

ПАРИЧНА ДИНАМИКА И ИКОНОМИЧЕСКА АКТИВНОСТ

Направен е опит за анализиране на развитието и на различните проявления на финансово-икономическата криза в България, въз основа на който са изведени препоръчителни макроикономически политики. Ликвидната криза налага чувствителни рестрикции и спъва икономическия растеж. Във връзка с това очакванията все повече се насочват към възможностите на БНБ за нейното притъпяване, както безусловно и към правителството за повишаване на атрактивността на страната като инвестиционна дестинация.

JEL: O11; E52; E58; E65

Действащата световна финансово-икономическа криза стартира по различен начин в отделните страни. През 2008 г. и началото на 2009 г. в България не се забелязваше ликвидна криза. Прегряването на икономиката беше безспорно, но притокът на външен капитал притъпяваше неблагоприятните ефекти. Правителството не съумя да оцени правилно възможните рискове от неадекватно макроикономическо управление. ЕС отчете нарастване на корупционните практики в страната и преустанови отпускането на планираните грантове. Стадното поведение на външните инвеститори доведе до рязко отдръпване на чуждестранни инвестиции и България постепенно навлезе в задълбочаваща се ликвидна криза. При такава ситуация на дневен ред излиза въпросът за вида и характера на макроикономическото управление, още повече в условията на действащ паричен съвет.

Теоретични основания

Количествената теория на парите постулира зависимост между три основни макроикономически показателя - темп на прираст на паричното обращение, темп на прираст на БВП и инфлация. Централната банка има възможност да регулира номиналното парично обращение и чрез прилаганата от нея парична политика да контролира икономическите процеси в страната – най-вече инфлацията, както и цялостната икономическа активност.

Наличието на подобна зависимост стои в основата на поведението на водещите централни банки в света (FED, ECB), особено в състояние на изживяваната от света финансова и икономическа криза в края на първата декада на XX век. Като противодействие на рецесионното напрежение водещите централни банки облекчават рефинансирането на банковата система със свежи финансови ресурси – чрез съзнателно и целенасочено намаление на собствените си лихвени проценти, т.е. на цената на предоставяни на търговските банки (ТБ) финансови ресурси. Отслабва се паричната рестрикция, на паричния пазар циркулират повече финансови ресурси все с една и съща цел – да се противодейства на финансово-икономическата депресия и да се създадат благоприятни условия за стимулиране на инвестиционната активност, респ. на икономическия растеж.

Практиката показва, че въздействията в двете посоки не са еквивалентни – засилването на паричната рестрикция (свиването на паричното обращение) се отразява по-пряко и по-непосредствено върху протичането на икономическите процеси, докато резултатите от отпускането на паричната рестрикция не се оценяват еднозначно.

Намирането на подходящ баланс между ценова стабилност, от една страна, и икономически растеж, от друга, е елемент от изкуството на централното банкиране. ЕЦБ използва възможността за преливане и балансиране на въздействията върху инфлация (таргетиране) и икономически растеж с оглед на акцентирание върху актуалната за момента необходимост и поема съответната отговорност.

Съвременната финансово-икономическа криза показва, че балансът между инвестиционна активност и икономически растеж (икономическа рецесия) е елемент от изкуство от по-висока класа - на макроикономическото управление в неговата цялост.

Парична рестрикция и паралелни проявления

За периода от 1998 г. до есента на 2008 г. номиналното парично обращение у нас се вписва в устойчивата възходяща динамика (фиг. 1) напълно в съответствие с изискванията за постъпателно икономическо развитие и компенсиране на цялостното финансово-икономическо изоставане на страната спрямо европейското.¹ Оттам нататък се отбелязва също толкова ярко изразен тренд на последователно свиване на номиналното парично обращение, което логично се свързва с икономическата рецесия. В реални измерения свиването на паричното обращение е много по-релефно очертано (фиг. 2) – средногодишният реален темп на прираст на паричното обращение за 2008 г. е 3.1%, докато същият темп за следващата 2009 г. е вече минус 6.9%. Относително добрата новина е, че за първите четири месеца на 2010 г. се наблюдава последователно забавяне на редуцията на паричното обращение.

Последствията от свиването на паричното обращение се проявяват по различен начин и в различни сфери.

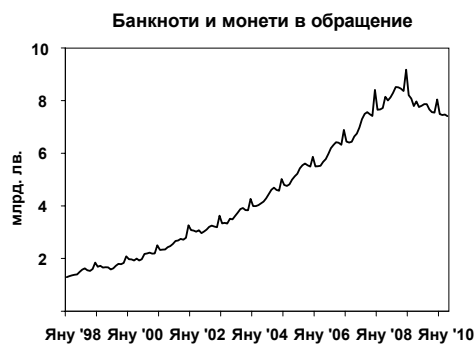
Паричното обращение корелира пряко с динамиката на основни макроикономически показатели.

БВП се редуцира за първи път от 1997 г. насам, и то с чувствителните 5% (2009 г., фиг. 3). Промисленото производство се срина през втората половина на 2008 г. с повече от 30%, макар че в следващите 14 месеца съумя да съхрани намаленото си равнище (фиг. 4). Много по-зле (но очаквано) е състоянието в строителния сектор, където стартиралата в средата на 2008 г. рецесия продължава през 2009 и 2010 г. с ненамаляваща сила (фиг. 5). За година и половина строителната продукция е спаднала с повече от 40%, но е вероятно в близките месеци да се оттласне от дъното.

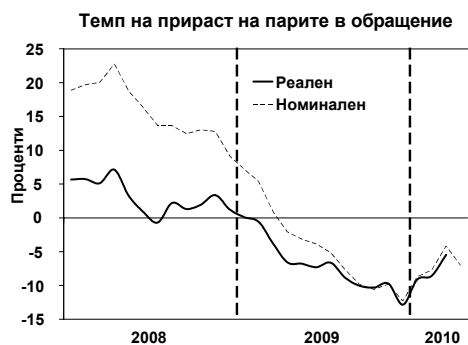
¹ Ползваната информация в целия материал е от официални публикации (вкл. и в Интернет) на БНБ и НСИ. При всеки друг случай информационният източник е изрично указан.

