

ВЛИЯНИЕ НА СИСТЕМАТА НА ПАРИЧЕН СЪВЕТ ВЪРХУ ХОДА НА ВЪНШНИ ИКОНОМИЧЕСКИ КРИЗИ

Изследвано е развитието на международни икономически кризи в държави с паричен съвет в сравнение със страни с централна банка. Разгледани са двойките държави Аржентина – Бразилия (по време на Мексиканската криза) и Хонконг – Сингапур (по време на кризата в Югоизточна Азия). Изведени са механизмите, поради които страните с паричен съвет изпитват по-силни сътресения по време на кризите и се възстановяват по-бавно. Външните шокове намаляват в по-голяма степен растежа в икономиката с паричен съвет, водят до по-високи нива на безработица и по-бързо намаляване на инвестициите, влошаване на външнотърговския баланс. Главните причини за това са фиксираният валутен курс, невъзможността на правителствата да провеждат монетарна политика и уязвимостта на доверието на икономическите субекти в стабилността на валутния борд. Направени са изводи и препоръки за България в обстановката на световната икономическа криза.

JEL: E21; E52; E58; F31; F32

Световната финансова криза, започнала през 2007 г., не остана без отражение в нито една държава в света и докато някои от развитите икономиките очакват подобряване на показателите и проявяват признаци за излизане от кризата в края на 2009 г. – началото на 2010 г., по мнението на много от водещите икономисти България е изправена пред най-тежката зима от началото на кризата. Наличието на паричен съвет в страната за пореден път беше поставено под въпрос и немалко експерти препоръчват различни сценарии – от промяна на фиксирането на курса, през управлявано излизане от тази система, до незабавно връщане към централно банкиране от класически тип.

Актуален е въпросът как наличието на паричен съвет се отразява върху хода на външните икономически кризи в една развиващата се икономика. От една страна, поради ясните правила, които поставя системата на паричен съвет, тя гарантира по-голямо доверие на икономическите субекти в стабилността на финансовата система и в цялата икономика. В условия на външни кризи този феномен би дал отчетливо предимство на икономиките с паричен съвет пред тези с централна банка. От друга страна, повечето кризи от по-ново време и особено последната, изискват намесата на държавата като стабилизационен фактор и активен икономически субект. В системата на паричен съвет инструментите за такава намеса са силно ограничени. Освен това поради фиксирането на валутния курс липсват адаптационни механизми, което прави икономиката по-уязвима.

В съвременната икономическа история има два показателни случая на държави в паричен съвет, които са засегнати от външни икономически шокове – Аржентина през 1995-1996 г. по времето на Мексиканската криза на външния дълг и нейното разпространение върху останалите държави в региона (познато като ефекта на текилата), и Хонконг през периода 1996-1997 г. по време на т. нар. Азиатска криза. Макар посочените кризи да са с регионален, а не с глобален характер, те също са стартирали като финансови, и за Аржентина и Хонконг те се външни кризи. За да могат да бъдат направени изводи, е необходим подбор на държави за сравнение – такива, които в годините непосредствено преди кризата са имали показатели, близки до тези на изследваните държави, и се намират в същия регион, като освен това използват система на централна банка.

Държави за сравнение

Идеалните държави за сравнение биха били с еднакъв размер (население) и с подобна степен на икономическо развитие (БВП на човек). Тъй като става въпрос за външни кризи, от значение е и степента на отвореност на икономиката (делът на вноса и износа на преките чуждестранни инвестиции от БВП), както и принадлежността към еднакви икономически общности.

Подходящи алтернативи за сравнение на Аржентина са Перу, Чили, Бразилия. На табл. 1 са сравнени параметрите на тези държави от икономическата зона Меркосур в годината преди Мексиканската криза. Най-подходящата страна за сравнение е Бразилия, която има най-подобен профил, приблизително еднаква степен на развитие и отвореност на икономиката.

Таблица 1

Основни икономически показатели на Аржентина, Бразилия, Чили, Перу за 1994 г.

