

ОФИЦИАЛНАТА ЕВРОИЗАЦИЯ НА БЪЛГАРИЯ: ПЛЮСОВЕ И МИНУСИ³

В статията е направен опит за систематизиране на разходите и ползите от потенциалната официална евроизация на България в процеса на присъединяване към ЕС и ЕПС. Тъй като България е в режим на паричен съвет, акцентът в изследването е поставен върху сравнение на евроизацията със съществуващия в момента режим на паричния съвет. Представени са аргументи в полза на твърдението, че еврото има нужда от бързо и трайно настаняване на Балканите и в България, за да заеме стратегически позиции в бъдещата нова география на парите.

Увод

Финансовите и валутните кризи през втората половина на 90-те години направиха отново актуален въпроса за избор на оптимален валутен и монетарен режим. Официалната доларизация (евроизация) беше едно от най-често предлаганите решения, придобило голяма популярност, както в Латинска Америка и Азия, така и в страните в процес на преговори за присъединяване към Европейския съюз (ЕС) и Европейския паричен съюз (ЕПС)⁴. Редица страни вече изоставиха националните си валути и възприеха долара (Еквадор, Салвадор, Гватемала и Източен Тимур) или еврото за официално платежно средство (Черна гора).⁵

¹ Николай Неновски е експерт в БНБ, отдел "Паричен и финансов анализ", тел: 91451717, факс: 9802425, 9806493, e-mail: nenovsky.n@bnbank.org, nenovsky@mail.netplus.bg.

² Калин Христов е експерт в БНБ, отдел "Паричен и финансов анализ", тел: 91451814, 91451294, факс: 9802425, 9806493, e-mail: hristov.k@bnbank.org.

³ Изказаните мнения в статията са лични и не ангажират институциите, в които авторите работят. Калина Димитрова оказа техническа помощ при провеждане на изследването. Благодарим за коментарите на Иван Стойков и Малинка Копаранова.

⁴ По-нататък в текста ще използваме понятията "официална евроизация" за приемането на еврото като официално платежно средство и "официална доларизация" за приемането на долара като официално платежно средство. В Латинска Америка и Азия дискусиите бяха значително по-интензивни, отколкото в Европа.

⁵ За обобщено представяне на принципите на доларизация и изчерпателен обзор на страните, в които има официална доларизация, вж. Bogetic, Z. Official or "Full" Dollarization: Current Experiences and Issues, (1999) <http://users.erols.com/kurrency/bogdllr.htm>; Bogetic, Z. Full Dollarization: Fad or Future?, (2000a). Challenge 43(2), p.17-48; Bogetic, Z. Official Dollarization: Current Experiences and Issues. – Cato Journal, (2000b) Vol. 20, N2, p.179-213.

Особено интензивна е дискусиата за доларизация на Аржентина, където проблемите на страната от края на 2000 г. дадоха допълнителни аргументи в полза на поддръжниците на тази идея. Като потенциални кандидати за доларизация се разглеждат също Перу, Мексико, Венецуела, Коста Рика и Ямайка. В Азия се смята, че потенциални кандидати за доларизация са Хонконг и Индонезия. За значението на темата за доларизацията говори и големият брой конференции и дискусии, проведени по този проблем.

В Европа дебатите за евроизацията като паричен режим се разглеждаха и продължават да се възприемат като част от процеса на присъединяване на трансформиращите се икономики от Централна и Източна Европа към ЕС и ЕПС. В голяма част от случаите процедурата за присъединяване към ЕС и ЕПС се разглежда като статична и зададена отвън. В такъв контекст беше поставен и въпросът до каква степен евроизацията е съвместима със стандартната процедура на присъединяване. Беше забравено, че паричните режими не могат да се разглеждат като фиксирани, непроменящи се и предетерминирани, както и че еволюцията на паричните режими е основният "арбитър" и не може да има сценарии, които предварително да отхвърлят, тъй като не е възможно посоката на развитие целенасочено да бъде конструирана.

Статията разглежда *официалната евроизация* като възможен избор за България в периода на преговори за присъединяване към ЕС и ЕПС. Още в началото подчертаваме, че основният акцент ще бъде поставен върху сравнението между възможността България да поддържа съществуващия в момента режим на паричен съвет до пълно членство в ЕПС (без участие в ERM II) и алтернативата да се приеме еврото като официално разплащателно средство (*legal tender*) от януари 2002г. С други думи, сравняваме паричния съвет и официалната евроизацията.

Преди да оценим ползите и разходите за страната, свързани с процеса на евроизация, трябва да сме наясно с легално-институционалните подходи при осъществяването ѝ. Те в голяма степен определят разходите за страната, а следователно и цялостната оценка за този паричен режим. Алтернативите за осъществяване на официална евроизация са две: съгласувана със страните членки на ЕС и ЕПС и несъгласувана, едностранна.

При *съгласуваната евроизация* се допуска възможността за постигане на договореност между България и страните-членки на ЕПС за възстановяване (частично или пълно) на загубения сенъораж вследствие на отказа от националната валута. Вариантът "съгласувана евроизация" предполага и официално разглеждане от страна на ЕС на този монетарен режим като съвместим със стандартната процедура за присъединяване към ЕС и ЕПС. С приемането на евроизацията от ЕС като допустим паричен режим в периода на присъединяването ще бъде свързано *de facto* и решаването на проблема за сенъоража.

Несъгласуваната евроизация изключва постигането на споразумение за възстановяване на сенъоража и не предполага приемането от ЕС на този монетарен режим като приемлива алтернатива, съвместима с принципите за членство в ЕПС. Този вариант представлява едностранно самостоятелно решение на евроизиращата се страна, при отсъствието на какъвто и да било ангажимент на страната (зоната), чиято валута се приема за легално платежно средство. Нещо повече, доминиращата страна (чиято валута се използва) може да следва активна политика на предотвратяване на официалната доларизация (евроизация).⁶

⁶ Cohen, B. (2001) Monetary Governance in a World of Regional Currencies. U.S. Policy on Dollarization: A Political Analysis, Prepared for the Workshop "The Role of the Central Bank under Dollarization", Quito, Ecuador, March 22-23, 2001 разглежда възможните стратегии на поведение на страните, чиито валути се използват за официално платежно средство от други държави.

