

ВАЛУТНОКУРСОВИТЕ РЕЖИМИ ПО ПЪТЯ КЪМ ЕВРОТО

Направен е опит за очертаване на ролята и значението на валутнокурсните режими по пътя към еврото. Изяснени са разликите между понятията "валутен режим" и "валутнокурсен режим". Систематизирани са типовете валутни режими и валутнокурсни режими. Анализирани са връзките на валутнокурсния режим с макроикономическите инструменти и платежния баланс. Разкрита е спецификата на избора на валутнокурсен режим. Открито е влиянието на валутнокурсните режими върху икономиките на новите държави-членки на ЕС. Разгледан е българският паричен съвет в контекста на бъдещото членство на страната в Еврозоната.
JEL: E60; E61; F15; F41

Въведение

Валутният курс е ключов фактор на макроикономическото управление (цел и инструмент на макроикономическата политика), чиито характеристики се променят в условията на регионална икономическа интеграция. В хода на интеграционния процес значението на валутнокурсната политика като макроикономически инструмент постепенно намалява, докато изчезне напълно след присъединяването на националното стопанство към регионален монетарен съюз. Типът на валутнокурсния режим има специфично въздействие върху ефективността на макроикономическата политика и върху интегрирането на националната икономика в икономически и валутни съюзи.

При разширяванията си през 2004 и 2007 г. ЕС се увеличава с 12 нови държави. Според напредъка си по пътя към приемане на еврото те могат да бъдат обособени в три групи:

- държави, приети в Еврозоната – Словения, Кипър, Малта, Словакия, Естония и Латвия;
- държави, които са членки на валутно-курсен механизъм (ВКМ) 2 – Литва;
- държави, които не са членки на ВКМ 2 – България, Чехия, Унгария, Полша и Румъния.

¹ Иван Тодоров е доктор по финанси, гл. ас. в Катедра "Финанси и отчетност" в Стопански факултет на ИУЗУ „Н. Рилски“ – Благоевград, тел. 0894-803687, email: ivan.k.todorov@swu.bg.

Изключително важен момент в процеса на интеграция на България в ЕС е въвеждането на паричен съвет на 01.07.1997 г. След икономическа криза и хиперинфлация българският лев е фиксиран първо към германската марка, а през 1999 г., когато 11 европейски страни приемат еврото – към единната европейска валута.

Паричният съвет представлява специфичен режим на фиксиран валутен курс, рожба на неокласическата икономическа теория. Той лиши България от възможността да провежда самостоятелна парична политика. Единственият инструмент за монетарно въздействие върху икономиката остават изискванията за величината на задължителните минимални размери (ЗМР) на търговските банки в централната банка. ЗМР имат своя специфика, която изисква с тях да се борави изключително внимателно: липсва им гъвкавостта, обратимостта и дозирания ефект на останалите монетарни инструменти. Фини и дозирани въздействия върху икономиката чрез ЗМР са невъзможни, така че на практика България е лишена от всички инструменти на монетарната политика. Единственият бюджет за държавно въздействие върху икономиката в условията на паричен съвет остава държавният бюджет, което превръща правилно формулираната и прецизно провеждана бюджетно-фискална политика в императив.

Сега 24 години след старта на интеграционния процес и 7 години след придобиването на пълноправно членство в ЕС интегрирането на българската икономика в европейското икономическо пространство далеч не е завършило. Свободното движение на стоки, услуги, капитали и хора в ЕС не успява да доближи икономиката на България до тези на развитите европейски държави. Въпреки относително високия икономически растеж преди глобалната криза страната ни остава една от най-бедните в ЕС с най-ниския доход на глава от населението, най-малката производителност на труда, с висока безработица, инфлация и лихвени проценти.

Процесът на интегриране на българската икономика в общото икономическо пространство на ЕС все още не е завършил. Българската икономика търси собствен път към формирането на структурните си характеристики и повишаване на съвкупната си конкурентоспособност. Паричният съвет продължава да функционира успешно, но страната все още не е готова за окончателно включване към Еврозоната. Особено болезнен е процесът на институционална трансформация, без която адаптирането към европейските реалности е невъзможно. Местното макроикономическо управление засега не успява да открие макроикономическа политика, която да е съобразена с европейските изисквания и едновременно с това да използва в максимална степен националните конкурентни предимства. Формирането на специфична национална макроикономическа политика е труден и продължителен процес, изискващ задълбочено познаване на европейските императиви и задължителна оценка на средносрочните и дългосрочните последствия от нейното прилагане.

Най-новата стопанска история на България доказва, че конюнктурните и хаотично прокарвани макроикономически въздействия могат да деформират съществено икономическите пропорции, а преодоляването на негативните последствия отнема

немалко време. Българското макроикономическо управление традиционно се изкушава да провежда активистка неокейнсианска политика със засилена роля на държавата. Един подобен опит завърши с кризата от 1996-1997 г. и показва нуждата от макроикономическа политика, основана на ясни правила, в която дискреционното вземане на решения е сведено до минимум. Успешното функциониране на паричния съвет е доказателство за приложимостта и валидността на неокласическите постулати в български условия.

Целта на това изследване е да открие специфичната роля и значение на валутнокурсния режим по пътя към еврото. Тя е постигната чрез изпълнението на следните задачи:

- Изясняване на разликите между понятията "валутен режим" и "валутнокурсен режим" и систематизиране на типовете валутни режими и валутнокурсни режими;
- Анализ на връзките на валутнокурсния режим с макроикономическите инструменти и платежния баланс;
- Разкриване на спецификата на избора на валутнокурсен режим;
- Открояване на влиянието на валутнокурсните режими върху икономиките на новите страни-членки;
- Разглеждане на българския паричен съвет в контекста на бъдещото членство на България в Еврозоната.

1. Изясняване на разликата между термините "валутен режим" и "валутнокурсен режим"

Проблематиката за използването на валутнокурсния режим курс като инструмент на макроикономическата политика е обстойно разгледана в икономическата литература. За целите на по-нататъшното изложение ключово значение има изясняването на разликата между термините "валутен режим" и "валутнокурсен режим".

При трактовката на двете понятия съществуват известни различия между отделните автори са налице. Някои изследователи (Масларов, Стоименов) използват и двете понятия, влагайки в тях различен смисъл. Св. Масларов прави разграничение между "валутен режим" и "валутнокурсен режим", а М. Стоименов – между "валутна политика" и "валутнокурсна политика". Например според Масларов валутният режим обхваща "нормативно определените правила за търговия с валута на територията на държавата" (Масларов, 1998, с. 33), а валутнокурсният режим - "нормативните правила за контрол върху валутния курс" (Масларов, 1998, с. 34). М. Стоименов дефинира валутната политика като "избор на специфични мерки и лостове за въздействие върху валутния режим, курса на националната парична единица и платежния баланс, насочени към постигане на крайните макроикономически цели" (Стоименов, 2011, с. 240), а валутнокурсната политика –

като "избор на типа валутен курс, на методите и средствата на неговото поддържане" (Стоименов, 2011, с. 258). Може да се направи изводът, че според Стоименов валутната политика е по-широкото от двете понятия, което включва по-тясното "валутнокурсва политика".

Друга група автори (Г. Минасян, В. Иванова) използва само понятието "валутен режим" в смисъла му на валутнокурсен режим. Г. Минасян не прави разграничение между двата термина. Неговата дефиниция за валутния режим като съвкупност от правила, според които се определя курсът на националната валута към останалите валути (Минасян, 2008, с. 89), е близка до определението на Масларов за валутнокурсен режим. Минасян не използва термина "валутнокурсен режим", а само "валутен режим". Подобно на него В. Иванова също употребява понятието "валутни режими", но не и "валутнокурсни режими" (Иванова, 2010, с. 372). М. Младенов пък пише за "системи на валутен курс" (Младенов, 2009, с. 76).

По-нататък в това изследване ще бъде използван терминът "валутнокурсен режим" в смисъл на система от правила, според които се определя курсът на националната валута спрямо останалите валути. Основанията за това решение са свързани с желанието да се направи ясно разграничение между валутния режим като набор от ограничения върху свободната търговия с валута и валутнокурсния режим като система от правила, определящи поведението на валутния курс.

2. Класификация на валутните режими и валутнокурсните режими

В специализираната литература не е възприета единна класификация на валутните режими като системи от правни норми, регулиращи търговията с валута на територията на дадена държава. Подобна липса е лесно обяснима предвид огромното многообразие в системите за регулиране на търговията с валута в отделните държави, което прави класифицирането на тези системи изключително трудна задача. Валутните режими в света варират в цялата гама от абсолютно свободен валутен пазар (пълна обратимост на местната валута) до пълна забрана на валутната търговия (липса на конвертируемост на националната парична единица). Св. Масларов нарича тези две крайности "свободна пазарна валутна търговия" и "административен обмен" (Масларов, 1998, с. 33).

В икономическата литература има голямо многообразие от класификации на валутнокурсните режими като системи от правила, определящи курса на националната валута спрямо останалите валути. Една група автори свежда валутнокурсните режими до два основни типа – фиксирани и плаващи (Масларов, 1998, с. 35; McConnell, 1981, р. 848-851). Други изследователи с малки различия в терминологията делят валутнокурсните режими на свободно плаващи, управлявано плаващи и фиксирани (Стоименов, 2011, с. 228; Младенов, 2009, с. 76; Иванова, 2010, с. 372). Ч. Николов добавя към основните типове валутнокурсни режими и т.нар. свързани валутни курсове (Николов, 2009, с. 102-104). Г. Минасян разграничава седем вида валутнокурсни (валутни съгласно неговата терминология!) режими –

свободно плаващ, регулирано плаващ без обявена цел, пълзящо интервално обвързан, пълзящо обвързан, фиксиран, паричен съвет и отказ от собствена парична единица (Минасян, 2008, с. 96).

За целите на това изследване ще бъде използвана класификацията на валутнокурсните режими на Г. Минасян. Основният мотив за този избор е нейната подробност и изчерпателност.

Може да се направи извод, че конвенционалното групиране на валутнокурсните режими е на фиксирани и плаващи. В практиката обаче се срещат и множество хибридни режими. С изключение на свободното плаване всички останали валутнокурсни режими предполагат избор на чуждестранна валута, която да изпълнява функцията на номинална котва. Най-често функцията на котва изпълняват щатският долар, еврото или кошницата от валути.

2.1. Режим на свободно плаващ валутен курс

При този валутнокурсен режим монетарните власти изобщо не се намесват на валутния пазар. Валутният курс се определя изцяло от пазарните сили – търсенето и предлагането на валута, и може да се колебае в широки граници. Примери за валути в режим на свободно плаване са щатският долар, еврото и британската лира.