Показатели	Аржентина	Бразилия	Чили	Перу
БВП/човек (USD)	4046	3814	3941	1951
Износ/БВП (%)	7.5	8.9	27.9	16.2
Внос/БВП (%)	10.6	8.5	26.2	12.8
ПЧИ/БВП (%)	2.44	0.51	4.68	6.87
ПЧИ/човек (USD)	99	20	185	134
Население (млн.)	31.5	156.4	14.0	23.0

Подходящи алтернативи за сравнение на Хонконг са Южна Корея, Сингапур и Тайланд. На табл. 2 са сравнени параметрите на посочените държави от Югоизточна Азия в годината преди настъпването на кризата. Най-близък профил до Хонконг има Сингапур, чиято икономика също изключително зависи от развитието на външния сектор и се доближава най-много до Хонконг по отношение на степента на развитие.

Таблица 2

Основни икономически показатели на Хонконг,
Тайланд, Корея, Сингапур за 1995 г.

Показатели	Хонконг	Тайланд	Корея	Сингапур
БВП/човек (USD)	23 003	2825	11 469	20 659
Износ/БВП (%)	143.2	41.8	28.8	187.7
Внос/БВП (%)	147.6	48.5	29.9	172.1
Население (млн.)	6.3	59.5	45.1	3.5

Разпространение на кризите от една държава към другите държави в региона

Кризата в една държава често се отразява на всички страни в региона, а изпусната от контрол, може да нарасне до глобална финансова или икономическа криза. Съществуват четири основни механизма, по които кризите се прехвърлят от една държава в друга.¹ На първо място, те много често са съпроводени от девалвирането на местната валута. При Мексиканската криза например тя се девалвира от 3.4 песо за 1 USD в края на октомври 1994 г. до 4.99 в края на годината и до 7.74 песо за USD в края на 1995 г. В тези условия конкурентоспособността на аналогичните стоки от останалите латиноамерикански държави силно намалява, като това в по-голяма степен се отнася до икономиките с фиксиран и с управлявано плаващ валутен курс. От една страна, понижената конкурентоспособност води до намаляване на износа, респ. на икономическия растеж, а от друга, до спадане на валутните резерви и съответно до дестабилизация на финансовата сфера и доверието.

Вторият механизъм на влияние е оттеглянето на чуждестранните инвеститори, които поради сходното състояние на икономиките от региона виждат нестабилността в едната държава като възможен сценарий и в останалите. Често критикувани, че поставят под общ знаменател всички страни от определен регион или дори всички развиващи се икономики, чуждестранните инвеститори всъщност често анализират приликите както в икономическото състояние, така и в политическото развитие на държавите и по този начин оценяват рисковете. Големите външни дългове, фиксиранияте валутни курсове, лесният достъп до кредити и липсата на реален ръст в производителността са най-честите рискови фактори.

Третият механизъм за пренасяне на кризи е механизмът на ликвидността. Когато в една държава инвеститорът търпи загуби, често за да покрие нуждата си от ликвидни средства, той се принуждава да се освобождава от

¹ Вж. по-подробно *Doyle, R., D. Scott and C. Crimmins. Was the Tequila Effect Rational? 1997; Brodie, Niamh. Speculative Bubbles, Irrationality and Chaos, 1996.*

свои активи в други държави. Този механизъм е особено характерен за последната криза от 2008 г.