Изследването е построено, както следва. В *част първа* правим анализ на разходите от евроизацията, а във *втора част* – на потенциалните ползи от евроизацията. В *част трета* обобщаваме резултатите от проведения анализ и правим опит да отговорим на въпроса дали еврото има нужда от България? В *Приложение 1* представяме методите за изчисление на сенъоража, а в *Приложение 2* правим преглед на методологията за оценка на валутен риск и риск на страната (*country risk*).

1. Разходите за евроизацията

Посочените два подхода за осъществяване на евроизацията се различават основно според това какви разходи носят за страната. Една от общите характеристики и при двата варианта е, че страната губи националната си валута, което е свързано с *политически разходи*.

Политическата цена произтича преди всичко от това, че националната валута в определена степен все още *остава* символ на националната идентичност.⁷ В допълнение, отказът от национални пари увеличава възможността за оказване на външнополитически натиск върху страната (особено от страната или съюза, чиято валута се използва за легално платежно средство). Поддържането на национални пари дава възможност *донякъде* да се избегне зависимостта от външни влияния при формирането и провеждането на вътрешната и външната политика.⁸

Несъгласуваната евроизация е свързана със *загуба на сенъораж*.⁹ Приемането на чужда валута за легално платежно средство води до прехвърляне на приходите от сенъораж към централната банка, чиято валута се използва като платежно средство. В случая на България това би

Анализът включва и преглед на възможните положителни и отрицателни последици от гледна точка на страната, чиято валута се използва за легално платежно средство извън територията ѝ.

⁷ За задълбочено представяне на връзката между националната валута и националната идентичност вж. Helleiner, E. National Currencies and National Identities. – *American Behavioral Scientist* (1998) 41, 1409-1436. McNamara, K. State Building and the Territorialization of Money: Creating the American Greenback, Prepared for D. Andrews, R. Henning and L. Pauly, eds., *Organizing the World's Economy*, (2000) показва, че в исторически аспект националните валути са имали значение не само за подчертаване на националната идентичност и консолидиране на нацията. Тя разглежда въвеждането на национални пари и тяхната териториализация след XVII век като широкомащабна програма за парична и фискална консолидация и развитие на национален финансов пазар.

⁸ Като класически пример за формиране на външнополитическа зависимост (вследствие на отказ от национална валута) много често се посочва опитът на Панама от 1988г. През тази година САЩ обвиняват генерал Мануел Нориега, който е Главнокомандващ на въоръжените сили на Панама в корупция и участие в трафик на наркотици към САЩ. През март активите на Панама в американски банки са замразени и всички трансфери към страната са забранени. Това е част от плана на Рейгъновата администрация за отстраняване на Нориега от власт. Панамската икономика търпи големи разходи и загуби. Местните банки са принудени да спрат работа поради ликвидни затруднения. Цялото стопанство е притиснато от недостиг на ликвидност. Страната практически е демонетизирана. Това води до спад на БВП през същата година с 20%. За подробно описание на панамския паричен режим, както и за събитията от 1988г. вж. Villalaz, J. M. Lessons from the Monetary Experience of Panama: A Dollar Economy with Financial Integration (1998) <http://www.erols.com/kurrency>; Villalaz, J. A Model of Panama's Monetary System as an Optimal System, <http://www.sinfo.net/juanluismoreno> (1999a); Villalaz, J. Cost of Using the Dollar as Currency (1999b) <http://www.sinfo.net/juanluismoreno>.

⁹ Относно методиката за изчисление на сенъоража вж. Приложение 1.

представлявало трансфер на богатство към Европейската централна банка и страните-членки на ЕПС.¹⁰

Значимостта на сеньоража като източник на приходи за правителствения бюджет се определя преди всичко от степента на развитост и ефективност на данъчната система. В страни, в които съществува политическа воля за изграждане на ефективна данъчна система, сеньоражът има малко значение за правителството.

В периода преди въвеждането на паричния съвет в България приходите от сеньораж бяха важен източник на неданъчни постъпления за правителството. Това беше резултат от липсата на политическа воля за заздравяване на данъчната система. Бюджетът се балансираше с преки кредити от централната банка (политика, която беше възможна поради зависимостта на последната от правителството). При режима на паричен съвет сеньоражът в много голяма степен загуби значението си като източник на приходи за бюджета (табл. 1).

Таблица 1

Сеньоражът в България (1992 – 2000г.)

%	C/GDP*	S/GDP	S/TR	S/TotalR	BNBC/TR	BNBC/TotalR
1992	10.7	5.4	35.4	27.6	10.4	8.1
1993	9.5	2.6	19.0	14.2	23.1	17.2
1994	8.2	3.9	19.9	15.3	19.5	15.0
1995	7.0	4.4	24.4	19.8	9.9	8.1
1996	7.2	2.4	14.8	12.1	6.4	7.8
1997	7.7	6.1	38.3	35.0	1.1	1.2
1998	8.1	4.1	22.2	20.9	2.2	2.3
1999	8.6	0.4	2.4	1.9	3.4	2.6
2000	9.8	2.0	10.8	8.6	2.9	2.3
92-97	8.4	4.2	25.3	21.7	11.8	9.6
98-00	8.8	2.2	11.8	10.9	2.8	2.4

* Съкращенията в таблицата са, както следва: С – банкноти и монети в обръщение, S – сеньораж; TR – данъчни приходи на правителството; TotalR – общо приходи на правителството; BNBC – вноска на БНБ в бюджета; GDP – брутен вътрешен продукт.