Парична динамика и икономическа активност

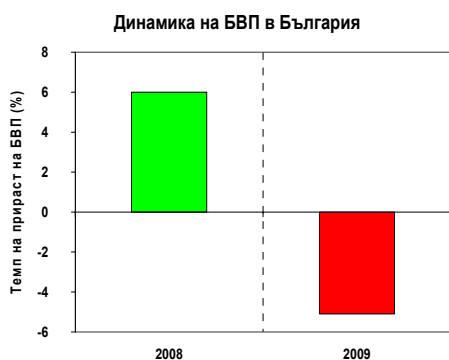
Фигура 1



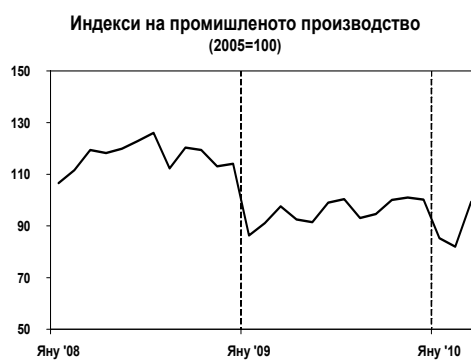
Фигура 2



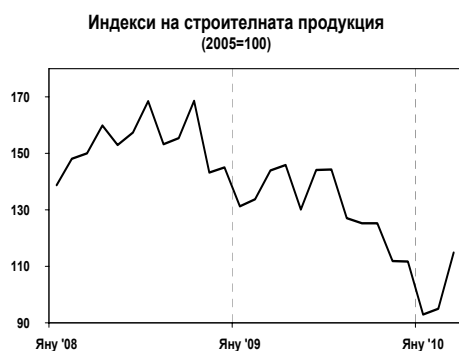
Фигура 3



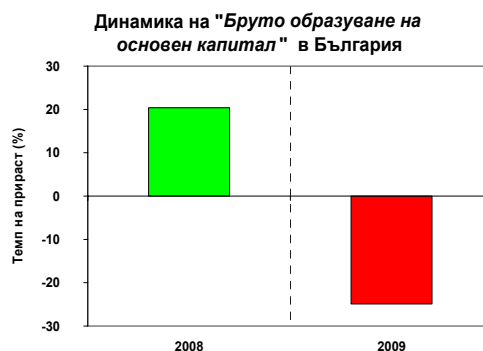
Фигура 4



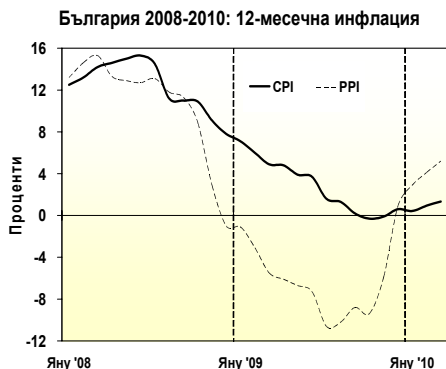
Фигура 5



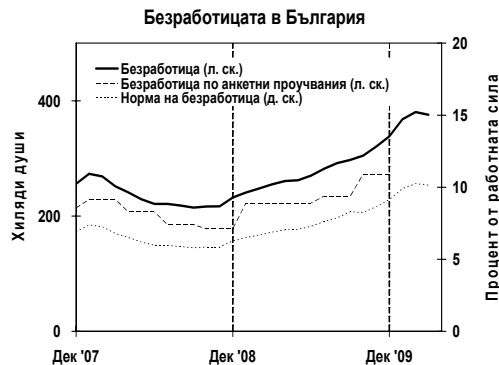
Фигура 6



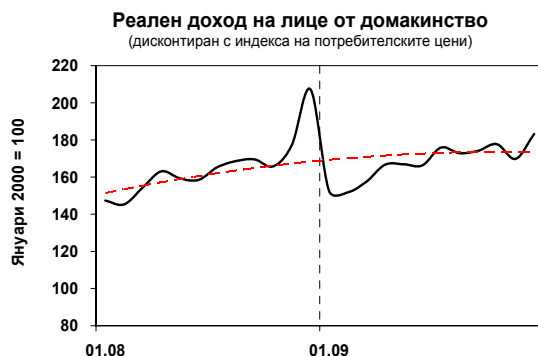
Фигура 7



Фигура 8



Фигура 9



Драматично е положението при инвестициите – докато през 2008 г. брутното образуване на основен капитал нараства с над една пета спрямо предходната година, през 2009 г. то се редуцира с почти една четвърт (фиг. 6). И това при условие, че българската икономика изпитва безусловна и ярко изразена необходимост от генерално технологично обновление.

Индексът на потребителските цени (CPI) потъна до критично ниски стойности и навлезе в небезпроблемна дефлационна зона (фиг. 7), където започна да затормозява икономическото възстановяване. Принос за подобно развитие даде и драматичният спад на цените на производител (PPI) основно поради редукция на търсенето на суровини и материали на международните стокови пазари, т.е. вследствие на външно влияние. До есента на 2009 г. ножицата между цените на потребител, от една страна, и цените на производител, от друга, облекчаваше напрежението във финансовите структури на производството, но по-късно ситуацията се промени. От есента на 2009 г. се наблюдава възстановяване равнището на цените на производител, което вече оказва

осезаем натиск за рационализиране на структурата на производствените разходи.

Безработицата пое твърдо нагоре, без да отразява традиционното за пазарните икономики сезонно (лятно) увеличение на заетостта (фиг. 8). Прирастът на безработицата се задържа от *“разтварящата се ножица”* между индекса на потребителски цени (CPI) и индекса на цените на производител, което позволяваше на производителите да реструктурират разходните си структури при трансформация на заетостта. Този преходен период видимо приключи, поради което и натискът върху заетостта започна да се чувства по-осезателно. Все пак през март 2010 г. се почувства слабо отпускане на примката на безработицата, което може и да бъде начало на възстановяването на икономическата динамика. Макроикономическото управление би трябвало да се съобразява с тези особености.

Показателно е, че кривата на фиг. 8, която оценява безработицата в съответствие с периодичните статистически репрезентативни анкетни проучвания, е разположена под кривата на официално регистрираната безработица. Населението все пак съумява да намери някаква заетост в трудни времена, която обаче остава нерегистрирана. Тя допринася по определен начин за притъпяване на влиянието на финансовата криза върху населението.

Страната избягна масови социални вълнения основно поради краткосрочното действие на вградени в икономиката автоматични стабилизатори. Неявни преразпределителни ефекти съумяха да задържат спада на реалните доходи на човек от домакинство на поносимо равнище (фиг. 9). Този феномен съществува, той е трудно обясним логически, въпреки че се е проявявал в нашата практика в обратен контекст. Така в близкото минало БВП поддържаха ежегоден реален прираст от 5-6%, докато реалните доходи на човек от домакинство растяха примерно с два пъти по-ниска скорост.

През цялата 2009 г. икономиката инкасира негативни ефекти и вътрешното напрежение нарастваше. Предпоставките за подобно развитие се зародиха и се развиха в предходните години, но се разгърнаха през 2009 г. Началото на икономическата 2010 г. остава проблемна.

В условията на паричен съвет свиването на паричното обращение има своите обяснения, но не е независимо от спецификата на макроикономическото управление.

Банково посредничество

Кредитна експанзия

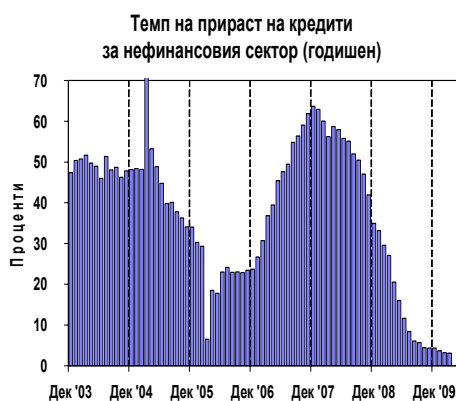
Кредитната еуфория в годините преди кризата съдейства за възникването на проблемите. Непосредствено след приключване на приватизацията на банковия сектор новият банков мениджмънт прецени, че условията за кредитна експанзия у нас са благоприятни и перспективни и предполагат правенето на добри пари. Европейската перспектива на страната беше основната предпоставка за такива очаквания. Кредитната активност последователно нарасна и през 2004-

2005 г. се установи на равнище от около 50% годишен прираст. Подобна динамика криеше своите немалки рискове предвид съдържания годишен прираст на БВП (5-6%). БНБ оцени потенциалната опасност и през пролетта на 2006 г. предприе необходимите рестриктивни мерки за охлаждане на кредитната активност. Пазарът реагира положително и към средата на 2006 г. прирастът на кредитите за нефинансовия сектор се стабилизира на целевото равнище от 25% (фиг. 10).

Малко прибързано БНБ реши, че кредитният пазар е трайно успокоен и през втората половина на 2006 г. премагна кредитните рестрикции. Отговорът на пазара не закъсна – кредитната еуфория се развихри и до края на 2007 г. достигна и прехвърли фантастичните 60% темпове на прираст на годишна основа. Лъвският пай от раздаващите се кредити отиваше в строителството и в бизнес-услугите. БНБ закъсна със своите регулативни мерки и видимо не съумя да ги дозира правилно. През септември 2007 г. задължителните минимални резерви (ЗМР) бяха повишени от 8 на 12%, но този път пазарът не реагира, а БНБ остана безучастен наблюдател. Обяснението може да се открие в непрестанната кредитна надпревара на ТБ, чиито печалби изглеждаха непрекъсващи (фиг. 11) и повишаваха неимоверно печалбарските апетити на банковия мениджмънт и на банковите акционери. Регулациите на БНБ се оказаха недостатъчно адекватни и твърди.

През 2008 г. започнаха да се проявяват кълновете на настъпващата финансова криза. Кредитирането продължи да расте много повече по инерция и подкрепяно от вярата на bankerите, че позитивният тренд не би могъл да се срине току така (фиг. 12). Започна обаче да заяжда механизмът на връщане на непрестанно раздадените банкови кредити. През последното тримесечие на 2008 г. се изясни окончателно, че финансовата криза е неизбежна и кредитирането постепенно затихна.

