

Д-р Силвия Кирова*

ВАЛУТНОКУРСОВИ РЕЖИМИ И МАКРОИКОНОМИЧЕСКИ ПОКАЗАТЕЛИ НА ДЪРЖАВИТЕ С ДЕРОГАЦИЯ ОТ ЦЕНТРАЛНА И ИЗТОЧНА ЕВРОПА

Показано е какви са валутнокурсните режими, прилагани от седемте държави с дерогация от Централна и Източна Европа, и има ли връзка използваният от тях режим с макроикономическото им представяне през периода 2003-2012 г. Направен е преглед на прилаганите в тези страни валутнокурсни режими, като са изложени теоретичните възгледи за макроикономическите последици от избора на съответен режим. Представени са резултатите от авторско изследване за инфлацията, икономическия растеж, търговията и външната конкурентоспособност на разглежданите държави.

JEL: F31; F36; F41

През първото десетилетие на XXI век ЕС се разширява, като към него се присъединяват 12 нови държави - България, Естония, Кипър, Латвия, Литва, Малта, Полша, Румъния, Словения, Словакия, Унгария и Чехия. Част от тях вече са членове на Европейския паричен съюз (ЕПС). Останалите, които имат статут на държави с дерогация, предстои да се присъединят в бъдеще, предвид задължението, формулирано в договорите на ЕС, и невъзможността да се договарят повече клаузи за неучастие.

Държавите с дерогация сами избират валутнокурсния си режим, но с присъединяването си към ЕС те трябва да разглеждат валутнокурсната си политика като въпрос от взаимен интерес. Това на практика означава, че до присъединяването си към механизма ERM II (участието в който е един от Маастрихтските критерии) страните от Централна и Източна Европа (ЦИЕ) с дерогация могат да прилагат различни валутнокурсни режими, но те трябва да бъдат съгласувани и да съответстват на очертаната от европейските институции рамка.² Такива са и реалностите – държавите с дерогация от ЦИЕ използват различни валутнокурсни режими.

* УНСС, катедра "Международни икономически отношения и бизнес", skirova@unwe.bg

¹ Silvia Kirova, PhD. CURRENCY REGIMES AND MACROECONOMIC INDICATORS OF THE DEROGATION EU MEMBER STATES FROM CENTRAL AND EASTERN EUROPE. *Summary:*The study points out the exchange-rate regimes applicable in the seven derogation countries in Central and Eastern Europe, and the link of the regime adopted by them and their macroeconomic performance in the period 2003-2012. A review is presented of the currency regimes in these countries, highlighting the theoretical concepts on the macroeconomic consequences from the choice of a relevant regime. The results of the author's research on the inflation, economic growth, trade and the international competitiveness of the investigated countries are revealed.

² Тази рамка е очертана в два документа - Policy Position of the Governing Council of The European Central Bank on Exchange Rate Issues Relating to the Acceding Countries, 18.12.2003 и Report by the

През последните няколко десетилетия възгледите за това кой е подходящият режим за развиващите се и новопоявяващите се икономики значително се променят. В началото на 90-те години на XX век някои от тези държави се ориентират към режими на фиксиране на валутния курс към някоя стабилна валута, заемаща голям дял в тяхната търговия. Валутните кризи от втората половина на 90-те години (в Мексико от 1995 г. и в Азия, Бразилия и Русия от 1997-1998 г.) обаче разкриват, че в условия на силна капиталова мобилност обикновените фиксирани валутни курсове и въобще междинните валутнокурсони режими могат да бъдат силно уязвими, което води до преосмисляне на вижданията. Така в началото на XXI век препоръката към тези икономики от страна на Международния валутен фонд (МВФ) е да се ориентират или към режими на твърдо фиксиран валутен курс, или към режими на свободно плаване (Mussa et al., 2000). Много скоро с провала на паричния съвет в Аржентина през 2002 г. е преосмислена валидността и на този биполярен модел (Ghosh and Ostry, 2009).

Все още обаче остава валидно виждането, че нито един тип валутнокурсони режим не е едновременно подходящ за всички държави и за всички времена (Frankel, 1999), както и че няма такъв валутнокурсони режим, който да може да служи като заместител на разумната макроикономическа политика (Tornell and Velasco, 2000).