Данните показват, че след 1997г. сеньоражът е средно 2.2% от БВП, с други думи, равнище, близко до това в развитите страни. Това намаление, вследствие балансирането на бюджета и стабилизирането на инфлацията, съкрати чувствително и разходите, които страната би понесла при евентуална несъгласувана евроизация.¹¹ В действителност по-голяма тежест

¹⁰ За представяне на принципите на разпределение на сеньоража в ЕПС и трансферирането на богатство от едни страни към други в рамките на паричния съюз вж. *Bini Smaghi, L. and D. Gros Open Issues in European Central Banking, MacMillan Press Ltd. (2000) u Sinn, H. W. and H. Feist Eurowinners and Eurolosers: The Distribution of Seigniorage Wealth in EMU, NBER Working Paper N 6072 (1999).*

¹¹ Тук трябва да се отбележи, че нашата оценка е статична и не дава най-точната представа за евентуалната загуба на сеньораж. Поради процеса на конвергенция и свързания с него ефект на Баласа-Самуелсън се очаква страната ни да реализира по-високи темпове на икономически растеж и инфлация. Това означава, че реалният и инфлационният компонент на сеньоража ще бъдат по-високи от равнищата им през 1998г., 1999г. и 2000г. Реализацията на този ефект в известна степен може да бъде забелязана при сравнение на данните за 1999 и 2000г. За

има аргументът, който разглежда сенъоража като „*приход от последна инстанция*“ за правителството.¹² Според тази интерпретация сенъоражът е най-лесно осъществимият и достъпен инструмент за налагане на данък, който в моменти на неочаквани кризи може да бъде използван от правителството за събиране на приходи. При евроизация се губи почти изцяло тази възможност.¹³

Може да се твърди, че по-голямо значение ще имат еднократните разходи от въвеждането на еврото в случай на несъгласувана евроизация. Това са разходите, които трябва да бъдат направени за закупуването на банкноти в евро, които ще заменят намиращите се в обръщение банкноти в национална валута.¹⁴ Числата в табл. 1 показват, че при евентуална несъгласувана евроизация тези разходи ще възлязат на около 8.8% от БВП.¹⁵ Към еднократните разходи от евроизацията трябва да прибавим и тези, свързани с промяната на цените (от лева в евро), програмните продукти, пренастройката на касовите апарати и други. Отчитайки факта, че крайната цел на страната ни е членство в ЕПС, евроизацията ще води единствено до пренасяне на тези еднократни разходи в по-близък период, тъй като, така или иначе, те неизбежно ще бъдат направени.

Да се върнем отново към *политическите загуби* при несъгласуваната евроизация. Те са свързани с факта, че този паричен режим е несъвместим със съществуващата в момента официална процедура за присъединяване към ЕС и ЕПС. Имайки предвид факта, че България води преговори за присъединяване към ЕС, приемането на паричен режим, който противоречи на принципите, установени от Съюза, ще бъде свързано със загуба на политическо доверие между двете преговарящи страни.¹⁶ Разбира се, това не отрича евроизацията като алтернативен паричен режим в процеса на присъединяване към ЕС и ЕПС. Увеличават се обаче потенциалните разходи

представяне на модел за оценка на динамичния ефект от загубата на сенъораж вж. *Schmitt-Grohe, S. and M. Uribe. Dollarization and Seignorage: How Much Is at Stake? University of Pennsylvania (1999).*

¹² Вж. Goodhart, C. The Political Economy of Monetary Union, in Peter Kenen, Ed. Understanding Interdependence: The Macroeconomics of the Open Economy, Princeton University Press, 1995, 448-499.

¹³ Страната не губи изцяло тази възможност, тъй като в периоди на големи и неочаквани кризи тя може временно да въведе в обръщение паралелна валута, чието емитиране да носи доход на правителството. Пример за това е временното суспендиране на златния стандарт в периоди на война и криза (*Bordo, M. and A. Redish. Maximizing Seignorage Revenue During Temporary Suspensions of Convertibility: A Note, NBER Working Paper 4024, 1992*). На този въпрос се търси отговор в момента в Салвадор, където от началото на 2001г. беше въведена доларизация. Унищожителното земетресение от януари 2001 г. доведе до изказване на мнения от политически партии за необходимостта от отмяна на доларизацията (тъй като страната се нуждае от ресурси за възстановяване на разрушенията, като източник на тези ресурси могат да бъдат и приходите от сенъораж (*Bounds, A. and R. Lapper. Salvador Opposition Calls for Halt to Dollarization, Financial Times, January 17, 2001, p. 5*).

¹⁴ Вж. Fischer, S. Seigniorage and the Case for a National Money. – *Journal of Political Economy*, 1982, Vol. 90, N 2, 295-313.

¹⁵ Евентуалната несъгласувана евроизация ще доведе и до намаляване на натоварването на съществуващата в БНБ печатница на банкноти. При варианта на съгласувана евроизация страната може да договори евробанкнотите, които циркулират в икономиката ни, да се отпечатват в печатницата на БНБ по стандарти и процедури, определени от ЕЦБ.

¹⁶ В теорията на игрите е възможна и друга конфигурация. При нея евроизацията се разглежда като „заплаха“, при която би се подобрило състоянието на евроизиращата се страна.

за страната при евентуалния избор на тази алтернатива. Както вече споменахме, ние не разглеждаме паричните режими и траекторията им на развитие като предетерминирани и неизменни.¹⁷

Традиционно евроизацията се свързва и с допълнителни затруднения за икономиката вследствие на ограничаване на възможността централната банка да изпълнява ролята на *кредитор от последна инстанция* и да провежда *независима парична политика*. В случая на България при преминаването от режим на паричен съвет към евроизация не възникват особени затруднения, защото с въвеждането на паричния съвет страната вече се е отказала от възможността да провежда независима парична политика.

Обикновено се изтъква и аргументът, че следвайки стандартната процедура за членство в ЕПС, страната ще получи право на глас в Управителния съвет (*Governing Council*) на Европейската централна банка (ЕЦБ), докато при евроизацията се приема чужда валута без възможност за влияние при формулирането и прилагането на паричната политика. Трябва да се има предвид, че съществуващият в момента механизъм на вземане на решение в ЕЦБ не би могъл да се запази при бъдещо присъединяване на 13 нови страни към ЕПС.¹⁸ След присъединяването им Управителният съвет на ЕЦБ ще стане над 30 човека, което прави невъзможно запазването на съществуващите в момента принципи на формулиране и прилагане на паричната политика.¹⁹ Този проблем е отразен в решенията от конференцията в Ница. В проекта за новия договор съществува клауза, която дава възможност за промяна на процедурите за вземане на решения в ЕЦБ. Според нас може да се очаква, че ще се върви към процедури, близки до тези на Федералната резервна система. Големите държави ще имат постоянно участие в Управителния съвет на ЕЦБ, а малките ще участват на ротационен принцип. От гледна точка на малките страни, едно такова решение още повече ще съкрати разликите между евроизацията и пълноправното членство в ЕПС (при възприемане на механизъм за компенсиране на загубения сенъораж и когато банковата система се доминира от чужди банки).²⁰

Що се отнася до функцията на *кредитор от последна инстанция*, от гледна точка на дизайна на паричния съвет в България евроизацията няма да

¹⁷ За представяне на официалната позиция на ЕС по отношение на съвместимостта на режимите на паричен съвет и евроизация с официалната процедура за присъединяване към ЕПС вж. European Commission. Exchange Rate Aspects of Enlargement, *European Economy*, 2001, N 1, Supplement C, 1-3.