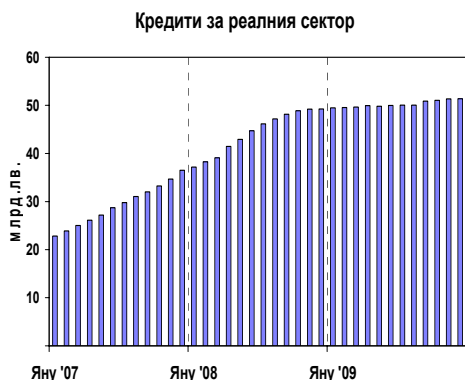
Фигура 10



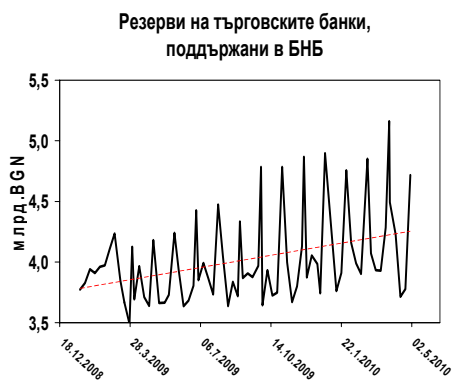
Фигура 11



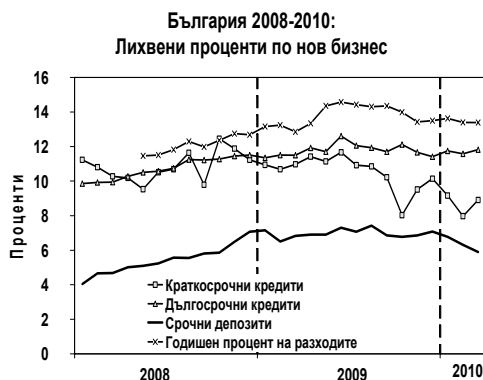
Фигура 12



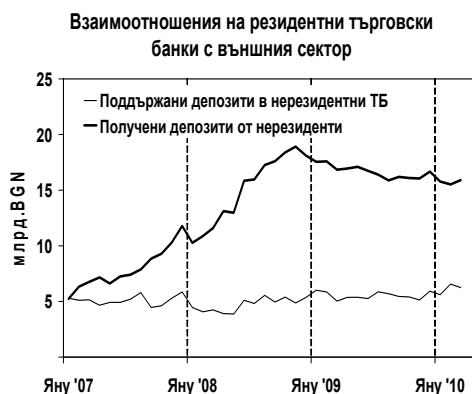
Фигура 14



Фигура 13



Фигура 15



Отново с известно закъснение БНБ намали паричната рестрикция, като свали процента на ЗМР с два пункта от 1 декември 2008 г. Бяха въведени и допълнителни съпътстващи облекчения при поддържането на тези резерви. Подобни мерки обаче се оказаха недостатъчни за поддържане на приемлива кредитна активност и за предотвратяване на катастрофалния спад на инвестиционната активност (фиг. 6).

През цялата 2009 и началото на 2010 г. БНБ не направи нищо за регулиране на кредитната активност.

Ликвидни затруднения

ТБ видимо чувстват ликвидни трудности. Средногодишната доходност на срочните левови депозити в началото на 2008 г. беше около 4% и през следващите 18-20 месеца се повиши почти до 7% (фиг. 13). При фиксираното незначително инфлационно равнище депозантите реализираха близо 7% ре-

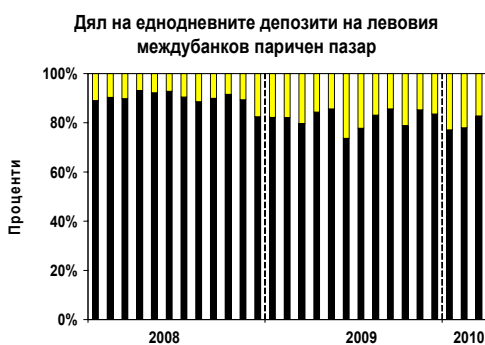
лен годишен доход, който нямаше алтернатива в създадената ситуация. Ударно раздадените кредити през предходните години забавиха чувствително своя обратен ход към източниците на кредита и ТБ почувстваха необходимост от свежи финансови ресурси за запълване на създаващия се ликвиден вакуум. При пасивното поведение на БНБ вътрешният депозитен пазар се оформи като единствен източник на свежи финансови ресурси.

Задълбочаващите се ликвидни затруднения на ТБ могат да се проследят отчетливо от седмичната динамика на резервите, които те са длъжни да поддържат в БНБ (фиг. 14). Чл. 11 на Наредба №21 на БНБ позволява на ТБ "... да ползват без ограничение наличностите по своите сметки при БНБ, по които се отчитат задължителните минимални резерви, през време на периода на поддържане ..." (ал. 3), като "в случай че банка ползва над 50% от левовата равностойност на изискуемите задължителни минимални резерви по сметките си в БНБ, тя заплаща на БНБ лихва в левове върху горницата над 50% за всеки ден на ползване в размер, определен съгласно приета от Управителния съвет на БНБ методика" (ал. 4).

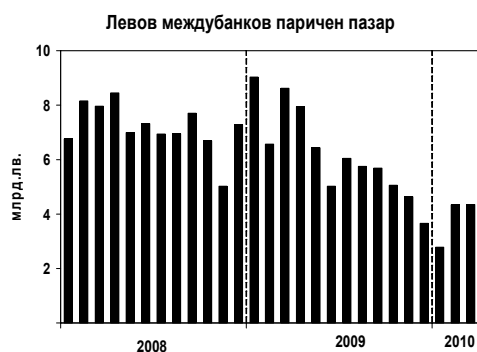
Периодичните пикове на фиг. 14 съответстват на величината на резервите в края на отчетния месец, когато ТБ са длъжни да компенсират ползването на собствените си резерви през месеца. Непосредствено след отчитането в края на месеца започва масирано теглене на резерви и този цикъл се повтаря с нарастваща амплитуда. През последните месеци на 2009 г. и началото на 2010 г. разликата между максимума и минимума на резервите в рамките на месеца достига и прехвърля един милиард лева!

На фона на проявленията на ликвидните затруднения на ТБ изглежда нелогично лихвите на левовия междубанков паричен пазар, които формират основния лихвен процент към края на първата декада на XXI век, да паднат на равнища от под половин процент (основният лихвен процент за март-май 2010 г. е 0.18!). Обяснението е в съдържанието на левовия междубанков паричен пазар.

Фигура 16



Фигура 17



Преобладаващата част от предлаганите на този пазар депозити са с едnodневен матуритет (overnight, фиг. 16). Принос за поддържането на такава матуритетна структура дава съществуващото недоверие между отделните ТБ като следствие от протичащите кризисни явления. Ситуацията невинаги е била такава – например през 1999 г. едnodневните депозити формират 42% от всички депозити на левовия междубанков паричен пазар, а през 2002-2005 г. – около три четвърти. По това време и по-късно този пазар се използва от ТБ за решаване на текущи проблеми с ликвидността – заемат се средства с матуритет предимно от три дни, максимум до една седмица. По това време и интензивността на паричния пазар е по-висока.

Не от такъв тип финансови ресурси имат нужда ТБ към края на първите 10 години на XXI век. Ликвидните проблеми на ТБ през 2009-2010 г. са от качествено различен характер – те се нуждаят от дългосрочно финансиране. Това е и причината ТБ да привличат усилено срочни депозити на вътрешния депозитен пазар (с матуритет от 3-6 месеца и повече) и да са готови да платят за това немалко. Показателно е също, че търгуваните обеми на левовия междубанков паричен пазар намаляват (фиг. 17), т.е. търсенето на едnodневни депозити се понижава. Оттук идва и спадът на индекса LEONIA, респ. на основния лихвен процент, който в конкретния случай не изпълнява никакви управленски функции.

Резултатите от едностранните усилия на ТБ за преодоляване на собствените си ликвидни затруднения са нееднозначни. Чрез предлаганата висока доходност на срочните депозити ТБ съумяват да концентрират голяма част от свободната парична маса. Намалява напрежението на паричния пазар, вътрешният валутен пазар функционира без съществени сътресения (стабилен паричен съвет), липсата на свободни парични ресурси потиска инфлацията (дори повече от необходимото). Високата доходност задържа и чуждестранния банков капитал в страната. В началото на 2007 г. депозитите на нерезиденти в българските търговски банки (по същество депозити на задграничните собственици на резидентните български ТБ) се оценяват на около 5 млрд. лв. и достигат своя максимум от 19 млрд. лв. към ноември 2008 г. (т.е. 6% средномесечен прираст в рамките на 22 месеца!). Ако този капитал (почти 30% от БВП, фиг. 15) беше напуснал страната поради финансовата криза, последствията щяха да бъдат много тежки. От края на 2008 г. се фиксира известно изтегляне на чуждестранен банков капитал, но то може да се оцени като не особено съществено (към март 2010 г. депозитите на нерезиденти намаляват до около 16 млрд. лв.).

Високите лихви по депозитите тласкат нагоре лихвите по новоотпусканите кредити (фиг. 13). Не е възможно да бъде по-различно. Кредитополучателите изпадат в незавидна ситуация, а потенциалните нови кредитополучатели са принудени да се въздържат от нови кредитни емисии. Последствията рефлексират върху инвестиционната активност и задълбочават икономическата рецесия.

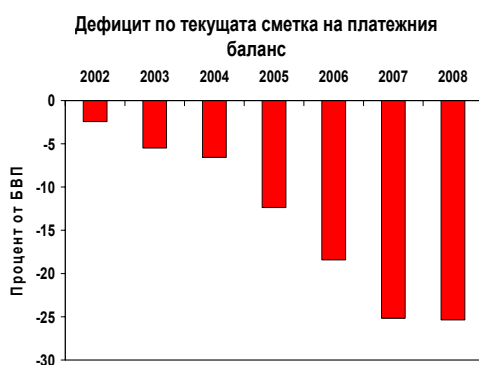
Правителствена финансова политика

В условията на паричен съвет въздействие върху паричното обращение оказва и политиката на правителството, по-специално бюджетната. Паричната политика престава да бъде монопол единствено на БНБ, но при всички случаи е редно да се осъществява под нейния контрол. Далеч не винаги осъзнавано, правителството предприема действия, които въздействат върху паричното обращение с недостатъчно ангажирано проектиране на всевъзможните последиствия по целия фронт на финансово-икономическите процеси.

