.0
Декември	38.6	50.1	41.2	85.9
Януари 1996	38.6	46.8	43.7	59.2

Според действащите в БНБ правила ломбардни кредити срещу залог на ДЦК се отпускат при крайна нужда. По-важното в случая е обстоятелството, че подобна операция допуска осигуряване на допълнителна доходност, а именно тя явно или неявно предопределя цената на търгуваните ДЦК. Съществува например такава възможност за договаряне меж-

ду търговските банки с оглед ползване на подобен вид ломбарден кредит при поставяните от БНБ условия. В добавка лихвата на БНБ върху ломбардните кредити въздейства върху подобен тип взаимодействия на междубанковия пазар, където основен кредитор е ДСК, т. е. отново държавна институция.

Поради спецификата на рефинансирането през 1995 г. обемът на ломбардните кредити през втората половина на годината е относително малък, но все пак бързо нараства. За януари 1996 г. той е 2.2 млрд. лв., а диференциал от 12.4%, увеличаващ общата сума, с която БНБ негласно поддържа вътрешния държавен дълг, прави 270-те млн. лв. на 4.5 млрд. лв. годишно.

Трето, една особеност на паричната политика през 1995 г. замъгли истинското естество на наблюдаваната в началото на 1996 г. банкова криза. Тежкото финансово състояние на две големи държавни банки – Стопанска банка и Минералбанк, породено по същество и от наличието на голям вътрешен държавен дълг, доведе до приемането на Постановление № 89 на МС и Решение № 181 от 19 април 1995 г. Според чл. 2, ал. 1 от постановлението¹⁸ с оглед замяна на ЗУНК облигациите на двете банки правителството одобрява емитиране на ДЦК с цел обратно изкупуване с матуритет 7 години при 4-годишен гратисен период, погасяване на равни полугодишни вноски и олихвяване с ОЛП. В чл. 3, ал. 2 се предлага на БНБ и ДСК да преустановят рефинансирането на тези банки до възстановяването на тяхната ликвидност.

Операцията по замяната на ДЦК е осъществена от БНБ и отразена счетоводно от юни 1995 г. БНБ и ДСК обаче разпростират почти повсеместно върху всички банки препоръката за спиране рефинансирането на двете банки. В резултат се получава състояние, сравнимо с шокос удар.

Рефинансирането с ломбардни заеми намалява от 21.6 млрд. лв. през май на 0.9 млрд. лв. през юни, краткосрочните необезпечени депозити от 11.6 млрд. лв. на 0.8 млрд. лв., а общото рефинансиране – от 37.1 млрд. лв. на 7.2 млрд. лв., т. е. близо 5.3 пъти!

Паричният пазар между търговските банки в левове рязко се съкращава главно поради отдръпването на ДСК – от депозити в размер на 61.2 млрд. лв. през май на 37.3 млрд. лв. през юни.

Подобна драстична промяна е съпроводена с нарастване на наличния портфейл на БНБ, доколкото тя реализира покупки от 39.1 млрд. лв. при 2.7 млрд. лв. предния месец. В резултат изменението на портфейла на БНБ за един месец е 27.7 млрд. лв. при спад на общото рефинансиране с 26.6 млрд. лв. и на паричния пазар между търговските банки с 23.9 млрд. лв., т. е. общо с 50.5 млрд. лв. Отнема се и възможността за рефинансиране в непосредственото бъдеще.

¹⁸ Държавен вестник, бр. 37, 21 април 1995 г.

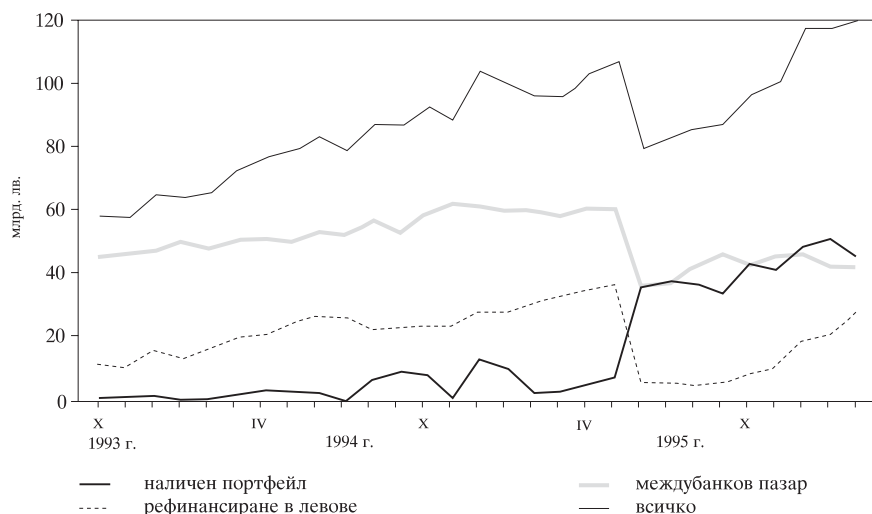
През следващия месец в действията на БНБ на открития пазар намаляват драстично споразуменията за изкупуване (от 50.5 млрд. лв. на 16.1 млрд. лв.) и споразуменията за обратно изкупуване (от 60.3 млрд. лв. на 16.4 млрд. лв.).