¹⁸ Имат се предвид страните от Централна и Източна Европа плюс Малта и Кипър. С евентуалното включване на Англия, Швеция и Дания броят им ще нарасне до 16. Би могло да се предполага, че Швейцария и Норвегия също могат да се присъединят към ЕС и ЕПС.

¹⁹ Тук трябва да се отчете и фактът, че решенията на управителния съвет на ЕЦБ се вземат на консенсусен принцип, което при наличието на 30 страни-членки на ЕПС ще направи този орган трудно работещ.

²⁰ За дискусиата относно необходимостта от промяна на принципите на вземане на решения в ЕЦБ и представянето на алтернативни решения вж. Baldwin, R., E. Berglof, F. Giavazzi and M. Widgren (2000). EU Reforms for Tomorrow's Europe, *CEPR Discussion Paper N2623*; Bini Smaghi, L. and D. Gros (2000); Goodfriend, M. The Role of a Regional Bank in a System of Central Banks, *Carnegie-Rochester Conference Series On Public Policy*, 1999, (51)1, 51-71. и Grant, Ch. EU 2010. An Optimistic Vision of the Future, *Center for European Reform*, London, 2001.

намали възможностите за рефинансиране на търговските банки.²¹ Нещо повече, пълното елиминиране на валутния риск и по-голямата интегрираност на българската банкова система в европейската ще я направи по-стабилна и устойчива на ликвидни шокове. В случай на съгласувана евроизация приходите от компенсирания сенъораж могат да се използват като колатерал срещу получаването на заеми, за рефинансиране на търговските банки при ликвидни кризи.

2. Ползите от евроизацията

Добре известно, е че паричният съвет е едностранен ангажимент за поддържане на фиксиран валутен курс и отказ от провеждане на независима парична политика. Въпреки че е установен законово, този ангажимент може да бъде прекратен. Разбира се, неговата промяна става по-трудна, цената, която трябва да се плати при напускането му, е по-висока. Възможността за суспендиране на фиксирания валутен курс води до запазване на риска от обезценка на националната валута (валутен риск). Този риск се отразява като премия в българските лихвени проценти.

Евроизацията също е едностранно обвързване и *de jure* може да бъде суспендирана.²² На практика обаче отказът от национална валута и приемането на еврото като законово платежно средство може да се разглеждат като необратим процес поради огромните разходи, които страната би понесла при възстановяване на националната си пари.

Напускането на паричен съюз (симетричен или асиметричен) е свързано с много разходи за стопанството. Те са в особено голям размер, когато паричният съюз е стабилен, а напускащата икономика има политически и икономически проблеми. В този случай страната много трудно може да създаде национална валута, която да се ползва с доверието на гражданите. При тези условия новата валута може да бъде наложена само по силов път. Законът на Грешам действа в обратната посока (Reverse Gresham's Law). "Добрите пари" изместват "лошите пари" (вж. Scott, 1998).²³ При условие, че паричният съюз е вътрешно нестабилен и се разпадне, възстановяването на националната валута и напускането е по-лесно осъществимо и е свързано с по-малки разходи за страната.²⁴

²¹ Като пример може да се посочи Аржентина, където покритието на резервните пари може да бъде по-малко от 100% (минимум 66%). Преминването от режим на паричен съвет към доларизация в аржентинския случай би довело до намаляване на възможностите за рефинансиране на търговските банки, тъй като централната банка няма да може да променя степента на покритие, с което да влияе върху ликвидността в икономиката (Broda, C. and E. Levy Yeyati. Dollarization and the Lender of Last Resort, *Mimeo Universidad Torcuato Di Tella*, 2000; Guidotti, P., A. Powell and G. Escude. Dollarization in Argentina and Latin America, *Mimeo Universidad Torcuato Di Tella*, 2000).

²² Според използваната от нас дефиниция за "съгласуваната евроизация" този процес ще представлява двустранен ангажимент между евроизиращата страна и страните-членки на ЕПС.

²³ Scott, H. When the Euro Falls Apart, *International Finance*, 1998, Vol. 1, N 2, 207-228.

²⁴ За анализ на случаите на разпадане на парични съюзи вж. Cohen, B. Beyond EMU: The Problem of Sustainability. – In: B. Eichengreen and J. Frieden (eds.) *The Political Economy of European Monetary Unification*, second edition (Westview), 2000; Cooper, S. Currency Unions Beyond West Europe: Paths, Choices, and Institutional Change. *Paper Prepared for the American Political Science Association 96th Annual Convention, August 31-September 3, 2000, Washington*; Garber, P. and M. G.

Цената на напускането на съюза е по-висока при свободно движение на капитали, тъй като насилственото възстановяване на националната валута би предизвикало масирано бягство на капитали от страната.²⁵

Като цяло може да твърдим, че при евроизацията изчезва рискът от обезценка, като премията за валутен риск в лихвените проценти става нула.²⁶ Разбира се, не бива да се забравя, че валутният риск ще остане на равнище колебания на еврото към останалите големи валути - долар, японска йена, швейцарски франк и британска лира, т.е. ще се пренесе на друго равнище.

Логично е тогава да се очаква, че *лихвените проценти* в страната ще намалее значително. Количественият ефект от това може да бъде оценен, като се сравнят лихвите по кредитите в лева с тези по кредитите в евро.²⁷ Данните в периода след въвеждането на паричния съвет показват, че кредити с еднакви характеристики се отпускат при по-висок лихвен процент, ако са деноминирани в лева, а не в евро (германска марка до началото на 1999 г.). Този спред е индикатор за наличието на валутен риск и отразява премията, която кредитополучателите заплащат.

При евроизация посочената премия ще изчезне, спестявайки на кредитополучателите около 31.2 млн. лв. през 1998г., 51.5 млн. през 1999г. и 42.6 млн. лв. през 2000г.

Таблица 2

Сеньораж и лихвена премия (процент от БВП)

	1998	1999	2000
S/GDP*	4.1	0.4	2.0
IRP/GDP	0.1	0.2	0.2

* Съкращенията в таблицата са, както следва: S – сеньораж; IRP – лихвена премия, платена от кредитополучателите; GDP – брутен вътрешен продукт.