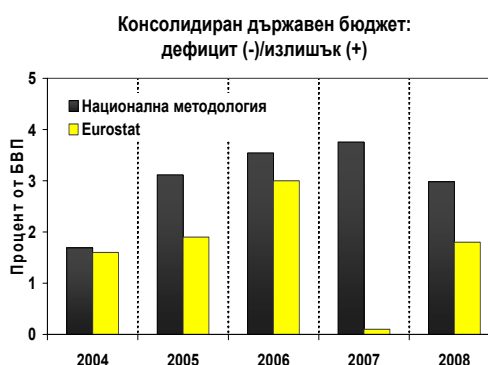
Недопускане на двоен дефицит

Проблем за макроикономическото управление до 2008 г. беше трудно контролируемото нарастване на дефицита по текущата сметка на платежния баланс (фиг. 18). Този процес е присъщ на страните с действащ паричен съвет, но у нас се проявяваше много по-силно. През 2007-2008 г. например повече от една четвърт от БВП напускаше страната по линия на текущите разплащания! БНБ не разполагаше с инструменти за стерилизиране на нарастващата парична маса, поради което правителството трябваше да се придържа към рестриктивна бюджетна политика.

Фигура 18



Фигура 19



Икономическата теория препоръчва да се избягва поддържането на т. нар. двоен дефицит (twin deficit) – едновременно на текущата сметка на платежния баланс и на държавния бюджет, още повече, когато единият от дефицитите е съществено висок. Такава беше ситуацията у нас с дефицита по текущата сметка. Правителствата се съобразяваха с тази препоръка и поддържаха излишък в държавния бюджет (фиг. 19).² В резултат държавният дълг

² Неприятен момент, свързан със статистиката на държавния бюджет, е все още поддържаното различие между т. нар. национална методология, от една страна, и възприетата на международно равнище (ЕС) методология, от друга. В резултат нерядко официално лансираните данни за състоянието на държавния бюджет се разминават чувствително с международните оценки.

намаляваше, а фискалният резерв се увеличаваше. Чрез бюджетната си политика правителството изземваше парична маса от обращение и попълваше фискалния резерв, който се поддържаше в БНБ (извън паричното обращение). По такъв начин се редуцираше натискът върху външноплатежните структури, респ. върху текущата сметка на платежния баланс.

След 2008 г. картината се промени. Дефицитът на текущата сметка през 2009 г. (по предварителни данни) намаля до 9.4% от БВП, което вече не изглеждаше толкова застрашително и дори се вписваше в общия европейски контекст. Логично беше да се промени и концепцията за бюджетния дефицит в съответствие с променените обстоятелства, което обаче се извърши много повече хаотично, отколкото целенасочено.

Фискален резерв

Той е създаден в съответствие с договореностите с МВФ при въвеждането на паричен съвет за гарантиране на плащанията по държавния външен дълг. Обхватът на съставките и методиката на пресмятане са определени от Министерството на финансите. В съответствие с предварителните уговорки величината на фискалния резерв трябва да бъде не по-малка от средногодишните плащания по държавния (правителствен) външен дълг. Оперативно долната граница на фискалния резерв се определя в съответния Закон за държавния бюджет. В § 6 на Преходните и заключителни разпоредби на Закона за държавния бюджет за 2010 г. (ДВ, бр. 99, 15.12.2009 г.) се фиксира долна граница на фискалния резерв за 2010 г. – 6.3 млрд. лв. Към февруари-март 2010 г. този резерв се доближи плътно до законово определената долна граница (с превишение от по-малко от 1%).

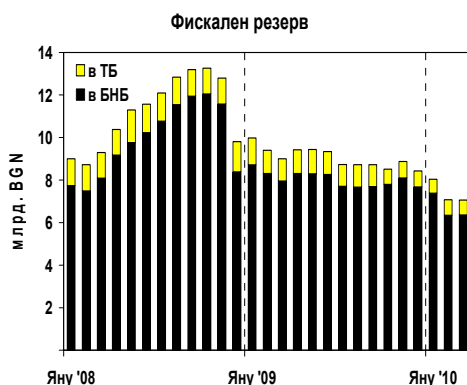
Фискалният резерв включва наличните средства в BGN и чуждестранна валута по сметките на централния бюджет, бюджетите на министерствата и ведомствата, областните администрации, НОИ, НЗОК, съдебна власт, Сметната палата, общините и извънбюджетните сметки и фондове. Той включва и високоликвидни външни активи на правителството, например получени кредити от МВФ, постъпления от емитирани глобални и други облигации в чуждестранна валута, приходи от приватизацията на държавни финансови и нефинансови предприятия. Величината на фискалния резерв зависи от бюджетните приходи и разходи, емитираните външни и вътрешни заеми, извършените плащания към външни и вътрешни кредитори.

Към 31.12.2009 г. от общия размер на фискалния резерв от 7.7 млрд.лв. малко повече от 1 млрд. лв. (13%) са средства на социалноосигурителните фондове, с които правителството не би трябвало да оперира.

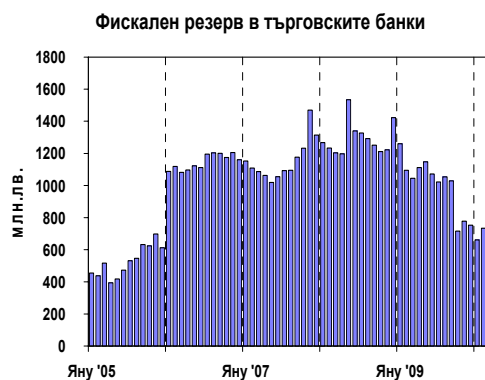
Не е допустимо средствата от резерва да се използват от правителството по целесъобразност или по усмотрение. В Закона за устройството на държавния бюджет изрично е записано (чл. 3, ал.3), че *“излишъкът по държавния бюджет се използва за погасяване на дългове или се предвижда като резерв за неотложни непредвидени разходи”*. Въпреки това обаче пра-

вительството си позволява изразходване на акумулирани във фискалния резерв средства по свое собствено дискреционно решение.

Фигура 20



Фигура 21



Фискалният резерв нарастваше устойчиво от средно равнище от около 5 млрд. лв. през 2003-2005 г. до (максимума) над 12 млрд. лв. през октомври 2008 г. (фиг. 20). През последните месеци на 2008 г. правителството изразходва 3.7 млрд. лв. по програми за противодействие на финансовата криза, голяма част от които остават все още недостатъчно добре обяснени и мотивирани. Тези пари се вляха в паричното обращение тогава, когато БНБ продължаваше да упражнява рестриктивна парична политика, т.е. желаната и необходимата координация между БНБ и Министерството на финансите остана неосъществена.

Проблем, който на два пъти прикова вниманието на финансовите анализатори през последните четири години, беше обемът на разполагаемите от правителството финансови ресурси, който се поддържа в ТБ (а не в БНБ). През 2004 г. по инициатива на тогавашния министър на финансите М. Велчев 250 млн. EUR от фискалния резерв бяха изтеглени от БНБ и инвестирани в ТБ във вид на депозити (фиг. 21) с оглед осигуряване на по-висок доход за държавния бюджет. Остана недообмислен фактът, че по такъв начин нараства паричното обращение, т.е. провежда се определена парична политика без осмисляне на възможните последствия. През същата година беше замислено държавният бюджет да реализира (и реализира) излишък от 330 млн. EUR, т.е. от една страна, чрез бюджета се намаляваше паричното обращение, а от друга, чрез предоставянето на депозит в ТБ то се увеличаваше. Така се обезсмисляше идеята за поддържането на бюджетен излишък - намаляване на паричното обращение с оглед редукция на натиска върху текущата сметка на платежния баланс.

Под натиска на БНБ Министерството на финансите се отказа от идеята си, въпреки че малко по-късно все пак около 1.2 млрд. лв. бяха прехвърлени в

ТБ (фиг. 21). Пет години по-късно, през есента на 2009 г., отново по предложение на министъра на финансите (този път С. Дянков) беше възродена същата идея. Тя набързо претърпя фиаско след активното противодействие на управата на БНБ, но в началото на 2010 г. все пак беше официално обявено, че Министерството на финансите ще депозира част от фискалния резерв в ТБ за осигуряването на по-висок доход. Подробностите останаха неизяснени.