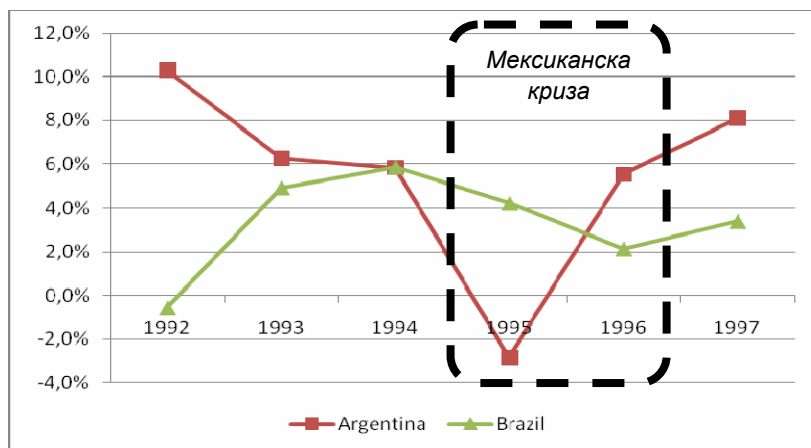
Не без значение е и ирационалният механизъм, по който работят фондовите пазари, когато натрупващи се настроения в една посока водят до още по-убедителни действия в тази посока. В Азиатската криза от 1996-1997 г. например в рамките на година и половина индексът SET (Stock Exchange of Thailand) на тайландския фондов пазар, където започва кризата, се срива от 1400 до под 600 пункта. Това води до сриване на индексите и на останалите пазари в региона, още преди да е усетен ефектът от кризата върху реалната икономика. Това на практика е най-бързият начин за пренос на криза, който още веднъж се потвърди през 2008 г.

Аржентина и Бразилия по време на Мексиканската криза и ефектът на текилата (1995-1996 г.)

Динамиката на основните параметри на икономиката – ръст на БВП, безработица, инвестиции, потребителски разходи, внос и износ, индекс на фондовите пазари, се различава значително в двете държави по време на кризата и през периода на излизане от нея (фиг. 1).

Фигура 1

Динамика на БВП (USD по цени от 1990 г.) в Бразилия и Аржентина преди и след Мексиканската криза (верижни индекси)



Източник: По данни от ООН.

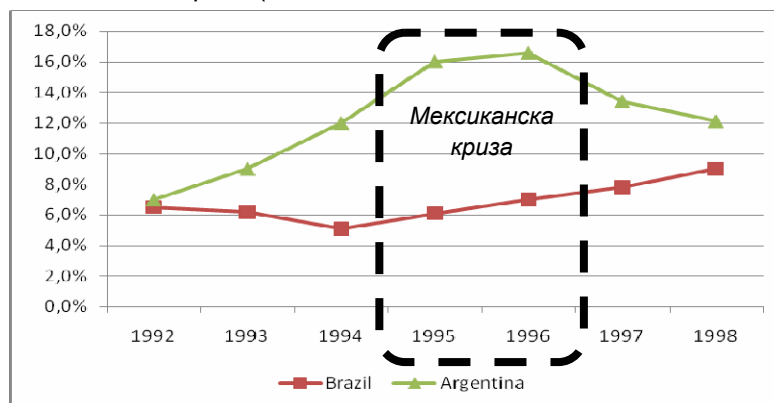
Преди Мексиканската криза показателите за ръст на Аржентина са значително по-добри от тези на Бразилия. За периода 1991 – 1994 г. общият ръст на БВП на Аржентина е 24% в сравнение с едва 10% за Бразилия. По време на кризата, обратно, отражението ѝ в Бразилия е много по-малко - наблюдава се забавяне на ръста от 6% годишно до 2%, докато през същото

време в Аржентина той спада от 10% две години по-рано до -3% в разгара на кризата, т.е. в тази страна шокът за икономиката е значително по-силен. Значителният спад на БВП се дължи на дестабилизацията на финансовия сектор (15% от депозитите са изтеглени), което води до криза на доверието и свиване на потребителските разходи (с 4.4% за 1995 в сравнение с 1994 г.) – потребителите отлагат покупките си в очакване на криза. Вторият фактор на спада е свързан отново с финансовата дестабилизация, която влошава инвестиционната обстановка - за същия период инвестициите спадат с 13%, наблюдава се и масов отлив на чуждестранни инвестиции. В същото време стабилността в Бразилия сравнително се запазва, като забавянето на ръста се дължи предимно на увеличението на негативното външнотърговско салдо.