Евроизацията ще доведе и до *намаляване на вариацията на лихвените проценти* на междубанковия пазар поради елиминирането на възможността за арбитраж между депозити в национална валута и в евро.

Една от основните заплахи пред паричните режими, основани на фиксиран валутен курс (и в много голяма степен пред паричните съвети), е възможността от възникване на *системна финансова криза*, чиято основна характеристика е съчетанието на банкова с валутна криза (*twin crises*).

Spencer. The Dissolution of the Austro-Hungarian Empire: Lessons for Currency Reform. *Princeton Essays in International Finance N191, Princeton University, 1994.*

²⁵ Обикновено като аргумент срещу необратимостта на евроизацията (доларизацията) се цитира опитът на Либерия, която през 1980г. възстанови националната си валута и напусна режима на доларизация. Тук трябва да се има предвид, че в Либерия официално платежно средство в момента са както либерийският, така и щатският долар. С други думи, опитът на Либерия е по-скоро потвърждение на аргумента за необратимост на доларизацията. В допълнение опитът на Панама, която използва долара като законно платежно средство от 1904г., също е показателен за необратимостта на доларизацията. През 1941г. президентът на страната Арнулфо Ариас Мадрид създава централна банка, която емитира банкноти от пет, десет и двадесет балбоа. Година по-късно, когато той е свален от власт, тези банкноти са изтеглени от обръщение (Eichengreen, B. and R. Hausmann. Exchange Rates and Financial Fragility. – *In: New Challenges for Monetary Policy*, 329-368, FRB of Kansas City Symposium Proceedings, 1999.).

²⁶ Вж. Приложение 2.

²⁷ Вж. Berg, A. and E. Borensztein. The Pros and Cons of Full Dollarization, IMF Working Paper WP/00/50, 2000.

Мексиканските и азиатските финансови кризи от 1995 и 1997-1998г. ясно показваха взаимната връзка между банковата и валутната кризи и негативното влияние на това преплитане върху цялостното развитие на стопанството. Въпреки че институционалната структура на новото поколение парични съвети дава възможности за намеса при възникване на системна финансова криза, рискът от нейната поява остава. Както е известно, самата динамика на кризата в голяма степен е непредсказуема.²⁸ Официалната евроизация премахва една от основните слабости на режимите на фиксиран курс, а именно възможността от възникване на валутна криза, която да прерасне в банкова.

Въвеждането на еврото като официално платежно средство ще намали риска, акумулиран в българската икономика вследствие на неразвитостта на финансовата ни система. А тази неразвитост се изразява преди всичко в липсата на възможност за дългосрочно финансиране в национална валута и същевременно невъзможност за емитиране на дълг, деноминиран в лева (публичен и частен) на международните пазари.

Слабото развитие на финансовите пазари в описания по-горе смисъл е познато в теоретичната литература като хипотеза за “първородния грях” (“*original sin*”).²⁹ Страните, които се сблъскват с този проблем, са всички развиващи се страни, както и повечето членки на ОИРС. При тези обстоятелства банковата система на България винаги е изложена на един от двата вида риск – *валутен или матуритетен*. Изборът е между две алтернативи: да се заема дългосрочно в чуждестранна валута на международните пазари, при което се поема валутен риск (тъй като приходите се генерират в местна валута), или да се заема краткосрочно в национална валута, като средствата се използват за дългосрочни проекти, т.е. да се поеме матуритетен риск.³⁰ Анализът на валутната и матуритетната структура на депозитите в българската банкова система показва, че преобладават депозитите в чуждестранна валута и преди всичко тези със срок до един месец. В банковата система практически няма дългосрочно привлечен ресурс, което в голяма степен обяснява и ниската кредитна активност. С други думи, дългосрочните кредити са финансирани с краткосрочен ресурс, при което е поет матуритетен риск, или пък с дългосрочен ресурс, зает от международните пазари, с което е поет валутен риск.³¹

При посочените обстоятелства единственият монетарен режим, който може да преодолее ограниченията на неразвитостта на финансовите пазари

²⁸ За представяне на взаимовръзката между банковите и валутните кризи вж. Marion, N. Some Parallels Between Currency and Banking Crises. Mimeo Dartmouth College, 1999, www.dartmouth.edu. Вж. също Nenovsky, N. Theoretical Bases of Systemic Financial Crises, *Economic Thought*, 1997, N 2, 3-21.

²⁹ Вж. Hausmann, R. and A. Powell. Dollarization: Issues of Implementation, 1999, www.iadb.org/oce и Eichengreen, B. and R. Hausmann, 1999.

³⁰ Тук трябва да се отчита, че българските търговски банки нямат ограничения по откритите си позиции в резервна валута (евро). Практически в банковата ни система и икономиката ни се акумулира огромен по обем валутен риск, който не е хеджиран и при евентуална промяна на нивото на фиксиране ще доведе до голям по сила шок за стопанството на страната. Решението, разбира се, не е ограничаване на откритите позиции.

³¹ Дори кредитът да е деноминиран в евро, валутен риск съществува, тъй като съществува възможността паричният съвет да бъде отменен и националната валута да бъде обезценена.

на България, е въвеждането на еврото като легално платежно средство, валута, която не е обременена с *“original sin”*. В този случай валутният риск се премахва и страната става член на голям и добре развит финансов пазар, където може да се емитира дългосрочен дълг. Процесът се усилва чрез интеграция на националната финансова система в европейската, т.е. интернационализацията на българските банки.³²

Общият ефект от евроизацията ще бъде насърчаване на инвестициите чрез по-ниски лихвени проценти и достъп до по-дългосрочни кредити.

Изоставянето на националната валута трябва да се оцени и от гледна точка на *темповете на инфлация* в страната. В резултат от процеса на конвергенция и Баласа-Самуелсън ефекта инфлацията у нас ще бъде по-висока от тази в страните-членки на ЕПС. Такава тенденция не може да бъде преодоляна от евроизацията. Както показва опитът от действието на ЕПС, инфлационните диференциали между отделните страни-членки се запазват и при наличието на обща валута, както и на обща парична политика.³³ Евроизацията обаче ще направи по-прозрачни цените в страната, давайки възможност за непосредствено сравнение с цените в ЕС (който е основният ни търговски партньор). Същевременно ще се намалят транзакционните разходи при ценообразуването на вносните стоки тъй като няма да се преминава от евро в лев (тези разходи са минимум 0.5% върху всяка транзакция).