През юни БНБ практически не променя ликвидността, която тя предоставя на търговските банки (графика 1). Прекратяването на рефинансирането се компенсира от увеличени наличен портфейл. Този първоначален импулс обаче се разпространява и през следващите месеци, което вече променя пропорциите на паричния пазар. Също чувствително намалява паричният оборот на междубанковия пазар, където основен кредитор и предоставящ рефинансиране агент е ДСК. Като резултат месеци наред рефинансирането практически е преустановено.

Периодът до края на годината е време за наблюдение и преосмисляне. БНБ не можа да избегне функцията си на кредитор от последна инстанция (графика 1) и доколкото няма промяна в изходните предпоставки, постепенно се върна на предишните си позиции. Лихвените проценти останаха относително ниски при недостиг на ликвидни средства. Неблагоприятната страна от връщането по спиралата е, че възстановеното рефинансиране е предимно за сметка на краткосрочните необезпечени депозити на БНБ в търговските банки (повече от две трети от общото рефинансиране за февруари 1996 г.). Всъщност направен бе неуспешен опит за административно решаване на икономически проблем – половин година по-късно закъсалите банки са отново в ликвидна криза, но междувременно три частни банки фалираха.

Графика 1

Рефинансиране на търговските банки



Подобна операция бе проведена и през лятото на 1994 г., но при различни действия и последици. БНБ изкупи по номинал левови облигации, получени от Стопанска банка по реда на ЗУНК, като с равностойността им се намали рефинансирането на банката от БНБ. Операцията се осъществи на 1 август 1994 г. Общото рефинансиране през същия месец бе намалено с 16% спрямо юли с. г. главно за сметка на ломбардните заеми (спад от 38%), но бе възстановено през следващите месеци, а и междубанковият пазар отбеляза прираст от 9% за поддържане равнището на съвкупното рефинансиране.

Твърде често лекомислено се пренебрегва въпросът за влиянието на доверието на населението към държавните и правителствените институции върху хода на икономическите процеси. Разклащането на доверието води до трудно предвидими последици и елементи на хаос. Банките са върхът на пирамидата на доверието и тяхното сриване би било равносилно на цялостно разстройство на обществено-политическия живот в страната¹⁹.

Вече в средата на 1996 г. правителството прави опит за решаване на натрупалите се в банковата система проблеми, свързани главно и предимно с лавинообразно нарастващия вътрешен дълг, чрез прилагането на универсален подход – закриване както на губещи предприятия, така и на проблемни банки. Процесите обаче са несравними при предприятията и при банките. Закриването на губещо предприятие засяга почти единствено работещите в него, докато фалитът на търговска банка поражда страх и паника у голяма част от населението – както непосредствени депозитори в ликвидиращата се банка, така и останалото население. Последното е толкова по-опасно в общество, в което вече са посетили кълновете на финансовата паника. Това е причината, поради която би било поцелесъобразно да се търсят други решения за проблемните банки, например сливания, изкупуване за символична сума от други банки на активите на пострадалата и т. н. Най-новата световна история ни предоставя такива примери.

Смисълът на шоквата операция в паричната политика в средата на 1995 г. е в стремежа да се решат проблемите с вътрешния държавен дълг чрез прехвърлянето на тежести от едната глава върху другата. В случая, преднамерено или не, тежестта се поема от банките, които не са пряко ангажирани със ЗУНК облигации, т. е. преди всичко банките с преобладаващо частно участие. Тяхното нормално функциониране е нарушено предвид явно възприетата от БНБ роля на наблюдател на възникналите затруднения.

¹⁹ В специално изследване на Виенския институт за сравнителни икономически изследвания (WIIW) се отбелязва, че „harsh restrictiveness does not necessarily seem to imply fast and lasting disinflation and occasional laxity does not seem to necessarily yield higher inflation. A necessary, but not sufficient, condition for the policy to be effective is its credibility“ (Podkaminer, L. et al. *Transition Economies: Economic Developments in 1995 and Outlook for 1996 and 1997*. WIIW Research Reports, No. 225, February 1996, p. 4.