2.2. Регулирано плаване без обявена цел

Възможно е паричните власти да са загрижени, че свободно плаващият валутен курс може понякога да се колебае значително и да искат да си запазят правото да се намесват на валутния пазар, когато сметнат за нужно. Те купуват местна валута, когато мислят, че е за твърде слаба, и я продават, когато според тях е твърде силна, но се въздържат от преследване на определена цел. Пример за валута в режим на регулирано плаване без обявена цел е японската йена.

2.3. Пълзящо интервално обвързан валутен курс

При режима на пълзящо интервално обвързване валутният курс се колебае в широк интервал около избрана стабилна световна валута, която играе ролята на номинална котва. Това дава възможност за използване и на двата макроикономически инструмента – фискална и парична политика. Когато валутният курс се приближава към горната или долната граница на позволения интервал на колебание, централната банка трябва да се намесва и се губи независимостта на паричната политика. Затова е препоръчително валутният курс да се поддържа към средата на позволения интервал на колебание чрез по-чести интервенции на валутния пазар. Паричните власти може да обявят целевия интервал на колебание на националната валута, но може и да не го направят. Пример за режим на пълзящо интервално обвързани валутни курсове са всички валути, участващи в двата европейски валутнокурсни механизма, където позволеният интервал на колебание след 1993 г. е $\pm 15\%$ около централния паритет.

2.4. Пълзящо обвързан валутен курс

Режимът на пълзящо обвързване се характеризира с обстоятелството, че паричните власти позволяват централният паритет и свързаните с него долна и горна граница на колебание на валутния курс да се променят през определен интервал от време. Темпът на изменение на валутния курс за даден период понякога се обявява предварително. Границата между пълзящо обвързване и пълзящо интервално обвързване не е ясно определена, понеже и двата валутнокурсони режима включват приемлив интервал на колебание. Все пак за пълзящо обвързани могат да се смятат валутни курсове с допустими колебания в размер на по-малко от 5% около централния паритет. Примери за пълзящо обвързани режими са валутите на много страни от Латинска Америка през 80-те години на XX век, както и Полша и Русия в средата на 90-те години.

2.5. Режим на фиксиран валутен курс

Фиксираните валутнокурсони режими се характеризират с наличие на централен паритет спрямо стабилна валута, наречена котва, и тесен интервал на колебание. Паричните власти могат периодично да изменят централния паритет, без да променят типа на валутнокурсония режим. Фиксирани са валутните курсове при Бретън-Уудската валутна система през периода 1945-1973 г., като до 1971 г. позволените колебания са $\pm 1\%$, а после нарастват до $\pm 2.25\%$ около централния паритет. Фиксирани са и курсовете на валутите в европейския валутнокурсон механизъм до 1993 г., когато допустимият интервал на колебание е $\pm 2.25\%$ около централния паритет. След 1993 г. този интервал е разширен на $\pm 15\%$, което дава основание валутите във ВКМ да се класифицират като пълзящо интервално обвързани.

При фиксиран валутен курс фискалната политика функционира, но ефективността на монетарната политика е ограничена. Периодична промяна на централния паритет (девалвация) е нужна за запазване на конкурентоспособността на местната икономика, когато вътрешният темп на инфлация е по-висок от темпа на инфлация в страната, към чиято валута е фиксирана националната парична единица. Периодичната девалвация дава известни, макар и ограничени, възможности за провеждане на дискреционна монетарна политика.

2.6. Паричен съвет

Паричният съвет представлява строг вариант на фиксиран валутнокурсон режим. При паричния съвет монетарната политика е подчинена изцяло на поддържането на фиксирания курс. Докато режимът на фиксиран валутен курс позволява известна, макар и ограничена, свобода при провеждането на монетарната политика чрез периодична промяна на централния паритет (девалвация на националната валута), то при паричния съвет подобна свобода не съществува. Основната цел на паричната политика е защитата на декларираното обменно съотношение. Постигането на тази цел се осигурява чрез налагането на строго правило, вдъхновено от Златния стандарт:

централната банка може да емитира национална валута само до размера на чуждестранните валутни резерви, които притежава. Ако местната валута отслабва, централната банка трябва да я изкупува срещу чуждестранна на валутния пазар, за да поддържа обявения фиксиран курс, и паричното предлагане се свива. Ако местната валута е твърде силна, централната банка я продава срещу чуждестранна на валутния пазар, за да защити фиксирания курс, и паричното предлагане нараства. При паричния съвет е налице автоматичен механизъм за уравновесяване на платежния баланс, както и при златния стандарт. Дискреционна (автономна) парична политика липсва – паричното предлагане автоматично следва промените във валутните резерви и зависи от салдото по платежния баланс. В условия на паричен съвет обаче съществува възможност за провеждане на ефективна фискална политика.

Парични съвети са въведени за пръв път в колонии на Британската империя и съществуват по различно време в държави като Хонконг, Аржентина, Естония, Литва, България, Босна и др. Свивът на паричния съвет в Аржентина от 2002 г. е най-сериозният пример за провал на този тип валутнокурсен режим и е ярка илюстрация на опасностите, които крият режимите на фиксиран валутен курс.

2.7. Отказ от собствена валута

Отказът от собствена валута представлява абсолютна загуба на монетарен суверенитет. Пълният отказ от възможността за провеждане на автономна парична политика може да приеме две форми: едностранно възприемане на чужда парична единица като законно платежно средство на територията на страната (т.нар. доларизация или евроизация) или членство във валутен съюз. И докато членството в паричен съюз дава право на глас при вземането на решения относно общата парична политика на съюза, то при едностранно възприемане на валутата на голяма държава от малки страни голямата държава обикновено не се съобразява с интереса на малките страни при провеждането на паричната си политика.

Отказът от собствена валута е равносilen на необратимо фиксиране на курса на националната валута към чуждестранна парична единица. При отказ от собствена валута се запазва възможността за провеждане на автономна фискална политика, въпреки че споделянето на обща валута с други държави може да наложи ограничения и върху фискалната политика (вж. например Пакта за стабилност и растеж, Договора за стабилност, координация и управление и др.).

Държави, възприели щатския долар като законно платежно средство, са Еквадор, Ел Салвадор, Панама и Либерия. Евроизирани са икономиките на Босна, Косово, Черна гора и Монако. Примери за валутни съюзи са Еврозоната, Зоната на CFA франка в Африка и др.

3. Връзка между валутнокурсния режим и паричната политика

Взаимовръзките между валутнокурсния режим и паричната политика са сложни и зависят от дължината на анализирания период – дългосрочен или краткосрочен.

3.1. Връзка между валутнокурсния режим и паричната политика в дългосрочен период

Взаимодействието между валутния курс и монетарните инструменти в дългосрочен период има две важни характеристики: неутралност на парите и паритет на покупателната сила.

Основен принцип на макроикономикса е, че в дългосрочен план парите са неутрални. Неутралността на парите означава, че промените в номиналните макроикономически променливи (парично предлагане, номинални лихвени проценти, инфлация и др.) не влияят върху реалните макроикономически променливи (растеж, безработица, производителност и др.). Парите са неутрални, тъй като нарастването на паричното предлагане в дългосрочен план се неутрализира от пропорционално повишение на средното равнище на цените в икономиката.

Принципът на неутралност на парите предполага, че в дългосрочен план разликата между темповете на инфлация в две държави трябва приблизително да отразява разликата между ръстовете на паричното предлагане в тях и че валутата на страната с по-висока инфлация трябва да се обезценява спрямо валутата на страната с по-ниска инфлация с процент, приблизително равен на тези разлики.

Съществува фундаментална връзка между темпа на инфлация, от една страна, и цикличните колебания на БВП около потенциалното му равнище (т.нар. разрыв на БВП), от друга. Отрицателният наклон на кривата на съвкупното търсене се дължи на факта, че инфлацията подкопава покупателната сила на парите и затруднява потребителските разходи на домакинствата и инвестиционните разходи на фирмите. Положителният наклон на кривата на краткосрочното съвкупно предлагане отразява факта, че цените на продуктите са по-еластични от производствените разходи на фирмите (някои от които са договорно фиксирани за определен период, например работните заплати, цените на някои суровини и материали и др.). С повишаване на ценовото равнище цените растат по-бързо от производствените разходи, печалбите на фирмите растат и едновременно с това се увеличава и съвкупното предлагане. При спад на ценовото равнище печалбите на фирмите намаляват и съвкупното предлагане също намалява. В дългосрочен период темповете на нарастване на цените и заплатите се изравняват и производството се стабилизира на потенциалното си равнище (вертикална крива на дългосрочното съвкупно предлагане).

Когато принципът за неутралност на парите в дългосрочен план се приложи спрямо валутния курс, той се нарича принцип за паритета на покупателната сила. Съгласно този принцип в дългосрочен план валутата на страна с по-висока инфлация се обезценява всяка година спрямо валутата на страна с по-ниска инфлация с темп, приблизително равен на годишния инфлационен диференциал между двете държави.

Принципът за паритета на покупателната сила не е валиден за всички страни и за всички периоди, но е добра отправна точка за анализ на движението на валутния курс. За разбирането на този принцип е важно да се прави разграничение между номинален и реален валутен курс. Номиналният валутен курс (NER) се дефинира като чуждестранната цена на националната валута, например $1 \text{ BGN} = 0.51129 \text{ EUR}$. Ако P е цената на кошница от български стоки в български левове, то цената на тези стоки в евро е $\text{NER} \times P$. Обезценка на българския лев (спад на NER) прави местните стоки по-евтини спрямо чуждестранните и конкурентоспособността на българската икономика се подобрява. Конкурентоспособността на България спрямо Еврозоната може да се измери, като се сравни цената в евро на кошницата от български стоки $\text{NER} \times P$ с цената в евро на кошница от същите стоки, произведена в Еврозоната P^* . Тази мярка се нарича реален валутен курс (RER), който се дефинира като съотношение между цените на националните и чуждестранните стоки, изразени в една и съща валута: $\text{RER} = \text{NER} \times P / P^*$.

Когато P и P^* не се изменят, номиналният и реалният валутен курс се движат успоредно. Например спад на NER (номинална обезценка) води до пропорционално понижаване на RER (реална обезценка), и обратно – покачване на NER (номинална надценка) води до пропорционално нарастване на RER (реална надценка). Ако цените в България P се повишат при неизменен NER, конкурентоспособността ѝ се влошава и RER расте. Ако NER се понижи със същата пропорция, с която расте P , тогава цената на българските стоки в евро $\text{NER} \times P$ остава непроменена, както и българската конкурентоспособност RER.