Въпросът с фискалния резерв има многостранни проявления. На 15.01.2013 г. е падежът на глобалните ни облигации на стойност 818.5 млн. EUR. Две години по-късно (15.01.2015 г.) е падежът на следващата емисия глобални облигации на стойност 1086.4 млн. USD. По действащия към април 2010 г. валутен курс това прави близо 3.2 млрд. лв. Тези парични средства ще трябва да се осигурят от фискалния резерв, по-специално от разполагаемите от централното правителство финансови резерви.

Междувременно остава неясно по какъв начин ще се променят вътрешните социално-икономически условия през следващите 4-5 години и дали и доколко правителството ще има възможност да акумулира нови финансови ресурси. Брутните валутни резерви са на достатъчно високо равнище (около 23 млрд. лв. към април 2010 г.), но правителството разполага само с тази част от тях, която съответства на неговия депозит в БНБ (пасива на баланса на управление "Емисионно", т.е. около 85% от фискалния резерв). Междувременно източниците за попълване на фискалния резерв последователно се изчерпват.

Чуждестранни инвестиции

Основна грижа на правителството би трябвало да бъде възстановяването на интереса на чуждестранните инвеститори към България. Страната се превърна в атрактивна дестинация за тях непосредствено преди и след включването ни в ЕС (фиг. 22). Перспективата за интегриране в европейските икономически структури при императивно действащи европейски канони на вътрешно управленско поведение звучеше примамливо и привлекателно. Стопирането на европейските грантове през 2008 г. поради установена корупция в правителствени кръгове обаче подежда отрезвяващо и инвеститорите свиха рязко активността си. Именно чуждестранният капитал стоеше в основата на вътрешната парична експанзия през предходните години и неговото отдръпване обяснява в решаваща степен и свиването на паричното обращение с всички произтичащи от това негативни последствия.

Отдръпването на чуждестранните инвеститори корелира с чувствителното подобрение на дефицита по текущата сметка на платежния баланс. Лошата новина е, че финансовата и капиталова сметка се редуцираха още повече и в крайна сметка платежният баланс регистрира общ дефицит (фиг. 23) – за пръв път от 1998 г. насам. Неблагоприятното явление продължи с нарастваща сила и в началото на 2010 г. – за първите четири месеца общият дефи-

цит на платежния баланс се оценява (по предварителни данни) на повече от 1 млрд. EUR (при дефицит за цялата 2009 г. от 650 млн. EUR!). Този дефицит се финансира от brutните валутни резерви. Такава ситуация би могла да съществува в краткосрочен план, но не и в дългосрочен. Това поставя на изпитание безпроблемното функциониране на паричния съвет.

Фигура 22



Фигура 23



Преодоляването на очертаната неблагоприятна ситуация в платежния баланс при действието на паричния съвет може (и трябва) да стане по два начина. *Първо*, чрез още по-голямо намаляване на дефицита по текущата сметка, което може да се реализира чрез стимулиране и експанзия на вътрешното експортно производство (т.е. повишаване на вътрешната инвестиционна и икономическа активност), *и/или второ*, чрез увеличаване на капиталовата и финансовата сметка, което може да се осъществи чрез активното усвояване и използване на европейските фондове, както и чрез възстановяване на интереса на чуждестранните инвеститори. И двете възможности опират до ефективно провеждана вътрешна макроикономическа политика.

Макроикономическото управление е призвано да подобри вътрешните социално-икономически условия и да върне чуждестранните инвеститори в България. Всички инвеститори са заинтересувани от наличието на стабилни социално-икономически условия в перспектива, но нямат достатъчно компетентен цялостен перспективен макроикономически поглед. Това е причината, поради която те се придържат към определено *“стадно поведение”* (*herding behaviour*) – следят и копират поведението на тези, които имат капацитет за подобен тип макроикономическа оценка. Това са международните институции като ЕС (както и преди МВФ) – ако ЕС е ангажиран с финансово-икономически програми в дадена страна, значи перспективата е добра и си струва да се инвестира, и обратно.

Възстановяването на финансово кредитните отношения с ЕС и усвояването на еврофондовете има мултиплициращ ефект. Средствата по тези фон-

дове са важно перо в инвестиционната програма на страната, респ. в разширяването на вътрешното парично обращение, но не само това. Възстановяването на еврофинансирането означава също привличане (увличане) на други чуждестранни инвеститори и цялостно подобряване на вътрешния инвестиционен ландшафт.

Чуждестранните инвестиции са необходими не само и не толкова заради самите инвестиции, колкото като предпоставка за бъдещ икономически растеж. Структурните им характеристики са дори по-важни от чисто количествените показатели. Преобладаващата част от чуждестранните инвестиции в предходния период бяха в обслужващата сфера (примерно две трети и повече от тях!), докато дългосрочното присъствие на чуждестранния инвеститор в ключови отрасли и производства все още предстои. Страната се препълни с търговски обекти на световни вериги магазини, но е невъзможно да се посочи дори отделно единично производство с български щемпел, което да е приемано и търсено като качествена марка на международните пазари.

Тъжна е констатацията, че за последните две десетилетия макроикономическото управление не съумя да привлече дори един-единствен стратегически инвеститор с трайно икономическо присъствие в страната. България остана една от малкото държави в Европа без развитие на транспортно машиностроение, а с дълбоко раздвоение може да се приеме фактът, че в популярната световна поредица "The World Factbook" (ежегодно издание на ЦРУ) в отрасловата ни специализация на първо място е посочено производството на електричество, газ и вода.

Еуфорията с малките и средни предприятия като гръбнак на икономиката изисква преоценка. Скелетът на икономиката се формира от едри производства, а МСП са своеобразни сателитни образувания. Ако имате кит, той по естествен начин ще привлече облак от дребни рибки, които ще се хранят от неговата храна и вечно ще го следват, но колкото и да развъждате малки рибки, те няма да съумеят да си отгледат кит и ще се разсеят. Самоцелното поддържане на малки и средни предприятия може да потисне съществуващо социално-икономическо напрежение в краткосрочен план, както и да запълни успешно дребни пукнатини в икономическата хармония, но тези предприятия не могат да формират скелета, който да държи съвременната икономика (дългосрочно) изправена. Всяко едро производство и предприятие (например "General Motors", или "Boing" и редица други подобни) е заобиколено с многочислени обслужващи го МСП, които съществуват благодарение на едрото производство и биха изчезнали, ако то фалира.

Бюджетни структури

Въздействие върху паричното обращение, както и върху цялостната социално-икономическа среда оказват бюджетните структури и бюджетната дисциплина.

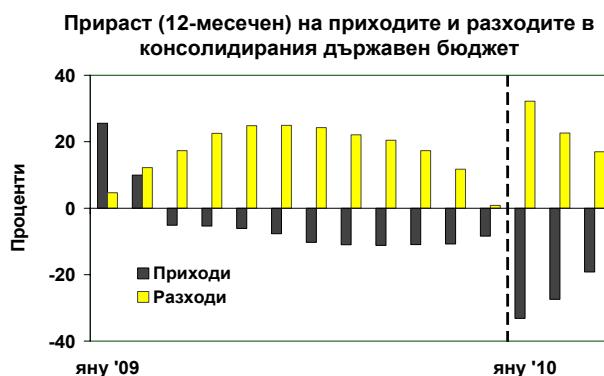
Данъчните приходи в консолидирания държавен бюджет за 2008 г. са 22.2 млрд. лв., а за 2009 г. – 20.2 млрд. лв., т.е. с 9% по-ниски. Същевременно

номиналната величина на БВП през 2008 г. е 66.7 млрд. лв., а през 2009 г. (експресна оценка) – 66.2 млрд. лв., т.е. регистрира се номинално намаление от (само!) 0.8%. Делът на данъчните приходи в БВП спада от 33.2% през 2008 г. на 30.5% през 2009 г.

Подобен модел на абсолютно и относително намаление на данъчните постъпления е обясним и очакван в страни с прогресивно растяща данъчна скала – в година на рецесия се наблюдава общо пропадане към по-нискодоходни пластове с по-малко пропорционално данъчно облагане, респ. с относително по-слаби данъчни постъпления. В България обаче действа системата на „плосък данък“, т.е. няма зависимост на относителните данъчни постъпления от равнището на дохода. Данъкът е винаги една десета независимо от това дали месечният доход е 500 лв., или десет пъти по-висок. Следователно относителното намаление на данъчните приходи в консолидирания държавен бюджет е следствие от слаба събираемост и разклаща мита за приноса на плоския данък за по-висока данъчна събираемост. Равнището на данъчна събираемост е следствие преди всичко и най-вече от добре и качествено функционираща данъчна администрация, а не от субективното желание на данъкоплатеца.

Ситуацията с равновесието в държавния бюджет придоби драматични очертания в началото на 2010 г. (фиг. 24). Приходите намаляха драстично при продължаващо нарастване на разходите.