Рефинансирането бе шоково намалено, но при поддържането на относително ниски лихвени проценти. При пазарни взаимоотношения дисконтовите лихви и тези за рефинансиране следва да отразяват търсенето на пари, така както е при овърдрафта. Работа на търговските банки е да определят своята кредитна и собствена парична политика в съответствие със състоянието на паричния пазар. При по-силно парично търсене и лихвата на централната банка трябва да е по-голяма, което поставя високи изисквания за ефективност пред кредитополучателите.

Алтернативната административна възможност е запазването на относително нисък лихвен процент, но съкращаване на предлагането. В такъв случай търсенето на пари остава относително високо, търговските банки свиват своята ликвидност и кризата е налице. Ликвидната криза се задълбочи и от недобрата координация между различните инструменти на паричната политика на БНБ – през пролетта на 1995 г. задължителните резерви на търговските банки бяха увеличени от 10% на 12%, което бе противодействие на очакваното снижение на ОЛП, но през лятото ограничаването на рефинансирането не бе съпроводено с паралелна редукция на минималните задължителни резерви²⁰.

Връщането на БНБ към предишното си поведение е добър урок за безполезността от експерименти с неясни последствия. Сигурно е, че няма леко решение на тежки икономически проблеми толкова повече, ако се търси решение за слабата финансова и организационна дисциплина (както в предприятията от общественения сектор, така и в банковата сфера) чрез счетоводни трикове. Подобни шокови изменения без предварителна добра подготовка са обречени на неуспех. Право на БНБ е да използва всички свои инструменти в интерес на регулирането на паричното предлагане, но при съществената уговорка за прозрачност на действията и предварително проведена достатъчно ангажирана подготовка. Действията на БНБ на паричния пазар не могат да компенсират слабости в

²⁰ Подобна некоординираност се забеляза и в началото на 1996 г. Двукратното повишаване на ОЛП целеше свиване ликвидността на търговските банки с оглед удържане на обменния курс, а същевременно минималните задължителни резерви бяха също двукратно намалени общо с 2.5 процентни пункта (от 11% на 8.5%), което отслабваше рестрикцията. Вероятно целта на БНБ е била да се придържа към международните изисквания за капиталова адекватност, приети през декември 1987 г. в Базел, според които „a minimum level of capital to be held against risk adjusted assets which is expected to be 8 percent“ (Klein, G. Dictionary of Banking. Second Edition, PITMAN, 1995, p. 34). Същият процент е фиксиран като задължителен и в Закона за банките и кредитното дело (чл. 21, ал. 2). Банковата финансова дисциплина у нас обаче едва ли е на предполагаемото международно равнище, което е и предпоставка за ненаказуемо нарушаване на цитираното в Закона за банките и кредитното дело изискване. Последното официално се признава от УС на БНБ при вземането на решение за ограничаване дейността на Минералбанк от 17 май 1996 г. Заслужава да се отбележи, че в Полша задължителната норма за капиталова адекватност е 12%.

надзорните и контролните ѝ функции, които би следвало да се практикуват предварително, а не последващо.

Има обаче нещо ново в спиралата, по която БНБ се връща – значително по-високия ОЛП. И това е положителното. Монетарните инструменти действат с чувствителен лаг и политиката на фина настройка никога не е водила до положителни резултати²¹.

Широко разпространено е убеждението, че високите лихвени проценти свиват кредитните ресурси. В действителност това е заблуждение. Разумно високите лихвени проценти акумулират спестяванията на населението, което не е нищо друго освен инвестиция²². Те формират и допълнителна атрактивност за чуждестранния капитал във вид на своеобразна рискова премия²³. Прагът на допустимост е по-висок и предполага по-голяма ефективност на вложенията. Всъщност няма опасност БНБ със своя относително висок лихвен процент да предизвика обратен ефект, тъй като ОЛП не е задължителен за търговските банки. Високият ОЛП обаче може ефективно и трайно да намали необходимостта от рефинансиране, не изведнъж и не непременно утре, но при едно допълнително условие – ако пряко или косвено не принуждава търговските банки да следват поведението му. В действителност обаче търговските банки са силно притеснени в лихвената си политика поради една особеност на емисиите на ДЦК у нас – прякото им обвързване с ОЛП.