По време на Мексиканската криза безработицата в Аржентина се увеличава рязко до 16%, като през 1996 г. достига 17% от икономически активното население. В Бразилия също има отрицателна тенденция, но тук тя е много по-умерена и за разлика от Аржентина, където за двете години нарастването е общо 5 пункта, в Бразилия увеличаването на безработицата по време на кризата е едва 2 пункта. Тази разлика се дължи, от една страна, на бягството на чуждестранни инвестиции от Аржентина, чиято икономика в предходния период силно зависи от тях и когато притокът им рязко намалява, това се отразява на ръстовете на бизнеса, а оттам и на заетостта. От друга страна, фиксираният валутен курс не позволява на Аржентина да се възползва като останалите държави в региона от повишена конкурентност на стоките на международните пазари, породена от девалвацията на местната валута (фиг. 2).

Фигура 2

Динамика на безработицата в Бразилия и Аржентина преди и след Мексиканската криза (дял от икономически активното население)



Източник: По данни от МВФ.

При тези показатели отново кризата се отразява и на двете държави, но докато при Аржентина темповете на растеж са близки до нулата или

отрицателни, то в Бразилия все пак се запазват тенденциите за растеж. Отново икономиката, намираща се в паричен съвет, е по-силно повлияна от кризата. Свиването на инвестициите се дължи на по-трудното получаване на кредити. В Аржентина това е особено силно изразено поради атаката в банковата система, породена от недоверието на потребителите към фиксирания курс, което води до отлив на ресурси от финансовата система и до криза на ликвидността (табл. 3).

Таблица 3

Средни темпове на нарастване на инвестициите и потребителските разходи в Бразилия и Аржентина преди и след Мексиканската криза*

Показател	1992-1994 г.	1995-1997 г.
<i>Темп на нарастване на инвестициите (%)</i>		
Аржентина	14.8	-2.7
Бразилия	6.4	2.9
<i>Темп на нарастване на потребителските разходи (%)</i>		
Аржентина	5.4	0.4
Бразилия	10.4	2.1

* Изчислени от абсолютните стойности в USD по константни цени от 1990 г.

Източник. По данни от ООН.

Що се отнася до нетния експорт, по този показател Аржентина се представя по-добре по време на кризата. През 1995-1996 г. той достига най-малки отрицателни стойности за целия период на паричен съвет. Темповете на ръст на вноса се забавят значително. Обратно, в Бразилия през разглежданите години се наблюдава безпрецедентен негативен баланс.

Общо за двойката Аржентина – Бразилия е валиден изводът, че кризата се отразява и на двете държави. В икономиката с централна банка негативният ефект е по-малък, отколкото в държавата с паричен съвет. Основните причини за това са:

- финансовата криза – тя е по-силна в Аржентина и е породена от кризата на доверието към стабилността на паричния съвет, която води до проблеми с ликвидността на банковата система;
- намаляването на инвестициите – както чуждестранни, така и местни, което се дължи на кризата на доверието и проблемите с ликвидността;
- фиксираният валутен курс, който не може да се използва като метод за адаптация и за повишаване на конкурентността на местните стоки.

Хонконг и Сингапур по време на Азиатската криза (1997-1998 г.)

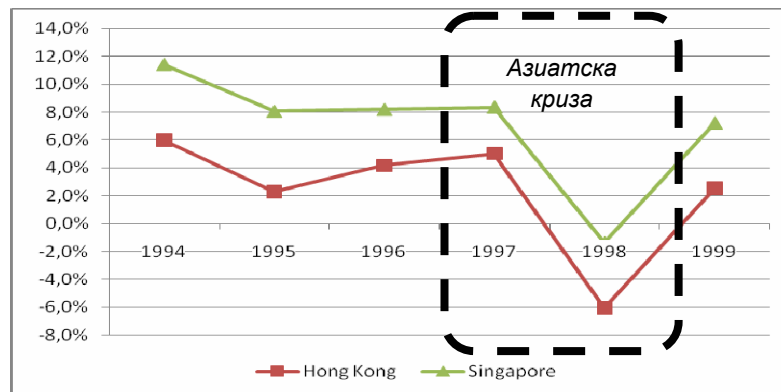
Азиатската финансова криза започва в Тайланд, когато през юли 1997 г. след продължителен натиск върху стойността на местната валута е взето