Фигура 24



Резкият обрат на ситуацията в началото на 2010 г. трудно се поддава на логично обяснение. Не може да се посочи нещо необичайно в първите месеци на 2010 г., което да промени толкова мащабно бюджетните структури. Нарастването на разходната част е в известна степен очаквано, предвид действието на автоматично функциониращите стабилизатори в икономиката. Действието на финансово-икономическата криза увеличава безработицата, нараства необходимостта от социално подпомагане и от субсидии, повишават се също и капиталовите разходи (табл. 1). Но катастрофалното свиване на приходната част видимо е следствие от проблеми в ефективността на данъчната адми-

нистрация. Още повече, че вече има индикации за съживяване на икономиката, а и нерядко разнопосочните икономически предвиждания от различни национални и международни организации сочат стабилизиране на БВП през текущата година.

Таблица 1

Консолидирана фискална програма
(темп на прираст, I тримесечие на 2010 г. спрямо I тримесечие на 2009 г.), %

<i>I. Приходи и помощи</i>	-19.2
<i>II. Разходи</i>	17.0
Социално осигуряване, подпомагане и грижи	22.8
Субсидии	55.2
Капиталови разходи и прираст на държавния резерв	25.2

Парадоксално, но проблемите в държавния бюджет повече подкрепят, отколкото възпрепятстват икономическото съживяване. Безусловно обаче става въпрос за категорично краткосрочни ефекти. Изразходването на част от фискалния резерв за финансиране на бюджетния дефицит увеличава паричното обращение и подпомага икономическата активност – било чрез стимулиране на търсенето, било чрез пряко финансиране на производството. В дългосрочен план обаче последствията биха били единствено разрушителни.

През 2009 г. бяха направени героични усилия от страна на Министерството на финансите за приключване на годината с възможно най-малък дефицит (на всяка цена). Формалното обяснение беше, че по такъв начин страната повишава своя международен авторитет и създава благоприятни условия за включване към ERM II. Използваните средства не бяха съвсем законово позволени, икономически оправдани и морално допустими. Става въпрос за непревеждането в рамките на годината на законово разполагаеми финансови средства на съдебната система, както и за задържане на уреждането на финансови задължения на държавата към фирми в съответствие с подписани и надлежно изпълнени договори.

В крайна сметка 2009 г. приключи (формално) с бюджетен дефицит от 0.8% спрямо БВП, но в съответствие с т.нар. национална методология. Прилагането на общоприетата методология на Eurostat повиши бюджетния дефицит на 3.9%. Остана горчивият привкус на стремеж към нередно отчитане и манипулиране.

За страна-членка на ЕС спазването на буквата на закона е задължително и неподлежащо на дискутиране условие. Това важи с еднаква сила както за частни лица, така и за държавни служители и институции. Държавен служител, който не спазва закона, не би трябвало да има моралното право да изисква спазване на закона от други (обикновени?!) лица.

Случилото се в края на 2009 г. с пренебрегването на задълженията на държавния бюджет наподобява персонално раздаване на правосъдие. То не би трябвало да се толерира, както и да се отмине тихомълком. Въпросът има своите икономически измерения, които съвсем не са за пренебрегване.

Първо, използването на паричните средства на съдебната система не подлежи на персонална дължостна оценка. В чисто човешки план всеки отделен индивид има право на своя собствена оценка, но само толкова. Машабните годишни бонуси в съдебната система безусловно са дразнещи на фона на финансовата криза, но не са единствени.

Второ, неиздължаването на държавата към изрядните икономически партньори има ефекта на снежната топка. Ако *A* дължи определена сума на *B*, който дължи същата сума на *C*, а той дължи същата сума на *D*, и т.н., и ако *A* не изпълнява задълженията си, общият размер на дълга в системата нараства лавинообразно. Издължаването на *A* към *B* практически анулира дълга в системата, в което се състои и мултиплициращият ефект на действията на *A*.

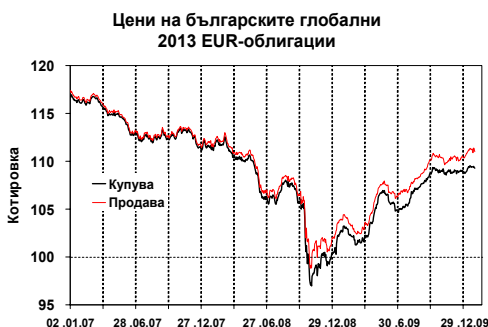
По официална информация на Министерството на финансите (достъпна на страницата му в Интернет) просрочените задължения на централното и местното правителство към края на 2009 г. са почти 800 млн. лв. Ако приемем обичайния мултиплициращ коефициент поне 10, то можем да оценим, че със своите действия държавата блокира изчистването на 8-10 млрд. лв. междуфирмени задължения. В допълнение изчистването на дълговете ѝ ангажименти рефлектира в повишаване на общата икономическа активност, вследствие на което данъчните постъпления би трябвало да нараснат.

Трето, неиздължаването на държавата означава незаконно ползване на финансови ресурси за сметка на клиента, т.е. без заплащане на изискуемия наем (лихва). Ако държавата изчисти задълженията си към своите икономически партньори, тогава би трябвало да емитира свой собствен дълг (вътрешен или външен) за посрещане на нуждите си в същия размер, който регулярно да обслужва. Престъпването на законовите задължения изкривява финансовото състояние на правителство и злоупотребява с правата и притежаваната власт на финансовата администрация.

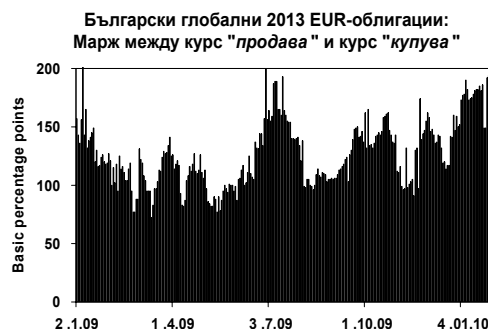
Няма такъв един-единствен макроикономически показател, чиято динамика (единствено) да определя състоянието на икономиката. Комплексната оценка на икономическото състояние изисква проследяване на промените по всички възлови макроикономически показатели. БВП може да расте с високи темпове, но тогава на преден план излизат други съпътстващи оценъчни показатели – състояние на околната среда, на разпределението и преразпределението на създадения национален продукт и др. Държавният бюджет може да бъде балансиран, но за сметка на социално напрежение и т.н. Определящо за състоянието на икономиката е поведението на целия комплекс макроикономически показатели.

Наивната презумпция е, че за външния наблюдател нещата ще изглеждат лустросани и примамливи. Такива опити за замазване на ситуацията не са новост в нашата практика (дори са станали традиционни), но резултатите никога не са били окуражаващи. В това отношение все още ни предстои да се учим от своя собствен опит. Пазарът е институцията, която най-добре би могла да оцени ситуацията независимо от привидната лъскавина.

Фигура 25



Фигура 26



На фиг. 25 могат да се проследят котировките на българските глобални облигации с падеж 2013 г., емитирани в EUR, а на фиг. 26 – разликата между курс "купува" и курс "продава" за същите облигации. Драстичен срив на котировките и бягство от нашите облигации се фиксира през последната четвърт на 2008 г., а от началото на 2009 г. стартира процес на бавно и внимателно (неплавно) възстановяване. Този процес е по-ярко изразен през втората половина на 2009 г., но през последното тримесечие на 2009 г. се наблюдава определено стабилизиране на интереса.

Маржът между двата курса ("продава" и "купува") е индикация за оценявания риск. По-високите стойности на маржа говорят за наличието на по-голям риск, и обратно. На фиг. 26 се вижда, че пазарът оценява риска от притежаването на българските облигации в края на 2009 г. и началото на 2010 г. като идентичен с този в средата на 2009 г., т.е. оценката, че България повишава своята привлекателност в очите на външния инвеститор се размива. Независимо и въпреки неправомерните усилия за бюджетно лустро.

Поддържането на бюджетен излишък в контекста на недопускането на двоен дефицит не би трябвало да се абсолютизира самоцелно. Дефицити на текущата сметка на платежния баланс от над 15% от БВП (още повече от една четвърт) са действително смущаващи и могат да имат (но все пак не задължително) много неприятни последствия, свързани със стабилността на финансовата система, които трябва да се предотвратяват своевременно. Но дефицити на текущата сметка от под една десета от БВП са широко разпространени в световната практика и не корелират обезателно с финансова и валутна неустойчивост.

При променената ситуация от 2009 г. макроикономическото управление би трябвало да преосмисли тактиката си в съответствие с конкретната обстановка. Наличието на премерен дефицит вече не формира трудно асимилиран риск за финансовата система. Въпросът опира до правилна преценка на плюсовете и минусите. Едно стимулиране на съвкупното търсене чрез добре обмислено целево инжектиране на правителствени разходи би могло да съз-

даде благоприятни условия за издърпване на икономиката от сковаващата прегръдка на финансовата рестрикция, както и за облекчаване на условията за инвестиционна активност.