През 1995 г. доходността на почти всички ДЦК, емитирани за финансиране на бюджетния дефицит, се свързва с ОЛП. Отрицателният ефект от това е, че при оперирането на БНБ с ОЛП с оглед поддържане на определени съотношения, несвързани пряко с паричната политика (например в интерес на валутната политика), много повече са нежелателните

²¹ „For many years our government has been trying to fine-tune monetary and fiscal policy in order to avoid both unemployment and inflation. A growing number of people – inside government and outside – have concluded that such fine tuning has not worked. It has not prevented repeated recessions. It has not prevented worse and worse inflation“; „The government cannot fine-tune the economy to eliminate every up and down. Its attempts to do so have made the ups and downs worse, not better“ (Fridman, M. *Bright Promises, Dismal Performance*. 1983, p. 114, 197).

²² В специално мащабно изследване по този въпрос за редица развиващи се страни се достига до извода, че „in upper-middle-income developing countries the household saving rate is likely to increase significantly as interest rates move up, and the response is unlikely to be very different from what would typically be observed in industrial countries“ (Ostry, J., C. Reinhart. *Savings and the Real Interest Rate in Developing Countries. Finance and Development*, December 1995, p. 18). Друго подобно задълбочено изследване се цитира в *The Economist* (2 – 8 December 1995, p. 81 – 82): „Governments should avoid fiddling with interest rates directly, in a misguided attempt to appease borrowers or boost growth. Not only will they do real harm to the economy, but they are likely to be booted out of office by a swarm of angry savers.“

²³ Ако обаче все пак чужди капитали не влизат в страната, тогава причината трябва да се търси преди всичко в голямата степен на несигурност и неопределеност. Безусловна пречка са и различни по характер бюрократични спънки.

въздействия върху нея като страничен, отколкото като пряк резултат. Промяната на ОЛП въздейства върху атрактивността на ДЦК, без да е предвиждан подобен ефект. По-високият ОЛП повишава доходността на ДЦК, които започват да привличат вложения и по такъв начин принуждават търговските банки да следват БНБ, без това да е необходимо, а понякога дори и да е вредно. Целта на БНБ при оперирането с ОЛП почти винаги е да въздейства върху ликвидността на търговските банки, но не чрез нарушаване на свободните взаимодействия на паричния пазар.²⁴

Ако например БНБ и МФ емитират ДЦК с фиксирана доходност, конкуренцията между лихвената политика на отделните институции, имащи право да привличат средства на граждани и фирми, ще бъде по-голяма, ще увеличава ефективността от използването на финансовите ресурси, както и от политиката на БНБ. Друга възможност е емитиране на ДЦК въз основа на покупателната способност на местната валута – например чрез установяване на платимия реален, а не номинален лихвен процент²⁵.

Основно правило за минимизиране на загубите е диверсификацията на портфейла, или както се казва в поговорката, не дръжте всичките яйца в една кошница! Очакванията за намаляване на лихвените проценти потикнаха към повсеместно емитиране на ДЦК, тясно обвързани с ОЛП. Обратният път обаче (повишаването на ОЛП), който е мъчителен и болезнен, увеличава забележимо лихвените плащания. В добавка то нарушава пазарните принципи за формиране на лихвената политика на търговските банки и по такъв начин нанася допълнителен удар върху стабилността на финансовите взаимодействия.

Изводи

Първо, проблемът с държавния дълг е многостранен. Разбирането, че той може да се поддържа при не особено големи отрицателни последици за икономиката, е фикция. Това се отнася с особена сила за стопанства в криза със силен дефицит на финансови ресурси за осигуряване на стабилен икономически растеж, следователно за България.

Подобен извод звучи тривиално и може би именно поради това често се забравя.

²⁴ В действителност лихвеният процент на централната банка не се счита за най-ефективен инструмент за регулиране ликвидността на търговските банки при неограничаване на пазарните механизми. Търговските банки не трябва да бъдат ограничавани в тяхната дейност на кредитния пазар, която е свързана с определянето на равновесния лихвен процент за кредитите и депозитите, а ликвидността и следва да се регулира от изискването за минимални задължителни резерви, дисконтовия процент и чрез операциите на централната банка на открития пазар. Това е и начинът за ефективното регулиране на паричното обращение (Fridman, M. *Bright Promises. Dismal Performance*. 1983, p. 235).

²⁵ *Ibid.*, p. 274.

Второ, неблагоприятното отражение на държавния дълг се чувства почти във всички сфери на стопанския живот. Държавният бюджет се задъхва при осигуряване на необходимите финансови ресурси за редовно посрещане на плащанията. Съпътстващият бюджетен дефицит изисква емитиране на все повече и повече ДЦК, които допълнително увеличават вътрешния дълг. Наличието на изисквания за валутни резерви, с които да се посрещат външноплатежните ни задължения при обслужването на външния дълг на страната, създават непрекъснати затруднения най-вече при уравновесяването на платежния баланс.