Обикновено в краткосрочен период номиналният валутен курс е доста изменчив, докато ценовите равнища са относително стабилни. Следователно в краткосрочен план измененията на номиналния валутен курс водят до изменения на реалния валутен курс и влияят върху конкурентоспособността и търговския баланс. В дългосрочен период измененията на номиналния валутен курс се неутрализират от промени в ценовите равнища. Съгласно принципа за паритета на покупателната сила в дългосрочен план реалният валутен курс се завръща към своето равновесно ниво.

Тенденцията в дългосрочен период реалният валутен курс да се завръща към равновесното си равнище е конкретизация на общия принцип, че в дългосрочен план реалните макроикономически променливи не се влияят от номиналните макроикономически променливи. Каквито и изменения да търпят номиналните променливи (парично предлагане, номинален валутен курс, инфлация, номинални заплати, номинални лихвени проценти), в дълъг срок всички реални променливи (реален БВП, реални заплати, реален валутен курс, реални лихвени проценти) се завръщат към трендовото си (потенциално) си равнище. Принципът на неутралност на парите намира израз във вида на кривата на дългосрочното съвкупно предлагане: вертикална права, успоредна на ординатната ос. Това значи, че в краткосрочен план под влияние на експанзивна монетарна политика текущият БВП може да надхвърли за кратко потенциалното си равнище, но в дълъг срок неизбежно ще се върне към него.

3.2. Връзка между валутнокурсния режим и паричната политика в краткосрочен период

3.2.1. Режим на плаващ валутен курс

В дълг срок парите са неутрални, но в кратък период нещата стоят по различен начин. Нарастването на паричното предлагане например при равни други условия води до спад на лихвените проценти с две важни последици. Първо, домакинствата увеличават потребителските, а фирмите – инвестиционните си разходи, тъй като кредитите стават по-евтини, а цените на акциите се повишават. Резултатът е нарастване на съвкупните разходи (БВП) и намаляване на безработицата. Второ, инвеститорите изтеглят част от своите активи от страната поради намаляването на лихвената доходност. Това изтичане на капитали в чужбина води до спад на номиналния валутен курс, когато той не е фиксиран. В резултат реалният валутен курс се понижават, конкурентоспособността се подобрява, а нетният износ расте (търговският баланс се подобрява).

Крайният ефект е икономическа експанзия, тъй като вътрешното и чуждестранното търсене на национални стоки се увеличава. Следователно в кратък период парите не са неутрални. Промените в номиналните макроикономически променливи влияят върху реалните макроикономически променливи по няколко канала:

- канал на лихвения процент – нарастването на паричното предлагане смъква лихвените проценти, което стимулира кредитирането, потребителските и инвестиционните разходи;
- кредитен канал – по-високата ликвидност засилва конкуренцията между банките при предлагането на кредити;
- канал на пазара на акции – спадащите лихвени проценти водят до покачване на цените на акциите, фирмите емитират нови акции и инвестират приходите от емисиите. Домакинствата се чувстват по-богати и увеличават потребителските си разходи;
- канал на валутния курс – номиналната обезценка на националната валута прераства в реална, което стимулира конкурентоспособността на местната икономика и подобрява нетния износ (външнотърговския баланс).

Икономическата експанзия подхранва инфлацията. Промените в ръста на паричното предлагане обикновено са последвани от изменения в темпа на инфлация с лаг от две или повече години. Тъй като цените се променят бавно, нарастването на номиналното парично предлагане M първоначално се пренася изцяло в увеличаване на покупателната сила на парите (реалното парично предлагане M/P). С течение на времето покачването на ценовото равнище постепенно неутрализира нарастването на номиналното паричното предлагане и в дългосрочен период реалното парично предлагане и реалният валутен курс се връщат към първоначалните си равновесни нива, експанзионистичният ефект на паричната политика изчезва.

3.2.2. Режим на фиксиран валутен курс

При фиксиран номинален валутен курс ситуацията е коренно различна. Постепенното нарастване на вътрешното ценово равнище води до покачване на реалния валутен курс, спад на конкурентоспособността на националната икономика и формиране на външнотърговски дефицит. По-ниските лихвени проценти влошават салдото по финансовата сметка. За да поддържа фиксирания валутен курс, централната банка трябва да интервенира на валутния пазар, като продава чуждестранна и изкупува местна валута, което води до свиване на паричното предлагане. Това покачва лихвените проценти, прекъсва изтичането на капитал от страната и спомага да се избягнат евентуални спекулативни действия срещу националната валута.

Всички усилия на централната банка да увеличи паричното предлагане при фиксиран валутнокурсен режим са неуспешни поради нуждата да се интервенира на валутния пазар за поддържане на фиксирания курс. При такъв режим не съществува възможност за провеждане на дискреционна парична политика, тъй като паричната политика е изцяло подчинена на ангажимента за поддържане на фиксирания валутен курс. Централната банка може да контролира паричното предлагане или валутния курс, но не и двете едновременно.

В реалността валутните курсове рядко са строго фиксирани. Обикновено се определят допустими граници, в които те могат да се колебаят. Колкото по-широки са допустимите граници за колебание на фиксирания валутен курс, толкова повече той се доближава до плаващия и толкова е по-голяма възможността за провеждане на дискреционна монетарна политика.

3.2.3. Сравнение между паричната политика при плаващ и при фиксиран валутнокурсен режим чрез модела IS-LM

Кривата IS показва комбинации от различни равнища на БВП и лихвения процент, при които е налице равновесие на стоковия пазар. Тя има отрицателен наклон, тъй като намаляването на лихвения процент води до нарастване на търсенето и на БВП. Кривата LM описва съчетания от различни стойности на БВП и лихвения процент, при които има равновесие на паричния пазар. Тя има положителен наклон, тъй като нарастването на БВП увеличава търсенето на пари и лихвения процент при равни други условия. Нарастването на паричното предлагане предизвиква изместване на кривата LM надясно и спад на лихвените проценти под международното им равнище. Спадът на лихвените проценти увеличава съвкупните разходи и съвкупния доход, а по-големият съвкупен доход покачва търсенето на пари и лихвения процент. Докато вътрешните лихвени равнища са под международните, от страната се наблюдава изтичане на капитал. Подобна ситуация е неустойчива и не може да продължи дълго. Начинът, по който икономиката възстановява външното си равновесие, зависи от типа на валутнокурсния режим.

Ако валутният курс е свободно плаващ, оттокът на капитал от страната води до номинална и реална девалвация на местната валута и подобряване на търговския

баланс (нетния износ). Нарасналото търсене на местни стоки в чужбина измества кривата IS надясно, при което вътрешните лихвени проценти се изравняват с международните и изтичането на капитал от страната спира.

Ако валутния курс е фиксиран, централната банка е длъжна да се намесва на валутния пазар за защита на курса. Когато тя купува национална валута срещу местна, паричното предлагане се свива и кривата LM се измества наляво до първоначалната си позиция. Това показва невъзможността да се провежда дискреционна парична политика при режим на фиксиран валутен курс.

4. Връзка между валутнокурсния режим и фискалната политика

Моделът IS-LM може да се използва и за анализ на връзката между типа на валутнокурсния режим и фискалната политика. Чрез промени в държавните разходи и данъците правителството може да влияе върху съвкупните разходи: увеличаването на публичните разходи или намаляването на данъците води до нарастване на съвкупното търсене и изместване на кривата IS надясно. Вътрешният лихвен процент се покачва над световното равнище поради увеличеното търсене на заеми от страна на държавата за финансиране на нарасналия бюджетен дефицит. В малка отворена икономика вътрешните равнища проценти не могат да се отклоняват за дълго от световните. По-високите вътрешни лихвени проценти предизвикват приток на капитал в страната. Подобна ситуация е неустойчива и не може да продължи дълго. Начинът, по който икономиката възстановява външното си равновесие, зависи от типа на валутнокурсния режим.

При режим на фиксиран валутен курс притокът на капитал създава натиск за повишаване на курса на местната валута и централната банка е принудена да я продава срещу чужда, за да поддържа фиксирания курс. Паричното предлагане нараства и кривата LM се измества надясно. Това изместване предизвиква ръст на БВП и спад на вътрешните лихвени проценти до изравняването им с международните, когато притокът на капитал спира.

При режим на свободно плаващ валутен курс централната банка не интервенира на валутния пазар, паричното предлагане не се променя и кривата LM не се измества. Притокът на капитал води до покачване на номиналния курс на националната валута. При бавно променящо се ценово равнище покачването на номиналния курс предизвиква повишаване на реалния курс на националната валута и влошаване на баланса по текущата сметка на платежния баланс. Външното търсене на местни стоки спада и кривата IS се измества наляво, докато вътрешните лихвени равнища се изравняват с международните. При свободно плаващ валутен курс фискалната политика е неефективна – експанзивният ѝ ефект напълно се неутрализира от ефекта на контракция, дължащ се на реалната надценка на националната валута.

5. Връзка между валутния курс и платежния баланс

Тази връзка е сложна и двупосочна. От една страна, салдото по платежния баланс влияе върху формирането на валутния курс и върху избора на валутнокурсен режим. От друга страна, валутният курс и валутнокурсният режим въздействат върху салдото по платежния баланс и върху начина, по който икономиката постига външно равновесие (уравновесяване на платежния баланс).

5.1. Влияние на салдото по платежния баланс върху формирането на валутния курс и избора на валутнокурсен режим

Дефицитът в платежния баланс води до обезценка на националната валута, тъй като при дефицит търсенето на чужда валута (предлагането на национална валута) от местни резиденти превишава търсенето на национална валута (предлагането на чуждестранна валута) от чуждестранни резиденти. Излишъкът в платежния баланс води до повишаване на курса на националната парична единица, тъй като при излишък търсенето на национална валута (предлагането на чуждестранна валута) от чуждестранни резиденти превишава търсенето на чужда валута (предлагането на национална валута) от местни резиденти.

Салдото по платежния баланс може да повлияе и върху избора на режим на валутен курс. При тенденция към формиране на устойчиви дефицити в платежния баланс е препоръчително да се избере режим на плаващ валутен курс, при който постигането на външно равновесие на икономиката става чрез обезценка на националната валута, а не чрез спад на БВП, както при режим на фиксиран валутен курс. При наличие на трайни излишъци в платежния баланс (приток на капитал от чужбина) по-добрата опция е режимът на фиксиран валутен курс, при който паричното предлагане е функция на салдото в платежния баланс. Излишъкът в платежния баланс при фиксиран валутен курс води до нарастване на паричното предлагане и на БВП, докато при плаващ валутен курс би довел до повишаване на курса на националната валута и загуба на конкурентоспособност на националната икономика.