Безспорно е също, че изборът на един или друг валутнокурсони режим оказва влияние върху цялостното макроикономическо представяне на тези държави. Що се отнася до макроикономическите показатели на развиващите се и новопоявяващи се икономики при различни валутнокурсони режими, изследванията (De Grawe and Schnabl, 2004) показват, че за тях валутнокурсоната стабилност има значително влияние за постигане на ниска инфлация и принос към растежа. Налице е обаче известен компромис. Той се изразява в това, че режимите на фиксиран валутен курс при тези държави могат да способстват за ограничаване на инфлацията, поддържане на икономическия растеж и за задълбочаване на икономическата интеграция, но същевременно ограничават възможностите за използване на макроикономическите политики, увеличават податливостта при кризи и възпрепятстват бързото приспособяване при външни шокове.

В изследването са включени България, Латвия, Литва, Полша, Румъния, Унгария и Чехия. Географският обхват е определен от факта, че тези страни подобно на България имат статут на държави с дерогация и в бъдеще трябва да се присъединят към ЕПС. Всички те преминават през процес на дълбоки икономически трансформации и структурни преобразувания от началото на 90-те години на XX век, които се отразяват и продължават да влияят на тяхното икономическо развитие. В много отношения тези държави си приличат и по това,

(ECOFIN) Council to the European Council in Nice on the Exchange Rate Aspects of Enlargement, Brussels, 8.11.2000, Council of The European Union Press Release 13055/00

че демонстрират различия с вече участващите в ЕПС страни. По показатели като БВП на човек от населението, производителност на труда, равнище на цените, развитие на финансовите пазари и др. те стоят далече от средните за ЕС и Еврозоната нива. Доходите на човек от населението през 2012 г. (измерени с показателя БВП на човек от населението по стандарт на покупателната способност) варират от 47% от средните за ЕС доходи в България до 79% в Чехия. Подобно е състоянието и при ценовите равнища. Позицията на „догонващи икономики“ предопределя и по-дългия път, който разглежданите държави трябва да изминат, за да се доближат до средните нива по изброените показатели, както и специфичните проблеми в процеса на номинално и реално сближаване. Тези сходства правят интересно от научна гледна точка едно сравнително изследване с оглед на резултатите и изводите, които могат да се извлекат от него.

Приложената методология е сравнително проста и се основава на сравнителен анализ. Теоретичната рамка се базира на литературата, посветена на валутнокурсните режими и последиците от избора им, от която са изведени макроикономическите показатели - обект на това изследване. Анализът се основава на годишни данни за хармонизиран индекс на потребителски цени, темп на икономически растеж, обем на износа и вноса и др. Въз основа на тези данни са изчислени средни аритметични величини или процентно изменение за разглежданите държави, които са анализирани в сравнителен план. Тъй като върху избраните икономически показатели влияят едновременно редица други фактори, а връзката между валутнокурсния режим и тези показатели е условна и опосредствана, резултатите могат да се интерпретират, вземайки предвид тези ограничения. Изследването няма за задача да измерва силата на връзката между прилагания валутнокурсен режим и избраните макроикономически променливи, нито връзката между тях, контролирайки останалите фактори, които оказват въздействие. Целта е въз основа на данните да се установи дали държавите, които са прилагали режим на фиксиран валутен курс, са имали по-добро икономическо представяне от тези с режим на плаващ валутен курс, или обратно.

Извън обсега на изследването остават и въпросите, свързани с присъединяването на разглежданите страни към ЕПС (стратегии им за приемане на еврото, обществените нагласи по отношение на евентуално членство в Еврозоната, степента на изпълнение на критериите от Маастрихт и на реална конвергенция на икономиките им), които могат да бъдат обект на самостоятелно проучване. Трябва да се отбележи обаче, че под влияние на дълговата и институционалната криза в ЕПС стратегиите на държавите с дерогация претърпяват сериозна ревизия. Многого промени, настъпили в институционалната и правната рамка на ЕПС, съществено повишават очакваните разходи, свързани с едно бъдещо участие в Еврозоната. Това води до преосмисляне на вижданията на разглежданите държави относно бързината, с която трябва да се осъществи тяхното включване в нея. Към сегашния момент се

очертава следната ситуация - Латвия става осемнадесетия член на ЕПС от 1 януари 2014 г., а Литва заявява желание да се присъедини от началото на 2015 г. Всички останали пет държави нямат ясен времеви график за постигане на пълноправно членство в ЕПС.

Валутнокурсони режими на държавите от ЦИЕ с дерогация

Валутнокурсоните режими на държавите от ЦИЕ са обект на редица научни изследвания (De Grauwe and Schnabl, 2004; De Grauwe and Schnabl, 2008; Backe, Moser and Pointner, 2002; Tsangarides, 2010 и др.)³ поради факта, че изборът на режим и смяната на един режим с друг оказват голямо въздействие върху тяхното икономическо развитие в началото на прехода им към пазарна икономика.