Трето, големият обем на държавния дълг затруднява нормалното функциониране на банковата система. Необходимостта от своевременно финансиране на бюджетния дефицит тласка към създаване на по-голяма атрактивност на емитираните ДЦК, но не чрез лихвените проценти, а по странични „*безплатни*“ средства, което замъглява и фалшифицира истинската картина. Нарушава се принципът на пазарно равновесие, ограничава се действието на пазарните механизми, което неминуемо води до неефективно разпределение на финансовите и материалните ресурси.

Обвързването на ДЦК с ОЛП облекчава държавните финанси единствено при спадане на лихвените проценти. Картината е коренно противоположна в обратния случай и по-общо – при поддържане на подчертано положителни реални лихвени проценти. Световната практика показва, че именно те поддържат стабилността на финансовата система. Бедата е и в това, че се нарушават нормалните взаимодействия на паричния пазар. Елементарното осигуряване против нежелано развитие на процесите предполага създаването на достатъчно разнообразна структура на емитираните ДЦК с оглед намаляване на възможните вреди.

Четвърто, БНБ е длъжна и призвана да поддържа стабилността на българския лев така, както е записано в Закона за БНБ, дори и на всяка цена. Лихвената ѝ политика следва да е асиметрична – от една страна, бързо и безапелационно да повишава ОЛП при признаци на дестабилизация, и, от друга – внимателно и предпазливо да я понижава при наличие на безспорна стабилизация. Всички видове разчети показват, че колебанията в макроикономическата стабилизация са най-големият бич за стопанския растеж.

Не е задача на БНБ и на паричната ѝ политика да се грижи за размера на държавния дълг, освен при осигуряване на необходимия валутен резерв, т. е. отново с оглед стабилността на местната валута. Задължение на правителството е да впише държавния дълг в приемливи рамки и за това съществуват широкоизвестни начини. Не бива лихвената политика на БНБ да се нагърбва с прекалено много функции.²⁶

Пето, всички видове шокове във финансовата система са противо-

²⁶ Положението е сходно с шахматна игра, в която дадена фигура е претоварена с много функции. В такъв случай почти винаги се случва неоправителното – загуба.

показни. Събитията от средата на 1995 г. ярко илюстрират неефикасността на шоковите мерки. С подчертана сила това се отнася за случаите, когато се въвеждат елементи на администриране, на загърбване на логиката на пазарните взаимодействия.

През последните 2 години БНБ допусна три явни грешки в своята политика, от които могат да се извлекат ценни поуки. *Първата* бе през пролетта на 1994 г., когато централната банка прояви неоправдана пасивност при овладяване на валутния пазар и левът бе чувствително обезценен. *Втората* бе през лятото на 1995 г., когато бе неоправдано и неподготвено агресивна на паричния пазар чрез рязка промяна на правилата на игра. *Третата* бе в периода около новата 1996 г., когато тя не съумя да оцени правилно развитието на процесите на валутния пазар, закъсна с приемането на сериозни мерки и позволи да се пропилее важна част от държавния резерв. Безусловно тези грешки бяха направени не без активното съдействие и намеса (явно или неявно) на правителствата, но крайната отговорност остава на БНБ.

Шесто, разсъжденията неминуемо водят до ключовия въпрос за независимостта на централната банка. Според М. Фридман *„парите са твърде сериозно нещо, за да се поверят на централните банки“*²⁷. Паричните взаимодействия оказват прекалено силно въздействие върху протичането на икономическите процеси в страната и именно поради това паричната политика трябва да се впише в контекста на цялостната макроикономическа политика. В този смисъл БНБ не може да съществува вън и независимо от макроикономическото управление и регулиране на страната.

Координацията в действията обаче не бива да противоречи на изпълнението на основната функция на БНБ – да поддържа *„вътрешната и външната стабилност на националната парична единица. За тази цел тя разработва и провежда национална парична и кредитна политика и съдейства за създаване и поддържане на ефективни платежни механизми.“*²⁸ Недопустимо е например да се нарушава (дори разрушава) стабилността на финансовата система поради това, че правителството не желае да реши радикално въпроса с държавния дълг. Пораженията при двата сценария са несравними най-малкото поради това, че недоверието винаги се настанява трайно в съзнанието на населението и са необходими години за възстановяване на вярата в държавните институции. Аналогична е и ситуацията с криворазбраното *„стимулиране“* на стопанската активност или *„поддържане“* на бюджетното равновесие чрез установяване на относително ниски лихвени проценти. В такива случаи централната банка от котва се превръща в хартиена лодка в развълнувано море.