5.2. Влияние на валутния курс и валутнокурсния режим върху платежния баланс

Промените във валутния курс въздействат върху търговския баланс (чистия износ) и оттам върху салдото по текущата сметка на платежния баланс. Повишаването на курса на националната валута при равни други условия води до загуба на конкурентоспособност и до влошаване на търговския баланс. Понижаването на курса на местната валута увеличава конкурентоспособността на националната икономика и при равни други условия предизвиква подобряване на търговския баланс.

Типът на валутнокурсния режим оказва влияние върху начина, по който икономиката постига външно равновесие (уравновесяване на платежния баланс). Салдото по платежния баланс е функция на следните икономически променливи: номинален валутен курс, ценови равнища в страната и чужбина, лихвени проценти в

страната и чужбина, нива на доходите в страната и чужбина. Нарушаването на равновесието в платежния баланс, както и възстановяването на това равновесие, е резултат от изменения в посочените променливи. Възстановяването на равновесието може да бъде автоматично (последича от действието на вградени стабилизатори) или дискреционно (резултат от целенасочени действия на макроикономическото управление).

5.2.1. Уравновесяване на платежния баланс при плаващ валутен курс

При режим на плаващ валутен курс възстановяването на нарушеното равновесие в платежния баланс обикновено се осъществява чрез промени в равнището на номиналния валутен курс и без съществени изменения на вътрешните икономически променливи (ценово равнище, лихвен процент, ниво на дохода/БВП). При дефицит в платежния баланс курсът на националната валута се понижава, износът расте, вносът спада и се стига до уравновесяване на платежния баланс. При излишък в платежния баланс курсът на местната парична единица се покачва, износът спада, вносът нараства и равновесието в платежния баланс се възстановява. Описаният механизъм за автоматично възстановяване на външното равновесие на икономиката може да се подпомогне от целенасочени действия на макроикономическото управление, например при дефицит в платежния баланс то може да продава национална валута на валутния пазар с цел по-бързо понижаване на курса ѝ и по-бързо възстановяване на нарушеното външно равновесие.

5.2.2. Уравновесяване на платежния баланс при фиксиран валутен курс

При фиксиран валутнокурсен режим ситуацията е коренно различна. Номиналният валутен курс е константа и възстановяването на външното равновесие на икономиката се осъществява чрез промени във вътрешните икономически променливи – ценово равнище, лихвен процент и съвкупен доход/БВП.

5.2.2.1. Приспособяване чрез промени във вътрешното равнище на цените

При излишък в платежния баланс и фиксиран валутен курс притокът на капитал в страната води до увеличаване на паричното предлагане и на вътрешното равнище на цените. Нарастването на вътрешното ценово равнище при неизменен номинален валутен курс и непроменено равнище на цените в чужбина резултира в покачване на реалния валутен курс и влошаване на външнотърговското салдо до възстановяване на равновесието в платежния баланс.

При фиксиран валутен курс дефицитът в платежния баланс означава отлив на капитал от страната и намаляване на вътрешното парично предлагане, което води до понижаване на вътрешното ценово равнище. Реалният курс на националната валута спада и външнотърговското салдо се подобрява до възстановяване на равновесието в платежния баланс.

5.2.2.2. Приспособяване чрез промени във вътрешния лихвен процент

При излишък в платежния баланс и фиксиран валутен курс притокът на капитал води до нарастване на паричното предлагане и спад на лихвения процент в страната. При равни други условия (неизменен лихвен процент в останалия свят) спадът на вътрешния лихвен процент причинява изтичане на капитал от страната, влошаване на салдото по финансовата сметка и в крайна сметка уравновесяване на платежния баланс.

При фиксиран валутен курс дефицитът в платежния баланс означава отлив на капитал от страната и намаляване на вътрешното парично предлагане, което води до нарастване на вътрешния лихвен процент. При равни други условия (неизменен лихвен процент в останалия свят) покачването на вътрешния лихвен процент стимулира приток на капитал към страната, подобряване на салдото по финансовата сметка и в крайна сметка уравновесяване на платежния баланс.

5.2.2.3. Приспособяване чрез промени в равнището на съвкупния доход вътре в страната

Ако вътрешните цени и лихвени проценти са негъвкави, при фиксиран номинален валутен курс възстановяването на равновесието в платежния баланс става чрез промени в равнището на съвкупния доход в страната.

При дефицит в платежния баланс и неизменни други фактори (номинален валутен курс, ценови равнища и лихвени проценти в страната и останалия свят и др.) отливът на капитал от страната води до спад на паричното предлагане и на съвкупния доход. Спадът на съвкупния доход намалява вноса и се стига до уравновесяване на платежния баланс.

При излишък в платежния баланс и неизменни други фактори (номинален валутен курс, ценови равнища и лихвени проценти в страната и останалия свят и др.) притокът на капитал в страната води до покачване на паричното предлагане и на съвкупния доход. Растежът на съвкупния доход увеличава вноса и се стига до уравновесяване на платежния баланс.

Описаните механизми за автоматично уравновесяване на платежния баланс чрез промени в ценовото равнище, лихвения процент и съвкупния доход могат да бъдат засилени чрез макроикономическа политика (фискална и монетарна), насочена към възстановяване на външното равновесие на икономиката.

6. Влияние на валутнокурсните режими върху икономиките на новите страни-членки

Страните с паричен съвет срещат трудности с покриването на инфлационния критерий за сближаване (табл. 1). Теоретичното обяснение на този факт е, че едновременното изпълнение на ценовия и валутнокурсния критерий се затруднява

от реалното поскъпване на националната парична единица в резултат от структурните промени в процеса на изграждане на пазарно стопанство, както и поради реалната конвергенция на цените и доходите към равнището в по-развитите европейски държави. В условията на действащ паричен съвет номиналният валутен курс е фиксиран, което автоматично гарантира изпълнението на критерия за валутнокурсва стабилност. Цялото реалното поскъпване на националната парична единица резултира в покачване на инфлацията, което възпрепятства изпълнението на критерия за ценова стабилност.

Таблица 1

Изпълнение на Маастрихтските критерии от държави с различни валутни режими към март 2008 г.

	Валутен режим	Изпълнени критерии	Неизпълнени критерии
България	Паричен съвет. Не участва във ВКМ 2	Всички без инфлационния	Инфлационен
Чехия	Плаващ. Не участва във ВКМ 2	Всички без инфлационния	Инфлационен
Естония	Паричен съвет. Участва във ВКМ 2 от 28.06.2004 г.	Всички без инфлационния. Няма данни за лихвения критерий	Инфлационен
Латвия	Участие в ВКМ 2 от 2.05.2005 г. с едностранно поет ангажимент за поддържане на граници на отклонение в размер на +/-1% около централния курс спрямо еврото	Всички без инфлационния	Инфлационен
Литва	Паричен съвет. Участва във ВКМ 2 от 28.06.2004 г.	Всички без инфлационния	Инфлационен
Унгария	Плаващ от 25.02.2008, преди това – пълзящо обвързан спрямо еврото в ивица от +/-15%. Не участва във ВКМ 2	Нито един	Всички
Полша	Плаващ. Не участва във ВКМ 2	Всички	Няма
Румъния	Плаващ. Не участва във ВКМ 2	Критерии за стабилност на публичните финанси и на валутния курс	Инфлационен Лихвен
Словакия	Участва във ВКМ 2 от 28.11.2005 г.	Всички	Няма

Източник: ECB Convergence Report May 2008, p. 30.

Глобалната криза може да направи спазването на инфлационния критерий по-лесно поради намаляването на инфлационния натиск, но да затрудни изпълнението на изискванията за бюджетен дефицит и за дългосрочен лихвен процент (вж. табл. 2 и 3).

Таблица 2

Изпълнение на Маастрихтските критерии от страните-кандидатки за членство в
Евронзоната за референтния период април 2009 – март 2010 г. (%)

	Инфлация	Бюджетен дефицит/ БВП	Държавен дълг/ БВП	Лихвен процент	Валутен курс
Референтна стойност	1.0	-3.0	60.0	6.0	+/-15.0
България	1.7	-2.8	17.4	6.9	0.0
Чехия	0.3	-5.7	39.8	4.7	2.6
Естония	-0.7	-2.4	9.6	-	0.0
Латвия	0.1	-8.6	48.5	12.7	-0.4
Литва	2.0	-8.4	38.6	12.1	0.0
Унгария	4.8	-4.1	78.9	8.4	4.5
Полша	3.9	-7.3	53.9	6.1	8.4
Румъния	5.0	-8.0	30.5	9.4	2.9

Източник: ECB Convergence Report 2010, p. 33.

Таблица 3

Изпълнение на Маастрихтските критерии от държави с различни валутни режими
към март 2010 г.

	Валутен режим	Изпълнени критерии	Неизпълнени критерии
България	Паричен съвет. Не участва във ВКМ 2	Бюджетен дефицит Държавен дълг	Инфлационен Лихвен
Чехия	Плаващ. Не участва във ВКМ 2	Всички без този за бюджетния дефицит	Бюджетен дефицит
Естония	Паричен съвет. Участва във ВКМ 2 от 28.06.2004	Всички	Няма
Латвия	Участие във ВКМ 2 от 2.05.2005 г. с еднострочно поет ангажимент за поддържане на граници на отклонение в размер на +/-1% около централния курс спрямо еврото	Инфлация Държавен дълг Валутен курс	Лихвен процент Бюджетен дефицит
Литва	Паричен съвет. Участва във ВКМ 2 от 28.06.2004г.	Държавен дълг Валутен курс	Инфлация Бюджетен дефицит Лихвен процент
Унгария	Плаващ от 25.02.2008 г., преди това – ползващо обвързан спрямо еврото в ивица от +/-15%. Не участва във ВКМ 2	Нито един	Всички
Полша	Плаващ. Не участва във ВКМ 2	Държавен дълг	Инфлационен Бюджетен дефицит Лихвен процент
Румъния	Плаващ. Не участва във ВКМ 2	Държавен дълг	Инфлационен Лихвен Бюджетен дефицит

В средата на септември 2008 г. глобалната финансова криза, която до този момент се проявява само в развитите страни, засяга пряко и новите страни-членки (НСЧ). Липсата на ликвидност и преоценката на риска от страна на чуждестранните инвеститори ограничават кредитирането на фирмите и домакинствата, което ускорява спада на търсенето, а този спад води до рязко намаляване на производството и търговията в НСЧ. Недоверието на инвеститорите към някои НСЧ резултира в намаляване на междубанковата ликвидност и рекордно високи нива на лихвените проценти по междубанковите кредити в тези страни. Макроикономическите ефекти на кризата в НСЧ се изразяват в икономическа рецесия, по-нисък инфлационен натиск, обезценяване на валутите на държави с плаващи валутни курсове през определени периоди, рязко съкращаване на дефицита по ТС на ПБ.