Евроизацията безусловно ще бъде допълнителен импулс за *насърчаване на търговията* със страните от Еврозоната, премахвайки валутния риск и транзакционните разходи, свързани с преминаването от една валута в друга. Този ефект в много голяма степен се постига и от фиксирането на валутния курс при паричен съвет.³⁴ Съществено различие между евроизацията и опериращия в момента режим на паричен съвет е, че при приемането на еврото като официално разплащателно средство търговията ни с Еврозоната би могла да се разглежда като *вътрешна търговия* (от гледна точка на това, че тя ще се осъществява в национална валута).³⁵ С други думи, от малка отворена икономика България става част от голяма и относително затворена икономическа зона.³⁶ Този ефект ще има

³² За представяне на опита на Панама вж. Villalaz J. (1998; 1999).

³³ Вж. Alberola, E. and T. Tyrvainen. Is There Scope for Inflation Differentials in EMU? An Empirical Evaluation of the Balassa-Samuelson Model in EMU Countries, *Banco de Espana Documento de Trabajo*, 1998, N 9823; Alberola, E. Interpreting Inflation Differentials in the Euro Area, *Banco de Espana Economic Bulletin*, April 2000, 1-10; Bjorksten, N. Real Convergence in the Enlarged Euro Area: A Coming Challenge for Monetary Policy, *Bank of Finland Economics Department Working Papers*, 1/2000; European Commission. Market Integration and Differences in Price Levels between EU Member States, *European Economy*, 1999, 69, 200-223; ECB Inflation Differentials in a Monetary Union, *European Central Bank Monthly Bulletin*, October 1999, 35-46.

³⁴ В много случаи централната банка не взема комисиона при обмяната на национална валута в резервна (например Естония). В този случай нямаме транзакционни разходи при осъществяване на външната търговия в резервна валута.

³⁵ Тук не става въпрос за официалното отчитане, защото разделителната черта между вътрешната и външната търговия се определя от това дали транзакцията е между резиденти, или между резиденти и нерезиденти.

³⁶ По отношение на външната търговия еврозоната е относително затворена. Износът на стоки и услуги е 17.2 % от БВП на еврозоната, а вносът – 16.1%. Делът на експорта на еврозоната в световния е 19.0% (*European Central Bank. The Euro Area After the Entry of Greece. – European Central Bank Monthly Bulletin*, January 2001, 35-41.).

влияние върху платежния баланс на страната, както и върху необходимостта от поддържане на международни резерви.³⁷

С въвеждането на еврото като официална валута около 40% от износа и вноса на България автоматично биха могли да се разглеждат като вътрешна търговия (в посочения смисъл) с последващия ефект върху текущата сметка и платежния баланс. Данните са от края на 2000г. и не включват търговията с Гърция, която от януари 2001г. е член на ЕПС. Включвайки Гърция, която е основен търговски партньор на България, 48% от износа и 43% от вноса ще се осъществяват в национална валута (евро). Това е чисто статичният ефект върху търговията.

Изхождайки от теорията, както и от опита от въвеждането на паричния съвет, може да се очаква допълнително *преориентиране* на търговията ни към Еврозоната. По отношение на текущата сметка бихме могли да говорим за "хипотетично" свиване на дефицита с около 35% вследствие на разглеждането на търговията с Еврозоната като вътрешна търговия.

Ясно трябва да се каже, че евроизацията не решава структурните проблеми на стопанството, например неконкурентоспособност на износа (поради технологична изостаналост или ниска производителност на труда в някои отрасли). Този паричен режим отстранява единствено натиска върху фиксирания валутния курс вследствие на тези структурни проблеми. В допълнение евроизацията задава ясни стимули за предприемане на микроикономически реформи, премахвайки възможността за обезценка на валутния курс като краткосрочно решение на акумулирани макроикономически и микроикономически проблеми.

3. Има ли нужда еврото от България?

В статията направихме опит за систематизиране на разходите и ползите от евентуалната официална евроизация на България в процеса на присъединяване към ЕС и ЕПС. Тъй като страната е в режим на паричен съвет, акцентът в изследването е поставен върху сравнение на евроизацията с вече съществуващия паричен режим.

Недостатъците на едностранната евроизация се свеждат до: политически разходи (свързани с негативната *засага* позиция на ЕС и ЕЦБ към евроизацията), загуба на сенъораж (разгледан като доход, а също и като приход от последна инстанция), различни еднократни разходи (свързани с настройването на икономиката към новите пари), някои ограничения, произтичащи от разбиранията за липса на традиционен КПИ и традиционна парична политика др. *Ползите* могат да се свържат с: елиминиране на валутния риск (оттук и прекъсване на връзката на банковата с валутната криза), намаляване на лихвените проценти, а също на спреда между дебитните и кредитните лихвени проценти на банките, нарастване на кредита и инвестициите, преодоляване на ограниченията на финансовата система и нейното интегриране в международното финансово пространство, създаване на търговски потоци с ЕС, по-голяма прозрачност на цените и по-лесно

³⁷ Според едно известно твърдение на Роберт Мъндел валутният резерв е цената за поддържане на фиксиран курс и за съществуването на национални валути.

циркулиране на информацията (т.е. като цяло намаляване на трансакционните разходи).

Давайки си сметка за трудностите и относителността при квантифициране на разходите и ползите от евроизацията, все пак смятаме, че ползите са повече от недостатъците. Ако погледнем евроизацията от гледна точка на тяхната политическа икономия, то институционалната смяна ще стане възможна тогава, когато се намерят *групи на интереси* у нас и в ЕС, за които ползите ще са по-големи от разходите при приемането на еврото. Не случайно С. Hefeker³⁸ говори за политически оптимална валутна зона (politically optimal currency areas), която се отличава от стандартната дефиниция на оптимална валутна зона, основана изцяло на икономически критерии. Формирането на паричен съюз (в случая на евроизацията – асиметричен паричен съюз) е свързано с преразпределение на богатство между различни групи в обществото, което генерира “печеливши” и “губещи” социални групи. Поради тази причина политически оптималната валутна зона акцентира на възможността да се намери политическо решение за компенсация на губещите групи. С други думи, определяща тук е политическата воля за преразпределение на богатство в обществото, а не критериите за икономическа ефективност.