Седмо, БНБ е длъжна да притежава своя собствена позиция за очакваните и вероятни изменения в икономиката. Действието на монетарни-

²⁷ Фридман, М. *Немирството на парите*, С., 1994, с. 294.

²⁸ Закон за БНБ. Банкови нормативни актове. С., 1993, с. 7.

те инструменти е дългосрочно и не е редно да се практикува методът на пробите и грешките. Именно защото днес трябва да реагира на възможно събитие в средносрочното или дори в дългосрочното бъдеще, БНБ следва да върви не по следите на събитията, а да предвижда вероятното им развитие. Промяната на инструментите на паричната политика трябва да се съпровожда с ангажирана оценка на последствията.

Осмо, изтеклата 1995 г. бе може би най-благоприятната от гледна точка на условията за стопански напредък. За съжаление шансът бе лекомислено проигран. Текущата 1996 г. зависи в най-голяма степен за последните 5 – 6 години от характера на макроикономическото управление. Няма да е пресилено, ако кажем, че съществуват възможности да се окажем в почти всяка точка от скалата на икономическите измерения – от най-лошата (изчерпване на валутните резерви, провал на преговорите с международните финансови институции, неудържимо увеличение на бюджетния дефицит, респ. инфлацията и т. н.) до най-добрата (овладяване на напрежението в бюджетната и финансовата област, чувствително ускоряване на приватизацията и облекчаване на дълговото бреме, преустановяване влошаването на международния имидж на страната). През тази година както правителството, така и БНБ нямат право да грешат – те могат да предприемат всякакви действия, но при непременно предварителна яснота за вероятните последствия.



Европейският паричен съюз и страните от Източна Европа

Лайънъл Прайс

Лайънъл Прайс е директор на Центъра за изследвания на централните банки, Bank of England.

Повечето от държавите в Централна и Източна Европа желаят да влязат в Европейския съюз, а някои от тях дори вече подписаха с него споразумения за асоцииране. През изтеклата година Европейската комисия публикува бяла книга, очертаваща перспективите за кандидатстващите страни. Както във финансовата, така и в други сфери много от страните кандидати вече предприемат сериозни действия, за да приведат законодателството си в синхрон с изискванията на съюза.

Страните от Централна и Източна Европа работят и по реструктуриране на финансовите си системи в съответствие с тези в Западна Европа. В това отношение според мен перспективите за членство в съюза са различни. Целта на прехода към пазарна икономика е изграждането на солидна банкова и финансова система, която е трудно достижима предвид размера на лошите кредити в страни като България. В Западна Европа обаче няма перфектен модел за подражание, към който страните от Изтока да могат да се стремят. Финансовите системи на страните от Западна Европа са се развивали по различни пътища – не толкова поради различните законови изисквания, колкото поради факта, че пазарните сили с течение на времето са водили до различни последици за различните нации. Вероятно всяка една от тях е избрала резултата, който най-добре отговаря на нейните нужди, въпреки че доказването на подобна теза практически е невъзможно. Може да се предположи, че при по-близка интеграция пазарните сили ще доведат различните финансови системи до тясното им обвързване, като най-добрият вариант би бил всяка една от тях да запази най-добрата си част. И така за икономиките в преход не съществува единен модел за подражание. На този етап всяка от тях има свои приоритетни задачи – тук виждам не само неотложното разрешаване на проблема с лошите кредити, но и изграждането на финансова структура като предпоставка за добро корпоративно управление.

Останалата част от бележките ми се отнася до един друг важен аспект, който засяга централните банки – интегрирането в Европейския паричен съюз (ЕПС). Имам впечатлението, че някои от кандидатстващите

страни вече се виждат сред членовете на ЕПС и поради това са започнали подмяна на националната си валута с европейската. Това става в момента, в който влизат в ЕС и дори преди това. Всяка кандидатстваща страна трябва да подпише договор за присъединяване към ЕС, като на този етап никой от нас не може да определи кога точно ще стане това. Несигурността на този процес и конкретно как България може да реагира на него е въпрос, по който съществуват различни становища. Аз лично бих се учудил, ако държавите членки пледират за незабавно приемане на кандидатстващите страни в паричния съюз. Нещо повече – възможно е те дори да не позволят това. Предишните договори за присъединяване даваха на новоприетите членове гратисни периоди за преход в различни сфери. Моите очаквания са за също такъв период и в паричната сфера. Приемането на всеки нов член в ЕПС е решение, което рефлектира не само върху него. То означава и множество други ангажменти, които останалите страни поемат спрямо него. Възможно е дори те да решат, че настоящото или бъдещото състояние на икономиката на кандидатстващата страна рискува да създаде сериозни напрежения в съюза.