решение да не се поддържа повече фиксираният валутен курс и той да стане плаващ. Кризата бързо се разпространява в останалите държави от Югоизточна Азия и засяга почти всички икономики в региона. Предпоставка за нейното развитие е бързият растеж, регистриран през предходния период (1985 – 1997 г.). За някои анализатори това е периодът на “азиатското чудо”, според други (сред които и П. Кругмън) тези ръстове са екстензивни и се дължат на включване на повече производствени ресурси (главно чуждестранни инвестиции), докато увеличението на производителността на ресурсите е много малко. До 1997 г. почти половината от чуждестранните инвестиции, насочени към развиващите се страни, са към Югоизточна Азия. Притокът на свежи капитали, от една страна, и лесното отпускане на вътрешни кредити, от друга, изкуствено повишават цените на активите в държавите, докато реалната конкурентоспособност на икономиките не се подобрява. Кризата на доверието след проблемите в Тайланд се отразява на всички инвестиции в региона. Само за 3 дни индексът на фондовата борса в Хонконг се срива с 23% (октомври 1997 г.), а в период от 1 година този в Сингапур спада с 60%.

Ключова роля за справянето с кризата има политиката на правителството. В Сингапур намесата е много бърза и сериозна. Постепенната девалвация на местната валута намалява натиска върху финансовата система, а съкращаването на пенсионните осигуровки оказва положително влияние върху разполагаемия доход. По същото време в Хонконг освен кризата в Сингапур отрицателно влияние оказва и административното връщане на страната под управлението на Китай. За разлика от класическия паричен съвет в Хонконг тази институция (Hong Kong Monetary Authority) активно контролира овърнайт лихвите (които достигат до 500%), за да защити фондовата си борса и да намали натиска върху фиксирания валутен курс.

Фигура 3

Динамика на БВП в Хонконг и Сингапур 1994-1999 г.
(верижни индекси по постоянни цени в USD)



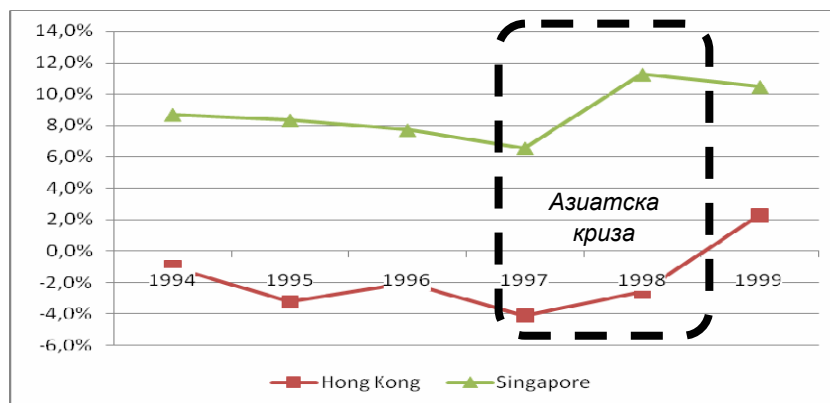
Източник. По данни от ООН.

Брутният вътрешен продукт и в двете държави е засегнат от разразилата се криза. Но докато в Сингапур негативните стойности са -1.3%, то в Хонконг през 1998 г. се отчита спад на БВП от над 6%. Мерките на правителството на Сингапур се оказват по-успешни, защото са насочени към предотвратяване на кризата и ограничаване на нейния ефект. В Хонконг те са по-неефективни и въпреки че излизат извън рамките на класическия паричен съвет, не са толкова адекватни, защото са насочени към защита на валутния курс и стабилността на финансовата система, а не към стимулиране на растежа или поне ограничаване на спада в реалния сектор (вж. фиг. 3).