И накрая нека се опитаме да отговорим на един рядко задаван въпрос: *има ли нужда еврото от България?*

Нашият отговор на този въпрос е категоричен: да, еврото не само би спечелило от настаняването си в България, но и има нужда от това присъствие. Доказателствата за това са очевидни. Ще се спрем на два аргумента, които според нас са едни от най-красноречивите.

На *първо място*, това е стратегическата посока на развитие на *паричния световен ред*, в рамките на който все по-ясно се очертават (засега) двете зони на парично предлагане - на долара и на еврото. Вграждането на еврото в балканските стопанства може да бъде сериозен отговор на лидерството на долара в големи региони на света. Стратегическата предвидливост на ЕС диктува еврото още отсега да заеме позиции в балканските страни, като се опита да измести традиционното присъствие на долара. Няма никакви логични обяснения (освен интеграционна незрялост) на евентуално нежелание на ЕС да наложи еврото като световни пари и да подходи според същите принципи на *лидиране* (leadership), използвани от САЩ.

Налагането на долара в големи географски зони извън САЩ е част от стратегията за лидиране на тази страна. Борбата на еврото и долара е борба за географски територии. Не случайно сенаторът Кони Мак посочва в документа за насърчаване на доларизацията, внесен в Сената на 8 ноември 1999 г.: “Време е за САЩ да демонстрира лидерство и да насърчи доларизацията. През 80-те години САЩ повалиха комунизма и изнесоха демокрацията. Сега ние имаме шанс да изнесем парична стабилност и по този начин да поведем света към просперитет”.³⁹

³⁸ Hefeker, C. Interest Groups, Coalitions and Monetary Integration in the XIXth Century. – *The Journal of European Economic History*, 1995, Vol. 24, N 3, 489-536.

³⁹ “Време е САЩ да поведе и насърчи доларизацията. През 80-те САЩ се бореше с комунизма и налагаше демокрацията. Сега имаме възможност да налагаме парична стабилност и така да

Защо горното твърдение да не важи за ЕС? "Износът" на евро би решил значителна част от проблемите с финансовата, икономическата и политическата нестабилност в Балканския регион. Това от своя страна би се отразило и върху целия европейски континент и съответно върху стойността на самото евро. Това е така, защото парите са свързани с политиката. Премахването на националните пари в страните от ЦИЕ и особено Балканите, може да се разглежда като част от подобряване на механизма на демокрация в тези региони и коректив на деформираните и незрели прояви на демократичната процедура. "Отнемането" на националните пари ще направи политиката по-малко привлекателна и ще пренасочи усилията на населението в тези региони към продуктивна икономическа дейност.

На *второ място*, както вече посочихме в изследването, парите са мрежово благо. В това отношение те са сходни с езика. Известно е, че колкото повече хора говорят даден език, толкова повече нараства неговата ценност. Подобна е ситуацията с парите. С нарастването на броя на участниците в мрежата на използващите парите, тяхната ценност и сила расте. Изследователите са доказали, че стойността на мрежовото благо расте в геометрична прогресия от нарастването на броя на участващите в мрежата. В този смисъл еврото е "заинтересувано" да циркулира върху колкото се може по-голяма територия и да се използва от колкото се може повече икономически агенти. Нарастването на броят на икономическите агенти, които използват еврото, ще даде възможност за компенсиране на индивидуалните неравновесия (по закона за големите числа) търсенето на евро да бъде по-стабилно и статистически по-близо до нормалното разпределение.

Колкото по-бързо управленските елити на страните-членки на ЕС и СЦИЕ осъзнаят глобалната роля на еврото и необходимостта то да заеме позиции в световен мащаб, толкова по-бързо ще се развива европейската икономика и европейският континент като цяло.

Приложение 1

Сеньоражът и методите за неговото изчисление

Сеньораж е доходът, формиран от разликата между номиналната стойност на парите (банкноти, монети, банкови резерви при централната банка) и разходите за тяхното създаване. Сеньоражът става изключително популярен източник на доход за държавата след премахването на пълноценния златен стандарт и въвеждането на непълноценните пари (fiat money). В този смисъл той може да се разглежда като едно от "постиженията" на XX век.

Изчисленията на сеньоража се свеждат до два избора:

- на обем на пасивите в баланса на централната банка;
- на алтернативна цена на тези пасиви.

1. Монетарен подход за измерване на сеньоража

доведем света до просперитет." Вж. Mack, C. Why the US Should Encourage Dollarisation, Central Banking, 2000, vol. 11, N 1, 63-69.

Най-разпространеният подход за измерването на сеньоража е чрез монетарния доход. В този случай сеньоражът се отъждествява с количеството стоки и услуги, които държавата може да купи срещу новоемитираните от нея пари в определен период. Това съответства на разликата в реалната стойност на паричната база в момент t и $t-1$:

$$(1) SE = \frac{H_t - H_{t-1}}{P}$$

$$(2) SE = \frac{\Delta H}{P},$$

където:

SE е сеньоражът;

H – размерът на резервните пари;

P – индексът на цените в разглеждания период.

Преобразуването на (2) ни води до:

$$(2') SE = \Delta \left(\frac{H}{P} \right) + g(p) \left(\frac{H}{P} \right),$$

където:

$$g(p) = \frac{\Delta(P)}{P} \text{ измерва темпа на нарастване на цените.}$$

Първият компонент на дясната страна на (2') представлява неинфлационният сеньораж, а вторият – инфлационният данък.

$$(3) IT = g(p) \left(\frac{H}{P} \right).$$

Инфлационният данък е приход за правителството от преразпределение на доходи от държателите на пари към държавата.

Характерна за инфлационния данък, подобно на всеки данък, е зависимостта на Лафер. При много високи темпове на нарастване на резервните пари приходите от този данък намаляват поради свиващата се в реално изражение "данъчна", в случая монетарна база (вследствие на бягството от националната валута).

2. Счетоводен подход за измерване на сеньоража

Съществува и друг подход за измерване на сеньоража, който може да наречем *счетоводен*. Той се основава върху изчисляване на нетния доход, който генерира емисионната институция. Тук сеньоражът се получава като разлика между приходите от активите, които тя реализира, увеличавайки резервните пари, и разходите по емисията.