Регулации на БНБ

Цели на централните банки

Практиката показва и теорията обобщава, че една съвременна централна банка е длъжна да следи непосредствено протичането на икономическите процеси в страната и да реагира подходящо. Не е възможно да се поддържа стабилна финансова система тогава, когато инвестиционната и икономическата активност се свиват драстично, когато безработицата нараства и се влошават социалните характеристики. Финансовата стабилност корелира пряко със състоянието на социално-икономическата среда.

Социално-икономическата стабилност, от една страна, и финансовата стабилност, от друга, са до голяма степен различни страни на една и съща монета. Възможно е в краткосрочен план да има нарушаване на хармонията и разминаване в динамиките, но в дългосрочен план процесите обезателно се синхронизират.

Взаимната свързаност на процесите е причината, поради която централните банки са ангажирани с мониторинг на много по-широк кръг от социално-икономически показатели. Целите им са структурирани и разклонени. Като правило състоянието на паричното обращение е перманентно в ползрението на централните банкери, доколкото в динамиката на паричното обращение се концентрират съществените особености на протичането на социално-икономическите процеси.

Таблица 2

Цели на водещи централни банки

Банки	Оперативни	Междинни	Крайни
Bundesbank	Контрол на пазарните лихвени проценти чрез репо-сделки	1. Широки пари (M3) в края на годината. 2. Динамика на DEM спрямо другите световни валути	Ценова устойчивост (инфлация 0-2%)
Bank of England	Контрол на пазарните лихвени проценти (Commercial bank's base rate)	Няма официално формулирани междинни цели. Все пак следи: •динамика на GBP спрямо другите световни валути; •парично предлагане (M0, M4); •динамика на борсови цени	Ценова устойчивост (цени на едро, без ипотечния доход)
FED	Контрол върху напрежението в резервите, свързан с лихвите на FED	Няма официално формулирани междинни цели. Следи голям брой показатели, като реални лихвени проценти, прогнозирана инфлация, монетарни агрегати (M2 и M3) и др.	Ценова устойчивост и стабилен икономически растеж

Източник. Ferris, K., M. Jones. The Reuters Guide to Official Interest Rates, Second Edition. Probus Publ. Com., 1995.

На табл. 2 са представени три вида цели на водещите централни банки в света (информацията е отпреди въвеждането на Еврозоната, т.е. Bundesbank е самостоятелно функционираща централна банка). Централните банки оперират със своите собствени инструменти на управление, следят динамиката на финансовите показатели под техен непосредствен контрол, но всичко това се върши в контекста на желаната социално-икономическа динамика. Показателно е, че промените в монетарните агрегати заемат неотлъчна водеща позиция в системата от целеви показатели.

Възможностите на БНБ за въздействие върху паричното обращение в условията на действащ паричен съвет са ограничени. Паричното обращение се определя най-вече като следствие от автоматично действащите правила на паричния съвет. Въпреки това обаче задълженията на БНБ като централна банка на Република България не отпадат, вкл. и за провеждането на подходяща парична политика. Нейните функции се определят от Закона за БНБ (ЗБНБ). Чл. 2, ал. 1 от ЗБНБ постулира, че *“основна цел на БНБ е да поддържа ценова стабилност чрез осигуряване стабилността на националната парична единица и провеждане на парична политика (к. м., Г. М.)”*. В ал. 2 от същия закон се посочва, че БНБ трябва да *“подкрепя ефективното разпределение на ресурсите”*. В следващата ал. 3 се изисква БНБ да *“... подкрепя политика на устойчив и неинфлационен растеж”*.

ЗБНБ не изключва провеждането на парична политика от БНБ, а я предполага в интерес на *“ценовата стабилност”*, на *“ефективното разпределение на ресурсите”* и на постигането на *“устойчив и неинфлационен растеж”*. Той не конкретизира параметрите на *“ценовата стабилност”* и на *“неинфлационния растеж”*. Ценова стабилност за ЕЦБ например е поддържането на средногодишна инфлация в Еврозоната, не по-висока от 2%, но близка до 2% (т.е. не допуска приплъзване към дефлация). В това отношение не е препоръчително у нас да се копират директно числовите характеристики на паричната политика на ЕЦБ, тъй като плътното придържане към инфлационната динамика в Еврозоната при фиксиран валутен курс замразява междустраниците ценови пропорции. При съществуващите реалности последното означава поддържане на общо ценово равнище в България от около 40% от това в Еврозоната (най-ниското в ЕС!), което безусловно е недопустимо. В този контекст текущата приемлива инфлация (респ. ценова стабилност) у нас трябва да се разбира като превишаваща тази в Еврозоната приблизително в рамките на 2-4 процентни пункта.

Стопанисване на международните резерви

Една от основните функции на БНБ е стопанисването на brutните валутни резерви на страната. В условията на паричен съвет промените в тези резерви концентрират и отразяват спецификата на протичане на социално-икономическите процеси в страната. На фиг. 27 могат да се проследят измененията в незлатните валутни резерви (НЗВР) на страната през последните три години.

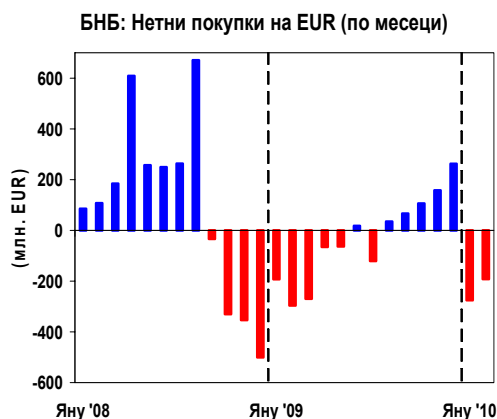
България притежава запаси от монетарно злато, чиято парична оценка също се включва в брутните валутни резерви, но тя е подвластна на променливите цени на международните пазари. Например при един и същи физически обем монетарно злато стойността му в брутните валутни резерви през 2009 г. е средно около 1.8 млрд. лв., докато през предходната 2008 г. е 1.5 млрд., а през 2007 г. – 1.3 млрд. лв. Международната цена на златото се отразява върху обема на тези резерви и води до промени в неговата величина, без да са наблюдавани съществени количествени и качествени изменения. Това е причината, поради която на фиг. 27 е предпочетено представянето на НЗВР.

Върху промените в НЗВР за представения период влияят пряко външни фактори. Например през 2008 г. България финализира преговорите с Ирак за уреждане на взаимните дългови взаимоотношения, като успя да получи пряко 360 млн. USD, с което се ликвидира задължение от 1.9 млрд. USD. През следващата 2009 г. получихме от МВФ 474.6 млн. СПТ (1.3 млрд. лв.), представляващи разпределение, съгласно резолюция на борда на директорите на Фонда от 2009 г. И в двата посочени случая НЗВР нарастват без връзка с вътрешното икономическо състояние.

Фигура 27



Фигура 28



България стартира паричния съвет в средата на 1997 г. с брутни валутни резерви от по-малко от 3 млрд. лв. През следващите десетина години те нараснаха повече от 9 пъти, като максимумът се достигна през септември 2008 г. – 28.9 млрд. лв. (27.3 млрд. лв. НЗВР). Този прираст корелира с наблюдавания икономически бум в страната – през 2008 г. БВП е с три четвърти по-висок спрямо 1997 г. в реални измерения.

Последното тримесечие на 2008 г. беше драматично за състоянието на НЗВР – за три месеца те спаднаха с близо 4 млрд. лв. и продължиха своя спад до средата на 2009 г. Измененията в НЗВР отразяваха безусловно състоянието на местната икономика, но това не беше цялата история.

Рязкото свиване на тези резерви през последното тримесечие на 2008 г. стресна централните банкери. То беше обяснено с поведението на правителството (по-специално използването на фискалния резерв), от една страна, и с поведението на чуждестранните собственици на резидентните български ТБ (изтегляне на банков капитал), от друга.

Таблица 3

Депозити в БНБ (пасив на баланса на управление "Емисионно"), млн. лв.

	Септември 2008	Декември 2008	Прираст
Централно държавно управление	10349	6712	-3637
Левове	8301	4980	-3321
Чуждестранна валута	2048	1732	-316
Търговски банки	6292	5006	-1286
Левове	2246	2625	379
Чуждестранна валута	4046	2381	-1665

Числовата информация обаче е неубедителна (табл. 3). За последното тримесечие на 2008 г. депозитът на Централно държавно управление в БНБ намалѐ с 3637 млн. лв., от които само 316 млн. лв. в чуждестранна валута. Депозитите на ТБ намалѐха с 1286 млн. лв., от които 1665 млн. лв. в чуждестранна валута. ТБ действително използваха облекчаването на рестрикциите за преобладаващо изтегляне на резерви в чуждестранна валута, но все пак те обясняват само 42% от общото намаление на НЗВР за същия период. Вмѐняването на вина на ТБ за намалѐването на НЗВР не е оправдано, а именно това обяснение послужи като спирачка за по-нататъшно облекчаване на паричната рестрикция.