Номиналният ефективен валутен курс се дефинира като средногеометрично претеглени валутни курсове на валутата на дадена държава срещу валутите на нейните страни-партньори. Реалният ефективен валутен курс представлява средногеометрично претеглени относителни цени (или разходи) на дадена страна и нейните търговски партньори, изразени в единна валута. Изчислява се, като номиналният ефективен валутен курс се коригира с подходящи дефлатори – ценови или разходни индекси. Реалният ефективен валутен курс (РЕВК) е измерител на ценовата или разходната конкурентоспособност на дадена икономика в сравнение с нейните основни конкуренти на международните пазари. Промените в разходната и ценовата конкурентоспособност зависят не само от динамиката на номиналния валутен курс, но и от динамиката на разходите и цените. Нарастване на РЕВК означава загуба на конкурентоспособност.

През периода 1999-2009 г. НСЧ като група и поотделно постепенно влошават своята ценова и разходна конкурентоспособност (вж. табл. 4). Това влошаване е по-високо от средното за ЕС-27 (през 2009 г. стойността на РЕВК за НСЧ-12 е 143.23, а за ЕС-27 – 120.79). Единственото изключение е Полша, чиято ценова и разходна конкурентоспособност през 2009 г. се е подобрила. Валутнокурсният режим на Полша е свободно плаване, тя не е член на ВКМ 2 и използва обезценката на своята валута като средство за преодоляване на негативните последици от глобалната криза. Страната не бърза да влезе във ВКМ 2 и да приеме еврото.

Подобна на Полша валутна политика водят Чехия, Унгария, Румъния (вж. табл. 4 и 5). За периода 2008-2009 г. полската злота се е обезценила с 23% спрямо еврото, унгарският форинт – с 11.4%, румънската лея – с 15.13%, а чешката крона – с 5.96%. За разлика от тях България, Естония, Латвия и Литва поддържат почти неизменно равнище на своите валутни курсове поради спецификата на валутнокурсните си режими.

Валутите на НСЧ, които не членуват във ВКМ 2, са повлияни по различен начин от глобалната криза. Повечето от тях остават стабилни през първата половина на 2008 г., докато чешката крона и унгарският форинт ревалоризират и достигат рекордно високи паритети спрямо еврото. След октомври 2008 г. в резултат от кризата полската злота, унгарският форинт, румънската лея и в по-малка степен чешката крона бързо и силно девалвират. Една от причините за това е, че повечето от

валутите на НСЧ станаха обект на силни спекулативни атаки по време на глобалната криза.

Таблица 4

Динамика на РЕВК на НСЧ (% от ЕС-27 = 100%)

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
ЕС-27	107.59	100.00	89.38	91.50	97.32	109.12	115.63	114.14	115.10	122.10	124.03	120.79
България	102.41	100.00	85.83	94.38	93.52	96.93	97.37	96.41	99.62	111.03	125.52	139.52
Чехия	100.52	100.00	101.69	110.04	127.91	129.78	131.25	137.48	145.14	150.02	170.67	163.77
Естония	98.70	100.00	97.24	98.33	99.92	106.40	111.23	112.44	121.22	138.47	152.30	151.40
Кипър	102.44	100.00	97.35	97.77	101.47	113.23	114.43	114.78	114.28	112.27	113.81	114.74
Латвия	95.46	100.00	102.39	98.14	92.72	90.37	92.34	99.55	112.62	138.53	164.13	152.95
Литва	96.88	100.00	101.43	98.84	103.72	107.23	110.99	114.53	123.43	127.10	132.73	138.48
Унгария	103.44	100.00	103.51	113.88	129.39	132.92	141.54	145.97	137.72	150.01	152.26	137.27
Малта	102.21	100.00	95.36	102.58	103.18	110.58	111.96	109.82	110.61	113.48	117.09	117.51
Полша	106.56	100.00	105.96	120.89	110.65	94.06	89.24	99.06	100.21	103.90	116.84	95.05
Румъния	122.98	100.00	131.88	143.95	134.67	137.00	130.05	172.94	184.83	220.56	223.15	210.21
Словения	102.29	100.00	97.15	98.20	99.30	100.85	102.32	100.69	100.78	101.63	104.25	110.84
Словакия	109.09	100.00	109.35	106.99	110.21	119.14	127.50	135.03	140.93	153.35	168.93	186.98
НСЧ-12	103.58	100.00	102.43	107.00	108.89	111.54	113.35	119.89	124.28	135.03	145.14	143.23

Източник: Eurostat.

Таблица 5

Валутнокурсони режими в НСЧ към май 2010 г.

	Валутнокурсони режим	Членство във ВКМ 2
България	Паричен съвет	Не
Чехия	Дирижирано плаване спрямо еврото	Не
Естония	Член на ВКМ 2 (от юни 2004)	Да
Латвия	Член на ВКМ 2 (от май 2005)	Да
Литва	Член на ВКМ 2 (от юни 2004)	Да
Унгария	Фиксиране към еврото с граници на колебание $\pm 15\%$	Не
Полша	Свободно плаване	Не
Румъния	Дирижирано плаване	Не

Източник: Конвергентните доклади на ЕЦБ.

Кризата оказва косвено влияние върху икономиките на НСЧ по няколко канала: финансов, търговски, доверие на инвеститорите и валутен курс. Намаленият приток на капитали от чужбина води до девалвация на валутите на страните без паричен съвет. В условията на криза защитата на националните валути от силна девалвация се превръща в непосредствена цел на ЦБ, действащи в режим на плаващ валутен курс.

През ноември 2008 г. Полша приема план за въвеждане на еврото до 2012 г. и влизане във ВКМ 2 през 2009 г. Този план обаче се проваля не само поради икономически трудности в резултат от кризата, но и поради политически проблеми, тъй като въвеждането на еврото изисква промяна на полската конституция. Чехия планира да приеме еврото през 2013-2015 г., Латвия през 2014 г., Литва през 2011-2012 г. Румъния иска да влезе във ВКМ 2 до 2012 г., като преди кризата основният проблем на страната е инфлационният критерий, а в резултат от кризата основните опасения се пренасочват към бюджетния дефицит.

Таблица 6

Обменен курс ECU(EUR) спрямо националните валути на НСЧ
1 ECU (EUR) = ... единици национална валута (средно за годината)

Валута	2000 г.	2001 г.	2002 г.	2003 г.	2004	2005 г.	2006 г.	2007 г.	2008 г.	2009 г.
Български лев	1.9522	1.9482	1.9492	1.9490	1.9533	1.9558	1.9558	1.9558	1.9558	1.9558
Чешка крона	35.5990	34.0680	30.8040	31.8460	31.8910	29.7820	28.3420	27.7660	24.9460	26.4350
Естонска крона	15.6466	15.6466	15.6466	15.6466	15.6466	15.6466	15.6466	15.6466	15.6466	15.6500
Латвийски латс	0.5592	0.5601	0.5810	0.6407	0.6652	0.6962	0.6962	0.7001	0.7027	0.7057
Литовски литас	3.6952	3.5823	3.4594	3.4527	3.4529	3.4528	3.4528	3.4528	3.4528	3.4528
Унгарски форинт	260.0400	256.5900	242.9600	253.6200	251.6600	248.0500	264.2600	251.3500	251.5100	280.3300
Полска злота	4.0082	3.6721	3.8574	4.3996	4.5268	4.0230	3.8959	3.7837	3.5121	4.3276
Румънска лея	1.9922	2.6004	3.1270	3.7551	4.0510	3.6209	3.5258	3.3353	3.6826	4.2399

Източник: Eurostat.

През 2008 и 2009 г. процесът на наваксване на изоставането на НСЧ от развитите страни в ЕС е нарушен. Спадът на икономическата активност спира конвергенцията на НСЧ към ЕС-15. Намалването на БВП на повечето НСЧ надвишава свиването на БВП на Еврозоната с повече от 2%, като при Унгария това намаление е над 6%, а в балтийските държави то придобива двуцифрени измерения. Възстановяването през 2010 г. е скромно, то е умерено и през 2011 г., което означава, че глобалната криза ще забави процеса на реална конвергенция най-малко с 3-4 години.

Глобалната икономическа криза затруднява и усложнява изпълнението на Маастрихтските критерии от НСЧ. Възниква въпросът дали тези критерии трябва да се запазят непроменени, или да бъдат преразгледани в посока към тяхното облекчаване. Промяната на конвергентните критерии крие различни рискове. Тя би могла да подкопае световното доверие в европейската валута, да задълбочи макроикономическите различия в Еврозоната и би противоречала на досега договорените условия за членство в Еврозоната. Решението би трябвало да се търси в ускоряване на приемането на НСЧ във ВКМ 2. Присъединяването към ВКМ 2 води до стабилизиране на валутния курс, и до провеждането на прозрачна и предвидима макроикономическа политика. Престоят във ВКМ 2 би трябвало да бъде съкратен, тъй като той не премахва валутнокурсните сътресения и би могъл да се окаже противоположен за макроикономическата стабилност на НСЧ. Намалването на срока на задължителния двугодишен престой във ВКМ 2 би било в полза на НСЧ, без да повлияе на икономическата стабилност на Еврозоната.

Приемането на еврото е изгодно за НСЧ, тъй като елиминира валутния риск и намалява търговските разходи на фирмите, стабилизирайки икономиката. Важно е при какъв валутен курс се осъществява въвеждането на еврото. Ако при неговото въвеждане валутите на НСЧ бъдат подценени, цените в тях ще нараснат, но не и заплатите. Централните банки вече няма да могат да определят валутния курс и инфлацията ще стане трудна за контролиране. Важно е да се отбележи, че според някои изследвания членството в Еврозоната води до слабо забавяне на

икономическия растеж както в новите страни-членки (Stoilova and Patonov, 2012), така и в целия Европейски съюз (Patonov, 2013).

Засилването на световната финансова криза през есента на 2008 г. поставя допълнителни предизвикателства пред монетарната политика на повечето страни от ЕС, нечленуващи в Еврозоната. Някои от тях се сблъскват с ликвидни проблеми на междубанковите пазари и напрежение на валутните пазари. Реакциите на националните централни банки към тези предизвикателства варират в зависимост от съществуващите в отделните държави икономически условия и възприети рамки на монетарната политика.

Страните с фиксиран валутен курс (балтийските държави и България) при подобряване на световната икономическа конюнктура, при разумна фискална и достатъчно рестриктивна монетарна политика могат да се надяват на покриване на Маастрихтските критерии и на влизане в Еврозоната.