Девалвацията на местните валути спрямо долара е един от основните механизми за ограничаване на последствията от кризата. Тази мярка позволява да се увеличи конкурентоспособността на местните стоки спрямо стоките на други държави и да се стимулира експортът. Тъй като и в двете страни той заема значителен дял от БВП (188% в Хонконг и 190% в Сингапур през 1997 г.), този елемент е от особена важност за икономиката (фиг. 4).

Фигура 4

Динамика на нетния експорт като дял от експорта в Хонконг и Сингапур 1994-1999 г.*



* Изчислени от данните за внос и износ по постоянни цени в USD.

Източник. По данни от ООН.

Анализът на данните сочи, че 20% девалвация на валутата в Сингапур се отразява положително върху търговското салдо през втората година от кризата. През 1997 г. нетният износ спада до едва 7% от експорта, но след девалвацията се увеличава до 11% и има съществен принос като елемент от БВП, а през 1998 г. той достига рекордна стойност от 20.5% от БВП. В Хонконг фиксираният валутен курс намалява привлекателността на местните стоки и в държавата от години се наблюдават отрицателни търговски баланси. По време на кризата негативните баланси се увеличават, като достигат 4% от стойността

на износа. Така през 1998 г., когато положителният търговски баланс в Сингапур допринася съществено за ръста на икономиката, в Хонконг приносът на нетния експорт е -5%. По този показател икономиката в паричен съвет също се представя значително по-слабо от тази с централна банка.

По отношение на останалите елементи на БВП отново се наблюдава превес на Сингапур. През 1997 – 1999 г. инвестициите в Хонконг имат среден темп на спад от 12.3%, докато в Сингапур той е 5%. Това се дължи предимно на намесата на НКМА в защита на атаките към финансовата система и към паричния съвет, което налага прекомерно увеличаване на лихвените проценти в местна валута при фиксирани валутни курсове. Такова действие от своя страна логично води до рязко намаляване на инвестиционната активност. Същевременно спекулациите за стабилността на финансовата система на паричния съвет също повишават рисковия елемент в оценката на инвестициите и ги правят по-непривлекателни (табл. 4).

Таблица 4

Средни темпове на нарастване на инвестициите и потребителските разходи в Хонконг и Сингапур 1994 – 1999 г.*

Показател	1994-1996 г.	1997-1999 г.
<i>Темп на нарастване на инвестициите (%)</i>		
Хонконг	8.80	-12.30
Сингапур	17.74	-5.43
<i>Темп на нарастване на потребителските разходи (%)</i>		
Хонконг	2.79	-1.74%
Сингапур	6.33	3.63

* Изчислени от абсолютните стойности в USD по константни цени от 1990 г.

Източник. По данни от ООН.

Що се отнася до потребителските разходи, Сингапур отново има предимство пред Хонконг, като дори за времето на кризата темпът на растеж, макар и да спада значително, остава положителен. В Хонконг през същия период средният темп на спад е около 2%, като положителната тенденция на развитие на потребителските разходи от предходните години се пречупва. През този период безработицата в Хонконг достига до безпрецедентни нива от 6.3% за 1999 г. (1997 г. – 2.2%), докато през 1997 г. в Сингапур тя е по-малко от 2.4%, а през 1999 г. нараства до 4.6%.

Общо за тази двойка държави също може да бъде направен изводът, че икономиката с централна банка изпитва по-слабо влиянието на кризата и се възстановява по-бързо от нея, докато тази в паричен съвет има силни сътресения в основните елементи на БВП. Главните причини за по-лошото представяне на Хонконг са:

- кризата на доверие в страната, която прераства във финансова криза и принуждава институцията на паричния съвет активно да се намеси на пазара на ликвидност, оперирайки с изключително високи лихвени проценти;

- силното намаляване на инвестициите в резултат както от действителната финансова криза и високите лихвени нива, така и от кризата на доверието;
- фиксираният валутен курс, който води до отрицателен нетен експорт и има негативен ефект върху ръста на БВП.