Измерител за целесъобразната величина на акумулираните чуждестранни валутни резерви е оцененото в месеци покритие от страна на брунтните валутни резерви на износа на стоки и услуги. Практиката показва и теорията е обобщила, че брунтните валутни резерви могат да се смятат за достатъчни, ако покриват тримесечен внос на стоки и услуги. Към края на 2009 г. резервните активи на БНБ покриват почти 8-месечен внос на стоки и нефакторни услуги. Поддържането на такива брунтни валутни резерви вече граничи със самоцелност във вреда на вътрешното икономическо развитие.

Показателно е също, че намаляваща част от брунтните валутни резерви покриват вътрешните парични агрегати за сметка на увеличението на остатъка, условно наречен "Депозит на управление "Банково" в управление "Емисионно". През 2004 г. 90% от брунтните валутни резерви се отдѐлят за покритие на вътрешните парични агрегати (пари в обращение, резерви на ТБ, депозит на правителството и сметки на други депозанти), докато в края на 2009 г. този дял е вече 80%. Брунтните валутни резерви все повече се откъсват от вътрешните парични агрегати и се приплъзват към самоцелно съществуване.

Вътрешен валутен пазар

Добра новина, която подкрепя концепцията за отпускане на паричната рестрикция, е обратът в динамиката на нетните покупки на валута от БНБ (фиг. 28). От последното тримесечие на 2008 г. БНБ започна да реализира масирани продажби на чуждестранна валута на вътрешния валутен пазар. Общо за периода септември 2008 – юли 2009 г. тя продава нетно от НЗВР 2.2 млрд. EUR. През втората половина на 2009 г. обаче започна възстановяване на процеса на нетно изкупуване на чуждестранна валута от вътрешния валутен пазар, което може да се оцени като добър признак за раздвижване на инвестиционния процес. То трябва да затвърди основанията за поемане на отговорност за отпускане на паричната рестрикция.

В началото на 2010 г. обаче се проявява отново тенденция към бягство от местната валута. Този път причините трябва да се търсят повече в обърканите и обърквачи послания на макроикономическото управление, които внасят тревога в населението и икономическите агенти, вместо да успокояват.

*

Икономическата теория и практика не са единодушни по отношение на стимулиращите икономическия растеж свойства на меките парични ограничения. Безусловна и безспорна е обаче негативната констатация:

Икономическият растеж предполага по-високо парично обращение. Засилената парична рестрикция възпрепятства разгръщането на инвестиционната и икономическата активност.

Именно от такава позиция макроикономическото управление трябва да търси начини и средства за премерено, последователно и ангажирано отпускане на паричната рестрикция при стриктен мониторинг на икономическото състояние и динамика по целия фронт на макроикономически въздействия.

Сигурно е, че икономиката се нуждае императивно и неотложно от приток на свежи и живителни финансови ресурси. Без такъв приток възстановяването на позитивната икономическа динамика ще бъде силно затруднено. Възможности и варианти съществуват:

1. Намаляване на ЗМР

Тази възможност е най-реалистична и най-пряка. Управленските въздействия на централната банка оказват пряко влияние върху протичането на икономическите процеси, което обяснява традиционно проявяваната консервативност от страна на банковия регулатор. Задача на БНБ е да се грижи за паричното обращение и за ликвидните параметри на финансовата система и да поеме отговорността за провеждане на елементи на парична политика.

Не е оправдано БНБ да се задоволява с качеството си на страничен наблюдател на промените в паричното обращение. Функционирането на паричен съвет не отменя задължението на БНБ да конструира и да провежда отговорна парична политика. Към началото на текущата 2010 г. процентът на

ЗМР е 10%, при условие, че нормата в ЕС е 2%. ТБ поддържат средно около 4 млрд. лв. в БНБ и ако нормата на ЗМР се намали до 7.5%, ще се освободят около 1 млрд. лв. за облекчаване на ликвидните затруднения и отпускане на монетарната рестрикция. Нито една друга мярка не би могла да даде такъв мащабен и непосредствен ефект.

2. Възстановяване на интереса на чуждестранните инвеститори към страната

Наивно е да се мисли, че чуждестранният инвестиционен приток корелира единствено с предоставени фискални стимули и реагира позитивно единствено на фискални стимули. Това, което е важно за чуждестранния инвеститор с дългосрочни намерения и цели, е преди всичко и най-вече ясната и предвидима институционална среда, стриктното спазване на върховенството на закона. Никакви фискални облекчения не могат да компенсират неуредици и хаос в макроикономическото управление, още повече явно прозиращи корупционни практики.

Подчертано важно е да се постигне значим успех при привличането на стратегически дългосрочни инвеститори.

3. Стриктно спазване на финансовите ангажименти на държавата по сключени икономически договори и споразумения с вътрешни изпълнители

Задължение на правителството е да оценява своите собствени действия не от гледна точка на криворазбрани ведомствени интереси и мотивация, а в контекста на цялостното социално-икономическо развитие на страната. Задържането на регулярното издължаване на правителството към изпълнителите изглежда на пръв поглед привлекателно и просто решение на трудния финансово-икономически проблем за балансиране на държавния бюджет, но комплексните последиствия за икономическата активност са повече от неприятни. Няма лесни решения на трудни икономически проблеми. Банално известен кибернетичен принцип е, че трудните проблеми изискват и предполагат трудни решения. Порочна е практиката за решаване на ведомствени проблеми чрез неизпълнение на законово приети ангажименти за сметка на изрядни изпълнители.

4. Предоставяне на държавни целеви кредитни линии.

През 2008 г. правителство отдели целево 500 млн. лв. за стимулиране на МСП. Решението беше с тази сума да се увеличи основният капитал на Българска банка за развитие (ББР). Тези средства бяха използвани по предназначение и дават своя принос за облекчаване на паричната рестрикция и съдействат за стимулиране на инвестиционната активност.

Проблемна е избраната форма за стимулиране на инвестиционната активност. Правителството предпочете да увеличи капитала на ББР, т.е. да предостави безсрочно въпросния капитал на разположение на ББР, респ. на банковата система. Държавният финансов ресурс обаче би могъл да се предостави и в друга форма – във вид на срочен дълг или просто – чрез откриване на срочен депозит. Разликата е в това, че в определен момент в

бъдеще правителството би могло да изтегли предоставените на ББР ресурси, които вече са постигнали своята благородна задача и да ги използва по предназначение. Не е редно правителството да се вълчи дългосрочно в банковия сектор, а да действа целево, в съответствие с конкретните условия. ББР притежава свои собствени възможности за привличане на капитал (основно чуждестранен) и успешно съумява да се справя със задачите си.

Правителството би могло да се ангажира с предоставянето на целева кредитна линия при строго фиксирани условия. При всички случаи финансовият му ангажимент трябва да е срочен, а не безсрочен.

5. Пренасочване на част от фискалния резерв от БНБ към ТБ

Тази възможност може да се оцени като силно противоречива. По такъв начин действително ще се увеличи паричното обращение, но съпътстващите проблеми са немалко и немалки. Правителството трябва да е наясно, че този акт е форма на провеждане на парична политика, за което то (правителството) е неподготвено и няма необходимите компетенции. При всички случаи причините за подобен акт трябва да бъдат не в търсенето на по-висока доходност, а в желание за стимулиране на инвестиционната активност. В такъв случай най-приемливият вариант е предоставянето на част от средствата от фискалния резерв на разположение на ББР, т.е. откриване на срочна целева кредитна линия, която да се администрира и да се обслужва от ББР.

6. Емитиране на облигации на международните финансови и капиталови пазари (евро- и/или глобални облигации).

Този вариант е краен и е възможен единствено ако облигациите са емитирани не за подкрепа на платежния баланс, а за вътрешни нужди (например за финансиране на бюджетния дефицит). В първия случай привлечените чуждестранни валутни ресурси ще попълнят brutните валутни резерви на страната и ще се използват за финансиране на дефицита в платежния баланс (т.е. отново ще напуснат страната), докато във втория случай ще увеличат паричното обращение и ще подпомогнат вътрешните икономически процеси. При всички случаи трябва добре да се обмисли и отговорно да се избере моментът на появяване на международните пазари (timing) с оглед на облагодетелстване (а не губене) от конюнктурата.

Каквато и мярка да се предприеме на макроикономическо равнище с оглед регулиране на паричното обращение и облекчаване на ликвидните затруднения в интерес на икономическия растеж, тя трябва да бъде достатъчно добре координирана между двата основни центъра на финансова власт в страната – Министерството на финансите и БНБ. Практиката и страничните наблюдения показват, че по отношение на този вид координация има какво да се желае.

3.V.2010 г.