Страните, използващи таргетиране на инфлацията, би трябвало да провеждат монетарна политика, удовлетворяваща едновременно две условия – улесняване на икономиката да излезе от рецесията и подпомагане на процеса на приемане на еврото. Основна цел на подобна политика трябва да бъде поддържане не само на ценова, но и на финансова стабилност. Забавянето на икономическата активност довежда до бърза дефлация в тези държави въпреки инфлационния натиск на ниските лихвени проценти, поддържани от централните банки.

При изготвянето и прилагането на паричната политика ЦБ на НСЧ трябва да оценят ефектите от забавянето на икономическата активност, причиняващи дефлация, и ефектите от по-високата нестабилност на националните валути, които могат да доведат до инфлация. Зависимостта от външната среда, от ситуацията на икономиките в Западна Европа подчертава значението не само на макроикономическите политики на НСЧ, но и на мерките, предприети от техните партньори в Западна Европа за облекчаване на ефектите от глобалната криза. Тези мерки могат да окажат положително или отрицателно въздействие върху икономиките на НСЧ. Поради огромната им зависимост от техните партньори в Западна Европа националната монетарна политика на НСЧ не би била достатъчно ефективна, ако не е подкрепена с адекватна фискална политика и политика на доходите.

Пътят към еврото на НСЧ, таргетиращи инфлацията, е много по-сложен от този на НСЧ, таргетиращи валутния курс. Страните, таргетиращи инфлацията, напълно променят своята монетарна стратегия, преминавайки от свободно плаващ към контролирано плаващ валутен курс. Силната нестабилност на националните валути на НСЧ по време на кризата отново повдига въпроса за ролята на плаващия валутен курс като абсорбатор или генератор на външни шокове за националната икономика. При независима монетарна политика и плаващ валутен курс ЦБ могат да променят номиналния валутен курс, но това не означава, че те могат да постигнат значителна промяна на реалния валутен курс.

Типът на валутнокурсния режим (фиксиран или плаващ) влияе върху процеса на ценова конвергенция. При фиксиран валутен курс тя се постига чрез по-високо ниво на инфлацията, а при плаващ – чрез номинална ревалоризация, по-висока инфлация или съчетание от двете.

Необходимостта от значителна дефлация например кара Румъния да избере таргетирането на инфлацията като стратегия за монетарна политика през лятото на 2005 г. Финансовата криза повишава нестабилността на паричните и валутните пазари в страната, което допълнително допринася за забавяне на икономическата активност. По-ниското външно финансиране и наличието на големи външни дисбаланси предизвикват обезценяване на румънската лея, което повишава инфлацията и изисква по-високи лихвени проценти. Финансовата система, чувствителна към значителното обезценяване на леята и по-високите лихвени проценти, се превръща в пречка за икономическия растеж и заплаха за стабилността на целия финансов сектор в Румъния. При тези условия поддържането на ценовата стабилност би могло да застраши дългосрочната финансова стабилност на страната.

Тъй като ниската и стабилна инфлация стимулира устойчивия икономически растеж, дългосрочната цел на монетарната политика би трябвало да бъде постигането на такава инфлация. Ефективността на монетарната политика при осъществяването на тази цел е лимитирана от финансовата нестабилност, влияеща върху икономическия цикъл. Обикновено периодите на висока инфлация предизвикват финансова нестабилност и кризи в банковата система или са последвани от рецесия, ако макроикономическото управление предприеме неподходящи мерки за намаляване на инфлацията. Ниското равнище на инфлацията не е достатъчно да гарантира дългосрочната финансова стабилност.

В дългосрочен план неспособността да се поддържа финансова стабилност води до покачване на инфлацията. Сегашната икономическа и финансова криза поражда необходимост от предефиниране на ролята на централната банка да осигурява едновременно ценова и финансова стабилност – две цели, които често влизат в конфликт помежду си.

7. Българският паричен съвет в контекста на бъдещото членство на България в Еврозоната

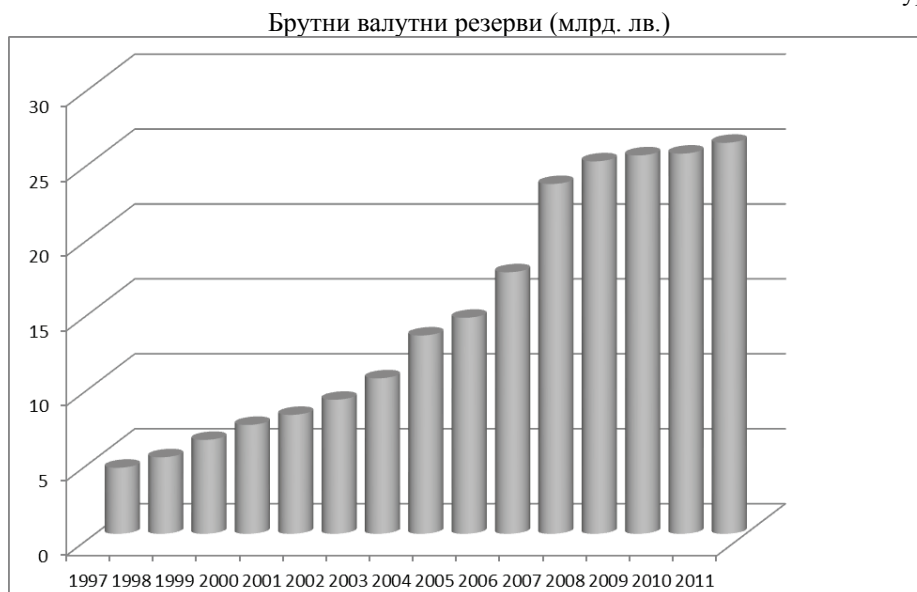
7.1. Стабилност на паричния съвет

Преди глобалната криза един от основните аргументи на поддръжниците на ускореното (преди 2015 г.) приемане на еврото твърдението, че дефицитът по текущата сметка на платежния баланс застрашава стабилността на паричния съвет у нас. Нека подложим това твърдение на проверка, като анализираме индикаторите за стабилност на паричния съвет.

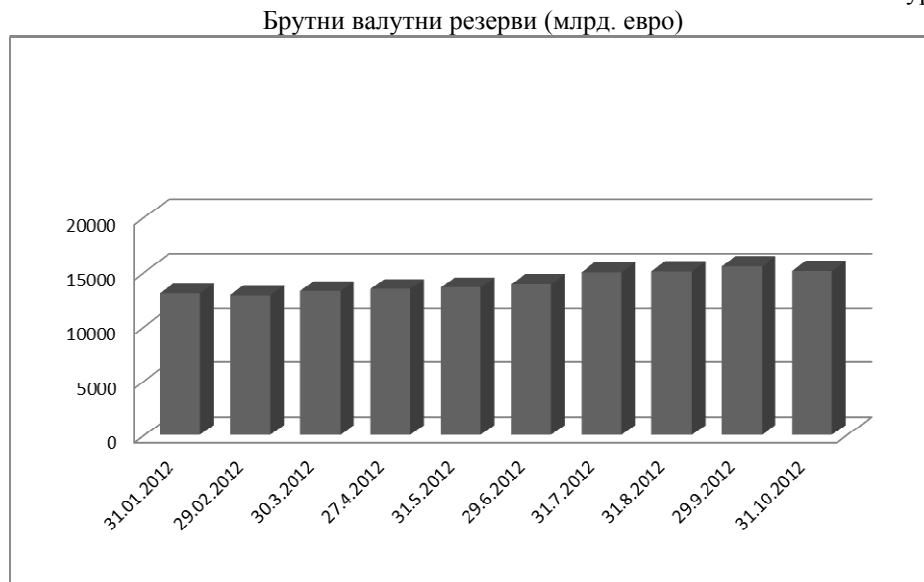
Основен показател за стабилността на един паричен съвет е размерът на brutните валутни резерви на страната (сумата на активите на управление „Емисионно” на

БНБ). За периода 1997-2011 г. се наблюдава трайна тенденция към нарастване на brutните валутни резерви (фиг. 1). След настъпването на световната икономическа криза през 2008 г. темпът на растеж на БВР се забавя, но остава относително постоянен. Месечната динамика на БВР през 2012 г. също не дава основания за безпокойство (фиг. 2).

Фигура 1



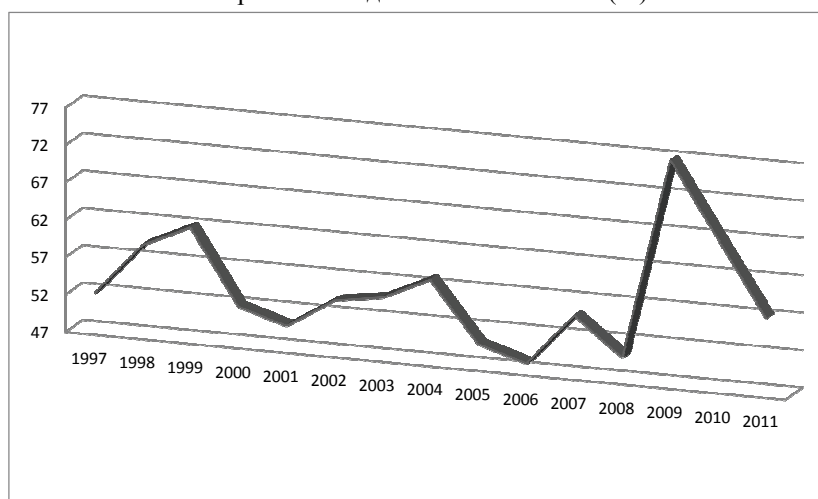
Фигура 2



Друг индикатор за стабилността на паричния съвет е съотношението между brutните валутни резерви и годишния импорт. Икономическата теория препоръчва минимален размер на този показател от 25%, т.е. brutните валутни резерви трябва да покриват поне 25% от стойността на вноса за дадена година. През периода 1997-2011 г. brutните валутни резерви на страната покриват поне 50% от стойността на годишния внос (фиг. 3). Показателят е над два пъти по-висок от безопасния минимум от 25%, от което може да се заключи, че и по този индикатор паричният съвет е стабилен. Най-голяма стойност на показателя за периода 1997-2011 г. се наблюдава през 2009 г., когато размерът на резервите се повишава, а вносът намалява поради глобалната криза.