Изводи за България по време на кризата

През първите месеци на 2009 г. представителите на правителството и управляващите отчетоха, че световната криза ще има отражение и в България, но останаха твърде оптимистично настроени, предричайки незначително влияние, и то в краткосрочен план, докато негативните аспекти не станаха вече ясно видими. Адекватната реакция изисква, на първо място, анализ не само на текущата ситуация, но и на предстоящите ефекти от кризата за България, вкл. очакваните ефекти на базата на опита на останалите държави в паричен съвет и, на второ място, прилагане на политики, които да смекчат негативното влияние и да ускорят преодоляването на неблагоприятните резултати.

Според разгледаните примери - Аржентина и Хонконг, първият сектор, върху който се отразява кризата, са преките чуждестранни инвестиции. И действително въпреки отчетения безпрецедентен ръст на ПЧИ за първата половина на 2008 г., когато те достигнаха най-високи стойности на човек от населението в целия свят, последва силен спад. По данни на БНБ за първото полугодие на 2009 г. ПЧИ в България са се свили 2 пъти. От януари до края на юни миналата година страната е привлякла 1.56 млрд. EUR, докато за същия период са влезли двойно повече капитали – 3.27 млрд. EUR. През първото полугодие на 2008 г. ПЧИ представляват 9.6% от БВП, а сега са само 4.6%. Силната зависимост на ръста на българската икономика от ПЧИ прави този феномен особено опасен.

Вторият очакван ефект е голямото съкращаване на износа. Той е свързан, от една страна, с намаляването на потреблението във външно-търговските ни партньори, а от друга, с девалвирането на валути на съседни държави. Значителната девалвация на валутите в региона (Румъния, Унгария, Украйна) направи стоките, които са преки конкуренти от България, още по-неконкурентоспособни и оказва допълнителен натиск върху намаляването на темпа на износ. По данни на БНБ за първото полугодие на 2009 г. износът намалява с 30.3% на годишна база и представлява едва 16% от БВП.

Третото реално измерение на кризата в България, предвидено и от направения анализ, е нарастването на лихвените проценти и по-рестриктивната политика по кредитиране. Поради големия дял на чуждестранните банки у нас ликвидната криза, в която изпаднаха банките-майки в Европа и САЩ, се отрази силно и в българските клонове, където се ограничи отпускането на инвестиционни кредити. В съчетание с по-високите лихвени нива в бъдеще това доведе до спад в брутното капиталобразуване, което за 2007 г. формира 30% от стойността на БВП. За първото полугодие на 2009 г. инвестициите за придо-

биване на дълготрайни материални активи са 9.8 млрд. лв. в сравнение с 10.3 млрд. лв. за същия период на предходната година (по данни на НСИ).

Най-негативният ефект на световната криза за България предстои или може да бъде избягнат. На базата на разгледаните примери най-голямата опасност, пред която може да се изправи българската икономика по време на кризата, е финансова криза в държавата, породена от криза на доверието и атака към фиксирания валутен курс и паричния съвет. Това причинява и най-трайни и негативни последици за икономиката. За съжаление у нас предпоставки за такава атака има. Според доклада на правителството към държавния бюджет на Р България за 2009 г. през следващия 3-годишен период се очаква дефицит по текущата сметка от около 8 млрд. EUR, а преките чуждестранни инвестиции ще бъдат около 6 млрд. EUR. За да не са за сметка на валутния резерв, оставащите непокрити 2 млрд. EUR трябва да се покрият с външно финансиране (частно). При световната ликвидна криза и бягството от рискови активи и при сравнително по-ниския кредитен рейтинг на България привличането на такива кредити може да бъде поставено под съмнение. Положително е, че валутният резерв на страната към 30.09.2009 г. е 24 млрд. лв. Въпреки това опасността от криза на доверието не е адресирана достатъчно и представлява реална и много голяма заплаха, която, ако не се избегне, би довела до трайни негативни тенденции в развитието на държавата.