Според ревизираната класификация на валутнокурсоните режими на МВФ,⁴ която е в сила от 2009 г., има десет типа режими. Въпреки това условно бихме могли да разделим разглежданите държави в две групи: прилагащи форма на режим на фиксиран валутен курс (тук отнасям паричен съвет и формално фиксиран валутен курс) или форма на плаващ валутен курс (тук включвам режимите на плаващ и на свободно плаващ валутен курс). В първата категория попадат България, Латвия и Литва, а във втората Полша, Румъния и Чехия. Унгария е единствената държава, която през разглеждания период прави смяна на валутнокурсония режим и затова е необходимо да се разглежда отделно.

Характерно за първата група държави е, че в първоначалния етап на прехода към пазарна икономика те се насочват към плаващ валутен курс.⁵ В България през 1997 г. този режим е заменен от паричен съвет. През 1994 г. Латвия и Литва също се ориентират към фиксиран валутен курс в търсене на макроикономическа стабилизация, намаляване на инфлацията и засилване на доверието към провежданата икономическа политика.

Според класификацията на МВФ към 30 април 2012 г. валутнокурсоните режими на тези три държави са, както следва: България и Литва – паричен съвет, Латвия – формално фиксиран валутен курс. Полша и Чехия използват свободно плаващ валутен курс, а Румъния и Унгария - плаващ. С изключение на Румъния разглежданите държави през 90-те години на миналия век прилагат фиксиран или пълзящо фиксиран курс. Унгария е единствената страна, която

³ От българските автори изследвания по тази проблематика имат Неновски, 2009; Минасян, 2004; Маринов, 2006 и др.

⁴ Habermeier, K. et al. (2009).

⁵ Неновски (2009) определя тези страни като държави с „плаващ старт“, като според него те са загубили от този избор, който е забавил тяхното развитие. За разлика от тях държавите с т. нар. фиксиран старт като Полша, Унгария и Чехия, при които преходът започва с режими на фиксиран курс, са имали по-дисциплиниран и „некорумпиран“ преход.

през периода 2003-2012 г. претърпява смяна на валутнокурсвия режим – от фиксиран валутен курс с лента на отклонение, през 2008 г. тя се ориентира към плаващ валутен курс.

Таблица 1

Валутнокурсви режими на държавите от ЦИЕ с дерогация според де факто класификацията на МВФ към 30 април 2012 г.

Страна	Валутнокурсви режим	Рамка на паричната политика	Участие в ERM II
България	Паричен съвет	Валутнокурсва котва	Не
Латвия	Формално фиксиран валутен курс	Валутнокурсва котва	Да
Литва	Паричен съвет	Валутнокурсва котва	Да
Полша	Свободно плаващ валутен курс	Инфлационно таргетиране	Не
Унгария	Плаващ валутен курс	Инфлационно таргетиране	Не
Румъния	Плаващ валутен курс	Инфлационно таргетиране	Не
Чехия	Свободно плаващ валутен курс	Инфлационно таргетиране	Не

Източник. МВФ. Годишен доклад за 2012 г.

От 1 юли 1997 г. *България* въвежда режим на паричен съвет като единствен разумен избор в условията на остра икономическа и финансова криза и при загуба на доверие в централната банка. Прилаганият дотогава режим на управлявано плаване не спомага за установяването на макроикономическа стабилност. Напротив, сравнявана с другите държави от ЦИЕ, през 1991-1995 г. България е страната с най-висока средна инфлация, най-големи колебания на темповете ѝ и най-нисък икономически растеж (Заимов и Христов, 2002). При установяването на паричния съвет българският лев е фиксиран към германската марка при курс от 1000 лв. за една марка. С въвеждането на еврото от 1 януари 1999 г. то заменя марката като валута-котва при разменен курс 1955.83 лв. за 1 EUR, който след деноминацията на българския лев става съответно 1.95583 лв. за 1 EUR.

През целия разглеждан период валутнокурсвият режим, прилаган от *Латвия*, е формално фиксиран валутен курс. От февруари 1994 г. до началото на 2005 г. страната използва режим на фиксиран валутен курс, при който курсът на лата е фиксиран към специални права на тираж. От 1 януари 2005 г. те са заменени от еврото като валута-котва и латът е фиксиран при ниво 0.702804 лата за 1 EUR. На 2 май 2005 г. Латвия се присъединява към валутнокурсвия механизъм ERM II. Централният курс на латвийската валута е фиксиран при установеното дотогава ниво 0.702804 лата за 1 EUR. В съответствие с предоставената възможност страната поема едностранен ангажимент за поддър-

жане на курса в граници за отклонение от $\pm 1\%$ около централния паритет (при допустими в ERM II $\pm 15\%$).