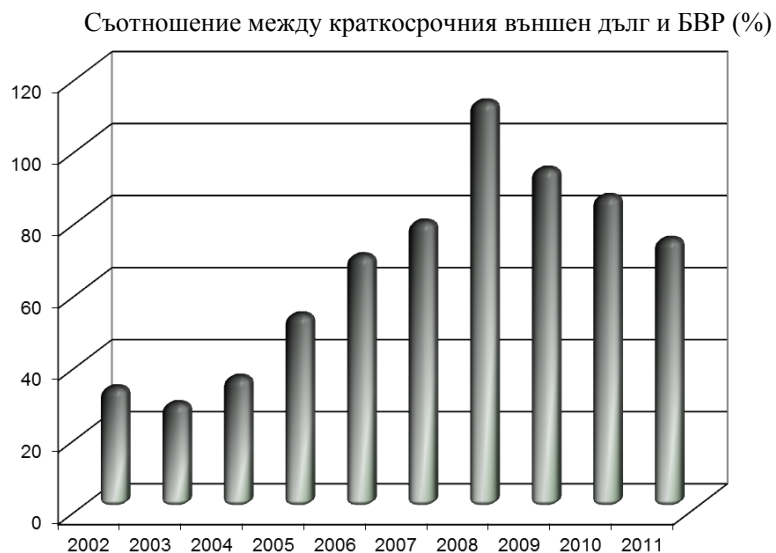
Фигура 3

Покритие на годишния внос от БВР (%)



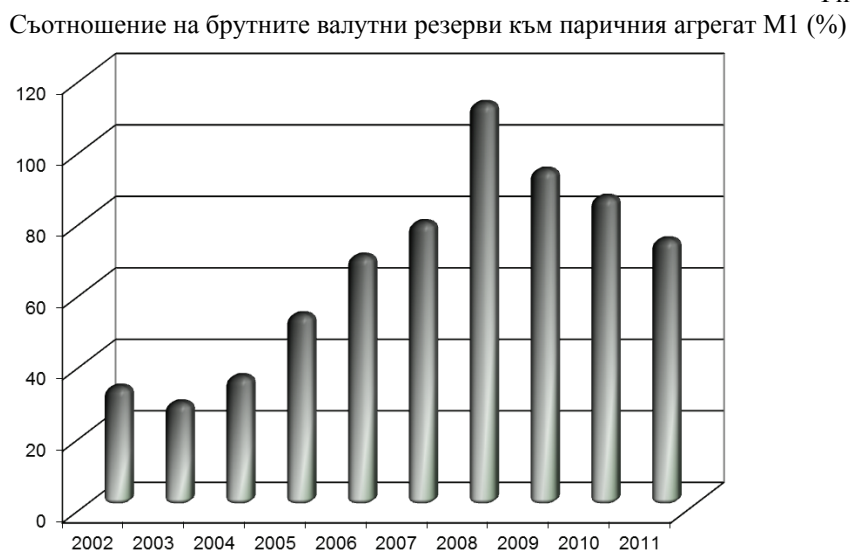
Важен критерий за стабилността на паричния съвет е и съотношението „краткосрочен брутен външен дълг/брутни валутни резерви” (БВР). Препоръчителните стойности на това съотношение са около 100%, т.е. международните валутни резерви трябва приблизително да покриват краткосрочния брутен външен дълг. Динамиката на този показател за периода 2002-2011 г. показва известно влошаване, като превишаването на границата от 100% през 2008 г. дава основание за тревога (фиг. 4). През 2009-2011 г. обаче съотношението се нормализира поради нарастване размера на БВР и спадане на размера на краткосрочния външен дълг. Намаляването на последния се дължи на спад на външното кредитиране поради глобалната финансова криза. Изискването brutните валутни резерви да покриват приблизително краткосрочния външен дълг е спазено през целия разглеждан период 2002-2011 г. с изключение на кризисната 2009 г. България изпълнява критерия за държавен дълг още през 2002 г. и поддържа ниски равнища на задлъжнялост на публичния сектор през анализирания период (Stoilova, 2007, p. 289).

Фигура 4



Като мерило за стабилността на паричния съвет могат да се използват и съотношенията на валутните резерви и паричните агрегати. Обезпечаването на паричния агрегат М1 (пари в обръщение + безсрочни депозити) с валутни резерви е основен принцип на паричния съвет и се смята за гаранция за неговата устойчивост. През периода 1997-2011 г. валутните резерви покриват с излишък паричния агрегат М1, което показва, че паричният съвет е стабилен (фиг. 5).

Фигура 5

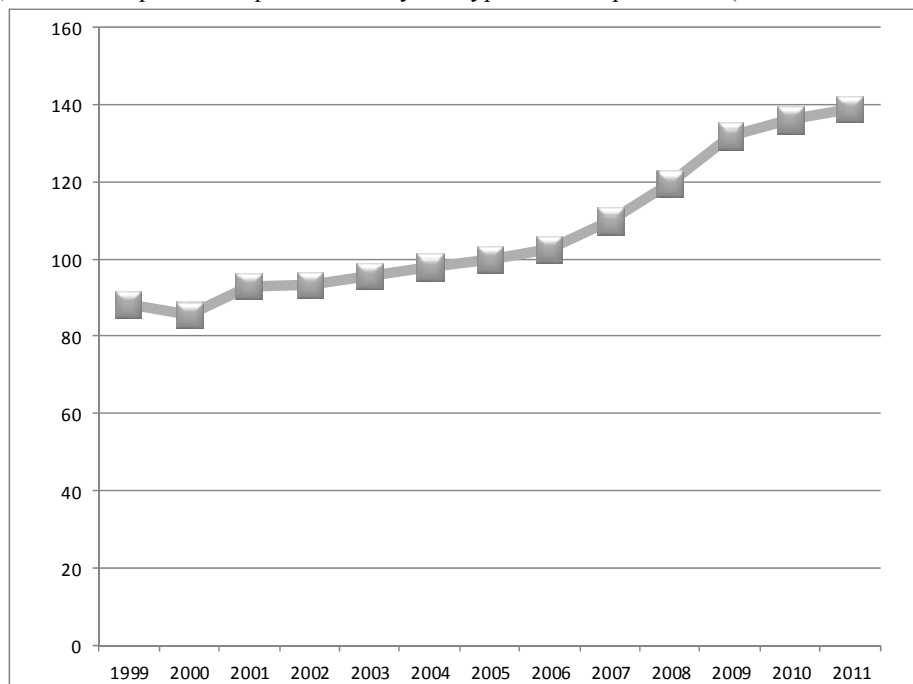


Анализът на индикаторите за стабилност на паричния съвет показва, че той е устойчив и не съществува основание за ускорено (преди 2015 г.) приемане на еврото.

7.2. Аргументи „за“ и „против“ запазването на паричния съвет до влизането на България в Еврозоната

Един аргумент против запазването на паричния съвет до момента на влизане в Еврозоната дава динамиката на реалния ефективен валутен курс на българския лев (РЕВК). Наблюдава се постоянен темп на растеж на РЕВК за 1999-2011 г., което означава влошаване на ценовата конкурентоспособност на националната икономика в резултат от фиксирането на номиналния курс на българския лев към еврото в условията на паричен съвет.

Фигура 6
Динамика на реалния ефективен валутен курс на българския лев (индекс 2005 = 100)



Могат да се посочат следните аргументи за запазване на паричния съвет до влизането на България в Еврозоната:

- Фиксираният валутен курс създава сигурност за стопанските агенти и стимулира търговските и финансовите потоци между България и Еврозоната, формирайки добра макросреда за икономически растеж и чуждестранни инвестиции.

- Паричният съвет стимулира финансова дисциплина и гарантира плавна сходимост на българското ценово равнище към европейското.

Ако паричният съвет бъде премахнат преди приемането на еврото и България премине към плаващ валутен курс, това може да доведе до спекулативни атаки срещу българския лев, до неговата обезценка и до поява на свързани с тази обезценка инфлационни процеси. Подобен сценарий би направил приемането на единната валута доста проблематично.

Заключение

При режим на фиксиран валутен курс не може да се провежда дискреционна парична политика, но дискреционна фискална политика е възможна. При такъв режим паричната политика не работи, но фискалната политика функционира. При свободно плаващ валутен курс ситуацията е коренно противоположна: паричната политика е ефективна, но паричната политика е неефективна.

Тези изводи за връзката между типа на валутнокурсния режим и инструментите на макроикономическата политика в малка отворена икономика имат важно значение за европейската икономическа интеграция (особено валутната). Валутнокурсната политика (изборът на валутнокурсен режим) предопределя ефективността на фискалната и монетарната политика. Членството във валутен съюз означава загуба на възможността да се провежда автономна (дискреционна) парична политика и запазване на ефективността на фискалната политика. Може да се заключи, че членството във валутен съюз до голяма степен наподобява режим на фиксиран валутен курс.

Изборът на валутнокурсен режим трябва да отчита следните фактори:

- особеностите на макроикономическите инструменти;
- спецификите на приспособяването на малката отворена икономика към външни шокове;
- нуждата от стабилност на валутния курс за стимулиране на международната търговия и международните икономически отношения;
- състоянието на платежния баланс.

Изборът на валутнокурсен режим има значение само ако валутният курс влияе върху реалните макроикономически променливи. Ако монетарната политика е неутрална не само в дълъг, но и в кратък срок, нейното значение ще се свежда единствено до въздействие върху инфлацията. В този случай реалният валутен курс би бил винаги на равновесното си равнище и поведението на номиналния валутен курс не би имало никакво влияние върху него. Изборът на валутнокурсен режим има значение до степента, в която парите не са неутрални в кратък период. Паричната политика може да въздейства върху реалните макроикономически променливи само ако цените и

заплатите не са достатъчно гъвкави – един чисто емпиричен въпрос, който не все още не е намерил своя еднозначен отговор въпреки множеството емпирични изследвания и който разделя икономистите още от времето на Кейнс.

Изборът на валутнокурсен режим представлява избор относно използването на инструментите на макроикономическата политика. Свободно плаващият валутен курс позволява автономна монетарна политика, но ограничава използването на фискалната политика. С нарастване на степента на фиксиране на валутния курс ефективността на паричната политика намалява, а тази на фискалната расте. При паричния съвет монетарната автономия изчезва напълно, а при отказа от собствена валута се губи и националната парична единица.

Изборът на валутнокурсен режим трябва да отчита спецификите на паричната и на фискалната политика като инструменти за макроикономическо регулиране.

Паричната политика може да бъде много полезен макроикономически инструмент, особено когато се използва за смекчаване на ефекта на външни и вътрешни шокове върху икономиката. Например при опасност от рецесия експанзивната парична политика може да стимулира икономическия растеж. Като с всеки един инструмент обаче с паричната политика също може да се злоупотребява, например за систематично финансиране на бюджетни дефицити с монетарни средства – изкушение, на което политиките трудно устояват. Изходът от подобна порочна проинфлационна практика може да бъде въвеждането на режим на фиксиран валутен курс. Наличието на автономия на централната банка при провеждането на паричната политика и на добри традиции в областта на централното банкерство е аргумент в подкрепа на плаващ валутнокурсен режим.