Mc Kinnon (1979)⁴⁰ предлага следната формула за сеньоража:

$$(4) SE = rI - (r^* D + C),$$

където:

r е възвращаемостта от активите на централната банка;

⁴⁰ McKinnon, R.I. Money in International Exchange, Oxford University Press, 1979.

r^* – доходът, изплащан по депозитите в чуждестранна валута поддържани в централната банка;

I – активите на централната банка;

C – разходите за обслужване на паричното обращение;

D – средногодишният размер на депозитите в пасива на БНБ.

За България в условията на дискреционна централна банка тази формула би могла да се модифицира в следния вид:

$$(5) SE = r_1 FA + r_2 DA - (r^* D - C),$$

където:

FA е средногодишният размер на чуждестранните активи на БНБ;

DA – средногодишният размер на вътрешните активи на БНБ;

r_1 и r_2 – среднопретеглената годишна доходност съответно на чуждестранните и вътрешните активи;

r^* – среднопретеглената лихва по депозитите;

C – годишните разходи за поддържане на паричното обръщение.

Модифицирането е необходимо, тъй като в баланса на БНБ се включват и депозитите на правителството и банките, по които се заплащат лихви.

3. Сеньораж при паричен съвет

Динамиката на паричната база при паричен съвет се описва от следното уравнение:⁴¹

$$(6) \Delta H = \Delta F - (\Delta G + \Delta B),$$

където:

F са чуждестранните резерви;

G – депозитите на правителството;

B – депозитът на управление “Банково”.

Разделяйки двете страни на P , получаваме:

$$(7) \frac{\Delta H}{P} = \frac{\Delta F}{P} - \left(\frac{\Delta G}{P} + \frac{\Delta B}{P} \right).$$

След преобразуване и групиране получаваме уравнението, което описва динамиката на сеньоража при паричен съвет:

$$(8) SE = \frac{\Delta H}{P} = \Delta \left(\frac{F}{P} \right) - \Delta \left(\frac{G}{P} \right) - \Delta \left(\frac{B}{P} \right) + g(p) \left(\frac{H}{P} \right),$$

където:

$g(p) \left(\frac{H}{P} \right)$ е инфлационният компонент на сеньоража при паричен съвет.

⁴¹ Nenovsky, N. and K. Hristov. Financial Repression and Credit Rationing under Currency Board Arrangement for Bulgaria. – *BNB Discussion Paper N 2, 1998.*

Приложение 2

Валутен риск и риск на страната

Основен аргумент в полза на официалната доларизация (евроизация) е пълното премахване на валутния риск и като последица от това – намаляване на лихвените равнища в икономиката. Тъй като последното се разглежда като едно от основните предимства на официалната доларизация (евроизация) в сравнение с режима на паричен съвет, то се търсят различни подходи за количествена оценка на този ефект. По-горе в текста като измерител на премията за валутен риск използваме разликата в лихвените проценти по кредити с относително еднакви характеристики, отпуснати в лева, и резервната валута (евро). Този подход дава непълна представа за размера на премията за валутен риск, тъй като не отчита разликите в качествата на кредитополучателите и обема на кредитите. Тази методология дава приблизителна оценка на премията за валутен риск поради липсата на ценни книжа, от чиято динамика на цените да извлечем премията за валутен риск.

А. Berg и Е. Borensztein (2000) предлагат подход за оценка на премията за валутен риск. Представяме този подход при допускането, че България емитира ценни книжа в лева и резервна валута (евро) за финансиране на правителствения дълг.

Вероятността за спиране на обслужването на дълга, деноминиран в евро определя рисковата премия, която страната ни плаща. Тя може да бъде декомпозирана на два елемента: една част, определена от вероятността от настъпването на валутна криза, и друга, изразяваща чистия риск от спиране на обслужването на дълга (default risk).

$$(1) \quad d = p(d|cc) * p(cc) + p(d|ncc) * [1 - p(cc)],$$

където:

d е общата вероятност от спиране на обслужването на дълга;

$p(d|cc)$ - вероятността от спиране на обслужването на дълга

вследствие на валутна криза;

$p(cc)$ - вероятността от настъпването на валутна криза;

$p(d|ncc)$ - вероятността от спиране на обслужването на дълга без настъпване на валутна криза.

Задачата е да се оцени вероятността $p(d|ncc)$, която определя премията за риск от спиране на обслужването на дълга в случая, когато няма валутен риск. Тази вероятност се представя като:

$$(2) \quad p(d|ncc) = \frac{d - p(d|cc)p(cc)}{[1 - p(cc)]}.$$

Общата вероятност за спиране на обслужването на дълга може да се оцени като разлика между лихвените проценти по деноминирани в евро български правителствени ценни книжа и сравнимите с тях правителствени ценни книжа на страна от еврозоната (например Германия).

$$(3) \quad (1 - \alpha)d = \frac{i_b^{euro} - i_{eland}^{euro}}{1 + i_b^{euro}},$$

където α е очакваната стойност на ценната книга в случай на спиране на обслужването на дълга.

Вероятността за настъпване на валутна криза получаваме като разлика между доходностите на деноминирани в лева и евро български правителствени ценни книжа, които имат еднакви характеристики. Допуска се, че лихвеният диференциал е равен на очакваната промяна във валутния курс:

$$(4) \quad (1 + i_b^{lev})(1 - \Delta e * p(cc)) = 1 + i_b^{euro},$$

където Δe е очакваният размер на обезценка на валутния курс при настъпване на валутна криза.

Измервайки директно лихвения диференциал между деноминирани в лева и в евро български правителствени ценни книжа и правейки допускане за размера на очакваната обезценка при валутна криза, получаваме вероятността от настъпване на валутна криза:

$$(5) \quad p(cc) = \frac{(i_b^{lev} - i_b^{euro})}{\Delta e(1 + i_b^{lev})}.$$

След изчисляването на вероятността от валутна криза е необходимо да се направи допускане за вероятността от спиране на обслужването на дълга при настъпване на валутна криза ($p(d|cc)$). Имайки предвид последното допускане и изчислявайки вероятността от спиране на плащанията по дълга при липса на валутна криза (формула 2), може да се оцени спредът по деноминирани в евро български правителствени ценни книжа при липсата на валутен риск (т.е. в случая на официална евроизация).