Именно към тези четири пункта може да бъде насочена антикризисната стратегия на правителството. Някои от възможните мерки са:

Във връзка с намаляването на ПЧИ:

- създаване на допълнителни преференции и данъчни облекчения за инвеститорите, в т.ч. и частните, като особен приоритет трябва да се даде на производствените стратегически инвестиции и програми за привличането им;

- част от спада на ПЧИ може да се компенсира и от пълното оползотворяване на помощта от ЕС, което би обезпечило допълнително по около 1 млрд. EUR годишно.

По отношение на рязкото съкращаване на вноса:

- прилагане на мерки по насърчаване на експортните отрасли, например програми за повишаване на конкурентоспособността – подобно на програмите, финансирани от ЕС;

- мерки за подобряване на туристическата инфраструктура и ограничаване на безразборното строителство.

За да се намали опасността от ограничаване на инвестициите, които са основният елемент на растеж:

- намаляване на минималните задължителни резерви, което обаче трябва да бъде съобразено с възможността от поява на инфлационен натиск;

- данъчни облекчения за нови инвестиции;

- програми на правителството за насърчаване на ипотечното кредитиране и придобиването на недвижима собственост от частни физически лица;

- облекчаване на условията за стартиране на бизнес.

Предпоставки за избягване на опасността от поява на криза на доверие:

- активна политика за приемане на България в ERM II като категорична стъпка към присъединяването към Еврозоната;
- през 2008 г. е приет закон, увеличаващ прага на гарантираните депозити;
- управляващите гарантират ангажираността си със запазването на системата на паричен съвет и защита на фиксирания валутен курс;
- за повишаването на доверието би повлияла и положителната оценка на МВФ, която е свързана със запазване на балансираността на бюджета;
- прозрачност на мерките за справяне с кризата и вярна и пълна информация, поднесени на широката общественост на разбираем език.

Световната финансова криза се отразява на България и като страна в паричен съвет тя е по-заплашена от негативни последици в сравнение с държавите с централни банки. Въпреки това при добра антикризисна програма на управляващите отрицателните ефекти могат да бъдат значително ограничени.

Използвана литература:

Ангелов, И. Световната финансово-икономическа криза и България. - Икономическа мисъл, 2008, N 6.

Минасян, Г. Прегрява ли българската икономика. - Икономическа мисъл, 2008, N 3.

Неновски, Н., К. Христов, Б. Петров. От лев към евро. Кой е най-добрият път. С.: Сиела, 2001.

Христов, К. Паричните съвети в Аржентина, Естония и Литва. Правила срещу дискреция в паричната политика. - Алтернативи, 1998, N 14.

De la Torre, A., E. Levy Yeyati, and S. Schmukler. Living and Dying with Hard Pegs: The Rise and Fall of Argentina's Currency Board. - *Economia*, 2003, Vol. IX.

Eiras, A. I. and B. D. Schaeffer. Argentina's Economic Crisis: An Absence of Capitalism. - *The Capitalism Magazine*, Issue 1, January 15, 2002.

Feldstein, M. Argentina: What Went Wrong? - *Foreign Affairs*, March/April 2002, Vol. 81.

Hanke, S. H. The Disregard for Currency Board Realities. - *Cato Journal*, Spring/Summer 2000, Vol. 20.

Schuler, K. Econ. Intellectual Tyranny of the Status Quo Ignorance and Influence: U.S. Economists on Argentina's Depression of 1998-2002. - *Econ Journal Watch*, August 2005, Vol. 2, N 2.

Shuler, K. The Future of Currency Boards, with Special Reference to Developing Countries and Postscript: the Recent Excitement in Hong Kong. – In: Maggie Tan Pin Neo (ed.). *Currency Board System: A Stop-Gap Measure or a Necessity*. Currency Board System Symposium, 1997, p. 102-122.

Shuler, K. Bolstering Hong Kong's Dollar. - *Asian Wall Street Journal* (Hong Kong), 24 August 1998, 8.

Wu, Ying. Determining a Modified Currency Board's Two-Period Exchange Rate Strategy. - *International Advances in Economic Research*, November 2005, Vol. 11, N 4.

19.II.2009 г.