Фискалната политика също може да бъде полезен макроикономически инструмент, но между нея и паричната политика съществуват редица важни различия. Фискалната политика е силно политизирана, тъй като се осъществява от правителството с мандат, даден от парламента. Тя е пресечна точка на множество интереси – лични, групови и обществени, и затова непрекъснато е във фокуса на общественото внимание. Провеждането и/или внасянето на промени във фискалната политика е бавно и трудно, тъй като става с приемане и/или промяна на законови нормативни актове. Обществото е много по-чувствително към промените във фискалната, отколкото към тези в паричната политика. Подложено на обществен натиск, правителството може да се изкуши да провежда политика на хронични бюджетни дефицити, тъй като съкращаването на държавните разходи и увеличаването на данъците са традиционно непопулярни мерки. Склонността към злоупотреба с фискалната политика е аргумент в полза на въвеждане на плаващ валутен курс, тъй като при този валутнокурсен режим фискалната политика е неефективна.

Може да се направи извод, че предпочитанията към използването на определен макроикономически инструмент (парична или фискална политика) в значителна степен предопределят избора на валутнокурсен режим.

Изборът на валутнокурсен режим оказва влияние върху начина, по който една малка отворена икономика се приспособява към външни шокове, които могат да бъдат

монетарни (промяна в номинални променливи) или реални (промяна на реални променливи). Приспособяването на малка отворена икономика към външни монетарни и реални шокове при различни режими на валутен курс може да се анализира чрез модела IS-LM.

Пример за външен монетарен шок е покачването на световните лихвени проценти до равнища, превишаващи националните. Непосредствените ефекти от това са изтичане на капитал от страната и натиск за обезценка на местната валута. При плаващ валутен курс централната банка не се намесва на валутния пазар и кривата LM не променя своето положение. Спадът на курса на местната валута при равни други условия увеличава чистия износ и измества кривата IS надясно, което води до нарастване на БВП и лихвените проценти в страната, докато вътрешните лихвени проценти се изравняват с международните. При фиксиран валутен курс централната банка трябва да интервенира на валутния пазар, купувайки национална валута срещу чужда, за да защити фиксирания курс. Паричното предлагане спада, а кривата LM се измества наляво. БВП се понижава, а вътрешните лихвени проценти се покачват, докато се изравняват с международните.

Пример за външен реален шок е намаляване на световното търсене, което при равни други условия води до преместване на кривата IS наляво. Резултатът е рецесия и спад на вътрешните лихвени проценти под световните. Започва изтичане на капитал от страната и се създава натиск за обезценка на националната валута. При плаващ валутен курс спадът на курса на местната валута увеличава чистия износ и измества кривата IS надясно до първоначалната ѝ позиция, с което равновесието е възстановено. При фиксиран валутен курс централната банка купува национална валута, за да защити фиксирания курс, паричното предлагане намалява и кривата LM се измества наляво, докато националните лихвени проценти се изравняват със световните.

Относно външните монетарни шокове може да се направи изводът, че те влияят на малките отворени икономики при всякакъв валутнокурсен режим. Типът на валутнокурсния режим обаче предопределя вида на ефекта на външния монетарен шок върху БВП – положителен (икономически растеж) или отрицателен (икономическа рецесия).

Относно външните реални шокове може да се заключи, че те засягат малката отворена икономика при режим на фиксиран, но не и на плаващ валутен курс. Плаващият валутен курс изолира икономиката от външни реални шокове, а фиксираният – не.

Прекалено големите колебания на валутните курсове могат да бъдат разрушителни за международната търговия и международните икономически отношения. Стабилността на валутния курс стимулира стокообмена с чужбина и трансграничното движение на капиталови потоци с дългосрочен инвестиционен характер. Същевременно при големи изменения на валутния курс се наблюдава предимно движение на спекулативни капитали, което може да доведе до финансови и икономически кризи.

Състоянието на платежния баланс може да повлияе върху избора на режим на валутен курс.

При тенденция към формиране на устойчиви дефицити в платежния баланс е препоръчително да се избере режим на плаващ валутен курс, при който постигането на външно равновесие на икономиката става чрез обезценка на националната валута, а не чрез спад на БВП, както при режим на фиксиран валутен курс.

При наличие на трайни излишъци в платежния баланс (приток на капитал от чужбина) по-добрата опция е режимът на фиксиран валутен курс, при който паричното предлагане е функция на салдото в платежния баланс. Излишъкът в платежния баланс при фиксиран валутен курс води до нарастване на паричното предлагане и на БВП, докато при плаващ валутен курс би предизвикал повишаване на курса на националната валута и загуба на конкурентоспособност на националната икономика.

Предимствата и недостатъците на отделните валутнокурсни режими са широко дискутирани в специализираната литература (Baldwin and Wyplosz, 2004, p. 307-308; Krugman and Obstfeld, 2006, p. 517-524; McConnell, 1981, p. 847-855; Mishkin, 2007, p. 479-486; Христова-Балканска, 2003, с. 52-54; Минасян, 2004, с. 44-47; Младенов, 2009, с. 76-78; Савов, 1999, с. 325-330; Иванова, 2010, с. 372-375; Стоименов, 2011, с. 258-276).

Могат да се обобщят следните аргументи в подкрепа на избор на режим на плаващ валутен курс:

- При плаващ валутен курс икономиката по-лесно се приспособява към различни външни шокове.
- При плаващия валутен курс се запазва възможността за провеждане на автономна парична политика.
- При определяне на валутнокурсните съотношения от пазара се намалява възможността за провеждане на спекулативни атаки срещу националната валута.
- Плаващият валутен курс намалява склонността към формиране на бюджетни дефицити, тъй като ограничава ефективността на фискалната политика.

Могат да се изведат следните мотиви за избор на режим на фиксиран валутен курс:

- Стабилните валутни курсове поощряват международната търговия и инвестициите.
- Фиксираните валутни курсове ограничават дестабилизиращата частна валутна спекулация.
- Фиксираните валутни курсове способстват за налагане на дисциплина в областта на паричната политика.
- При фиксиран валутен курс се запазва възможността за провеждане на ефективна фискална политика.

Може да се заключи, че няма универсални предписания за избор на валутнокурсен режим. Този избор трябва да отчита спецификата на отделните икономики и времеви периоди, както и силните и слабите страни на различните валутнокурсни режими. Оптималният валутнокурсен режим може да варира във времето и по държави, т.е. да бъде различен за отделните икономики в различни периоди. Не съществуват никакви гаранции, че валутнокурсен режим, който е функционирал успешно в дадена страна през определен период, ще работи добре в друга държава и/или период.

Видът на валутнокурсния режим има специфично проявление върху желаните макроикономически въздействия в НСЧ. В страните с фиксиран валутен курс фискалните и монетарни мерки са ограничени от нуждата да се поддържа стабилността на националната парична единица. В държави, провеждащи политика на таргетиране на инфлацията, например Румъния и Унгария, спадът в лихвените проценти е лимитиран от ликвидните проблеми на междубанковия пазар и от високото равнище на инфлацията в тях в началото на кризата.

Полша, Чехия и Унгария все още използват валутния курс като средство за противодействие срещу външни шокове. Въпреки че тези страни покриват критериите за оптималност на една валутна зона, те срещат проблем с покриването на Маастрихтските критерии.

Паричният съвет представлява строга форма на фиксиран валутен курс, при която монетарната политика не работи и при която единственият функциониращ макроикономически инструмент е фискалната политика. Особеностите на макроикономическото управление при паричен съвет до голяма степен напомнят членството във валутна зона – липса на автономна национална парична политика и реално функционираща фискална политика, намираща се все още под контрола на националните държави (въпреки че дълговата криза в Еврозоната се очаква да донесе известно прехвърляне на фискални компетенции от национално към общностно управленско равнище).

Използвана литература

- Baldwin, R. and Wyplosz, C. (2004). *The Economics of European Integration*. McGraw Hill.
- Krugman, P. and Obstfeld, M. (2006). *International Economics: Theory and Policy*. Pearson Education.
- McConnell, C. R. (1981). *Economics: Principals, Problems and Policies*. McGraw-Hill Book Company.
- Mishkin, F. (2007). *The Economics of Money, Banking and Financial Markets*. Pearson Education.
- Patonov, N. (2013). Decentralization of public spending and economic growth: An Empirical study on the European Union. – *Medzinarodne vzťahy (Journal of International Relations)*, Vol. 11/4, p. 5-15.
- Samuelson, P. and Nordhouse, W. (2005). *Economics*. 11th ed., McGraw-Hill, New York, p. 205.
- Stiglitz, J. (1997). *Principles of Macroeconomics*. W. W. Norton and Company Inc., NY.
- Stoilova, D. (2007). *Fostering Local Development in Bulgaria: The Need of Fiscal Decentralisation*. – In: *Local Innovations for Growth in Central and Eastern Europe*. OECD Publishing, p. 277-292.

- Stoilova, D. and Patonov, N. (2012). Fiscal Decentralization: Is It a Good Choice for the Small New Member States of the EU? – Scientific Annals of the 'Alexandru Ioan Cuza' University of Iasi, v. LIX, (1), p. 125-137.
- Todorov, I. (2012). The Euro Area Membership of Bulgaria in the Context of the Debt Crisis. – Journal of International Relations 3/2012, Vol. X, ISSN 1336-1562.
- Иванова, В. (2010). Валутен пазар. В: Макроикономика. Стопанство, София.
- Масларов, С. (1998). Валута и международни финанси. Princeps, София.
- Минасян, Г. (2004). Пътят към евро: опитът на страните от Източна Европа с паричен съвет.
- Минасян, Г. (2008). Финансово програмиране. Класика и стил, София.
- Минасян, Г. (2010). Проектиране на макроикономическите пропорции. ГорексПрес, София.
- Младенов, М. (2009). Пари, банки, кредит. Тракия-М, София.
- Николов, Ч. (2009). Глобална икономика. БОН, Благоевград, с. 102.
- Николов, Ч. (2010). Фискална политика. – В: Публични финанси. Бон, Благоевград.
- Савов, Ст. (1999). Макроикономика. Тракия-М, София.
- Спасов, Тр. (2010а). Макроикономически приоритети и измерители. – В: Макроикономика. Стопанство, София.
- Спасов, Тр. (2010б). Фискална политика. – В: Макроикономика. Стопанство, София.
- Стоиленов, М. (2011). Международни финанси. Тракия-М, София.
- Тодоров, Ив. (2013). Българският паричен съвет в контекста на бъдещото членство на България в еврозоната. – Икономически и социални алтернативи. N 3.
- Трифенова, В. (2010). Парична политика. – В: Макроикономика, Университетско издателство "Стопанство", София.
- Трифенова, В. (2012). Паричен икономикс. Издателски комплекс – УНСС, София.
- Христова-Балканска, И. (2003). Международни финанси. НЕКСТ, София.