Този риск не е изключен и за самите кандидатстващи страни. По време на преговорите по договора от Маастрихт, който предвижда създаването на паричния съюз преди края на века, беше отбелязано, че стабилността на новата валута може да бъде застрашена, а някои от страните – членки на ЕПС, могат да се изправят пред неприемливи разходи, в случай че съюзът приеме държави, преди състоянието на икономиките им да е доведено до съответното равнище. Поради това договорът поставя разнообразни критерии относно инфлацията и лихвата, държавния дълг и дефицита, стабилността на валутния курс, на които бъдещите членки на ЕПС трябва да отговарят, за да бъдат приети в него.

При толкова добре обоснована предпазливост при приемане на нови членове в паричния съюз би ме учудило, ако неговите страни членки допуснат която и да било държава до ЕПС, *преди* тя да е станала член на ЕС. Дори смятам, че сега действащият договор сам по себе си създава предпоставки за това. Кандидатстващата страна не е лишена, разбира се, от възможността да обвърже валутата си към европейската, но това ще бъде едностранно решение, което в никакъв случай няма да задължи другите страни и Европейската централна банка да поддържат валутата на кандидата.

По-трудно за прогнозиране е дали от кандидатстващите страни ще се изисква при влизането им в ЕС или след това да се присъединят към ЕПС, разбира се, само в случай че има съответствие с критериите, посочени в Договора от Маастрихт – нещо, което само по себе си може да не бъде постигнато в течение на години. Според Договора от Маастрихт тринадесет от настоящите страни – членки на ЕС, нямат алтернатива по въпроса. Ако техните икономики междуременно отговорят на критериите от Маастрихт, тези страни ще бъдат задължени до 1999 г. да се присъединят към ЕПС. Великобритания и Дания договориха по-различни

условия: ако Великобритания изпълни изискванията, ще може да избира дали да се присъедини, а Дания няма да се присъедини. Създаването на паричен съюз между група от страни членки, чиито икономики са вече съобразени с изискванията, е достатъчно несигурен и крехък процес и бих се учудил, ако влезлите в него желаят да го усложнят, настоявайки страна от Централна или Източна Европа да се присъедини към ЕПС по-рано.

В неотдавнашно изследване, посветено на историята на паричните съюзи, Чада и Хъдсън (1996 г.) излагат някои от проблемите, които трябва да бъдат преодоляни с цел успешното приемане на нови членки в ЕПС. Чада и Хъдсън изучават посочените в таблицата тринадесет парични съюза. Шест от тях съществуват и до днес, а тези във Великобритания, САЩ, Италия и Германия се свързват и с паралелно политическо уеднаквяване на условията в тях.

Таблица

Паричен съюз	Период на действие
Английско-шотландски съюз	1707 – досега
Федерална резервна система на САЩ	1781 – досега
Британско-ирландски съюз	1800 – 1979
Скандинавски паричен съюз (SCU)	1825 – 1924
Немски паричен съюз от XIX век (GMU I)	1834 – 1919
Италиански паричен съюз от XIX век (Italian)	1847 – 1920
Латински паричен съюз (LMU)	1865 – 1927
Международен златен стандарт (GS)	1867 – 1931
Източноафрикански съюз (EAC)	1917 – 1977
Белгийско-люксембургски икономически съюз (BLEU)	1922 – досега
Бивш Съветски съюз (FSU)	1923 – 1993
Франкова зона (CFA)	1945 – досега
Немски съюз от XX век (GMU II)	1989 – досега

Запитани дали страните трябва да изграждат парични съюзи, икономистите обикновено се позовават на теорията за оптималните валутни зони. Важно е да се знае дали споменатите страни имат интензивен търговски обмен помежду си, дали техните икономики имат сходни структури и дали не са възможни различни външни шокове. Чада и Хъдсън твърдят обаче, че подобен род предпоставки са влияли слабо върху решенията за формиране на парични съюзи. Затова фактът, че много от тях са били прекратени, не предизвиква учудване.

Чада и Хъдсън заемат становището, че когато в паричния съюз влиза член със съществен външен дълг, то съюзът е обречен на провал. Италия например влиза в Латинския паричен съюз със съществен дълг към Франция. След приемането ѝ обаче последвалият огромен поток от капитали обратно към Франция разрушава целия съюз. Обратното, Английско-шотландският съюз беше освободен от плащания на Англия към Шотландия в размер на 0.5 до 1% от БВП, а Германският паричен

съюз пък бе облекчен от крупните парични трансфери от Западна към Източна Германия. Там, където предпоставките за наличието на оптимална валутна зона са налице, данъчните трансфери могат да стабилизират паричния съюз. Така например плащанията от френската хазна подпомогнаха Франковата зона в Африка. По правило обаче данъкоплатците не гледат с добро око на това да финансират плащания извън страната си. Можем да направим извода, че който и да било паричен съюз би просъществувал успешно или ако е плод на достатъчно сходни икономики в съответствие теорията за оптималните валутни зони, или ако членовете в съюза проявят достатъчно готовност да поемат наложилите се при различни икономически ситуации данъчни трансфери.

Друг извод, до който достигат Чада и Хъдсън, е, че паричните съюзи в повечето случаи се разпадат скоро след отделянето на някой техен член. Може би единственото изключение е „златният стандарт“, чиито „правила“ допускаха възможността в труден за съюза период неговите членове да могат да се отделят и по-късно да се присъединят отново. Бъдещият Европейски паричен съюз не почива на такова споразумение: Договорът от Маастрихт не визира клауза, според която член може да напусне съюза. Оттук и заключението, че страните в съюза ще бъдат предпазливи да допуснат до него страна, която би могла да го дестабилизира в качеството си на лабилен член или още по-лошо – посредством напускането ѝ, макар то да не е уредено нормативно.

Предпоставките за успех на ЕПС бяха анализирани по-подробно миналата година от д-р Исинг от Бундесбанк (1995 г.). Според него „проблемът с трансферите стои в основата на нещата“. Той поддържа и защитава тезата, че сега съществуващата трансферна система в ЕС е основана на твърде различни критерии от тези, необходими за паричния съюз. „Ако общността желае да бъде отворена за европейските страни в преход, ще трябва да се смени *сегашната* трансферна система. Би било пагубно, ако разрастването на общността бъде възпрепятствано от невъзможността да се осъществят съответни реформи или ако новоприетите членове влязат в съюза с финансови илюзии, които няма да се сбъднат.“ Д-р Исинг предупреждава също, че „социалният съюз“ – т. е. хармонизирането на социални стандарти на възможно най-високо ниво, „ще наруши баланса на пазара на труда и ще намали шансовете на съюза за успех“.

В момента не може да се каже колко от страните – настоящи членове на ЕС – ще достигнат съответните критерии от Маастрихт и ще са годни да влязат в ЕПС при старта му, но със сигурност може да се твърди, че ще има много страни, останали „отвън“. Както вече изтъкнах, желанието на страните членки да превърнат еврото в стабилна неинфлационна валута може да ги накара да забавят присъединяването на някои от централно- и източноевропейските страни към ЕПС, независимо че те вече може да са достигнали критериите от Маастрихт. Разбира се, не трябва да се изключва възможността от възникване на валутни механиз-

ми между тези държави и еврото. За страните членки, които ще останат „отвън“, вече се обсъжда подобен механизъм. Това най-вероятно е продиктувано от опасенията на някои от членуващите страни, че останалите „отвън“ могат да предприемат мерки за обезценяване на валутите си, макар че според преценките на специалистите подобен подход би осигурил временни търговски печалби, а в дългосрочен план би довел единствено до инфлация. Макар и не задължителен за настоящите страни – членки на ЕС, участието в новия валутен механизъм е препоръчително.

Докато икономиките на бившите социалистически страни са в преход, те ще се стремят към предварително обвързване на курсовете си или посредством присъединяване към ЕПС, или чрез фиксирано определен паритет към еврото. В продължение на няколко години икономиките в преход ще имат значително по-висок ръст на производство от тези в Западна Европа, техните валутни курсове ще претърпят реално покачване. Подобни икономически сили и тенденции вече водят до значителен приток на капитали и внос на инфлация в икономиките на страните в преход, стремящи се да удържат номиналното покачване на валутите си. Ако икономиките в преход искат да поддържат нисък ръст на инфлацията, наблюдаван в повечето западни държави, те трябва да са готови от време на време да позволяват покачване на номиналния курс.

Дори да не желаят бързо присъединяване към ЕПС или да не очакват такова, в интерес на кандидатстващите страни е да се стремят към достигане критериите от Маастрихт. Изграждането на стабилни публични финанси и постигането на нисък ръст на инфлацията са част от критериите, които от своя страна са добра основа за по-нататъшно успешно икономическо развитие.

Източници

Чада, Я., С. Хъдсън (1996). *Анализ на паричните съюзи: преглед на опита. Предстояща публикация на Bank of England.*

Христов, Л., Ал. Михайлов (1995). *Движение на капитала и плащанията. Валутно-финансова политика и конвертируемост на лева. Център за изследване на демокрацията. София.*

Исинг, О. (1995). *Европа, политически съюз чрез общи пари? Икономически институт, изд., бр. 98, Лондон.*