През 2003-2012 г. *Литва* прилага режим на паричен съвет, който функционира от 1 февруари 1994 г., като до 1 февруари 2002 г. литът е фиксиран към американския долар. От 2 февруари 2002 г. той е заменен от еврото като валута-котва и паричният съвет продължава да оперира при курс от 3.45280 лита за 1 EUR. На 28 юни 2004 г. страната се присъединява към валутно-курсния механизъм ERM II, в който участва и сега. Това става при запазване на режима на паричен съвет като едностранен ангажимент и при запазване на курса от 3.45280 лита за 1 EUR и допустими стандартни граници на колебание от $\pm 15\%$ около централния паритет.

През същия период *Полша* прилага режим на свободно плаващ валутен курс, възприет от април 2000 г. През 90-те години на XX век страната преминава през фиксиран валутен курс, пълзящо фиксиран курс и пълзящо фиксиран курс с лента за отклонения. Изборът на тези режими се обуславя от необходимостта да се търси баланс между две цели – от една страна, намаляване на инфлационния натиск и установяване на стабилност, а от друга, запазване на външна конкурентоспособност. След понижаване на темповете на инфлация в края на 90-те години и финансовата интеграция Полша се ориентира към режим на свободно плаване на злотата, който да даде повече гъвкавост на икономиката.

През 2003-2012 г. *Румъния* използва режим на управлявано плаване съвместно с инфлационно таргетиране. Това означава, че румънската централна банка интервенира на валутния пазар, когато е необходимо, за да ограничи значителни колебания на валутния курс, без да следва определена или предвидима пътека за курса на националната валута – леята.

Унгария е държавата, която вероятно преминава през най-много смени на валутнокурсони режими. През 90-те години на миналия век страната се ориентира към пълзящо фиксиран и пълзящо фиксиран валутен курс с лента за отклонения. Изборът на тези режими е определен от желанието да се постигне макроикономическа стабилизация, като същевременно се запази известна гъвкавост. През разглеждания период Унгария преминава през два валутнокурсони режима. От 2003 г. до февруари 2008 г. тя прилага фиксиран валутен курс към еврото с допустими граници на отклонение от $\pm 15\%$. Този режим е възприет от септември 2001 г. при централен курс от 276.10 форинта за 1 EUR, а след еднократната девалвация през 2003 г. курсът е установен на 282.36 форинта за 1 EUR. Използваният през този период режим на практика пресъздава условията на ERM II, без Унгария формално да е част от този механизъм. От февруари 2008 г. страната преминава към свободно плаващ валутен курс спрямо еврото като референтна валута. Към април 2012 г. МВФ определя режима на Унгария като плаващ, а не свободно плаващ.

През целия разглеждан период *Чехия* прилага режим на управлявано плаване на валутния курс съвместно с инфлационно таргетиране. Този режим е

възприет в средата на 1997 г., след като в началото на същата година чешката крона попада под спекулативен натиск, водещ до обезценяването ѝ. Това принуждава паричните власти в страната да изоставят действащия тогава междинен режим, предвиждащ фиксиран курс и лента на отклонения от $\pm 7\%$. Въпреки, че централната банка на Чехия заявява, че прилага режим на управлявано плаване, през 2012 г. МВФ го класифицира като режим на свободно плаване.

Валутнокурсони режими и макроикономически показатели на държавите с дерогация от ЦИЕ през периода 2003-2012 г.

Проблемите на валутнокурсоните режими са сред темите, които пораждават оживени дискусии и са обект на най-много изследвания в икономическата литература. Една от причините за този интерес се крие в желанието на изследователите да дадат по-ясни отговори на редица въпроси, свързани с валутните курсове, а именно кои са факторите, определящи избора на един или друг тип валутнокурсон режим, какви са причините за смяната му, и не на последно място, какво е влиянието на тези режими върху макроикономическото представяне на държавата, измерено чрез инфлация, темпове на икономически растеж и др. Емпиричните изследвания дават твърде противоречиви отговори на поставените въпроси. Във връзка с това Rose (2011) и Obstfeld and Rogoff (2011) стигат до извода, че няма съществени доказателствата за наличието на значимо влияние на валутнокурсония режим върху икономическото представяне, измерено чрез променливи като инфлация и икономически растеж.

Валутнокурсони режими и инфлация

По отношение на връзката между валутнокурсония режим и инфлацията, в теорията доминира гледната точка, че фиксираният валутен курс е свързан с по-ниска инфлация (Crocket and Goldstein, 1976; Ghosh et al., 1997). Такъв курс е прозрачна и лесно наблюдавана парична котва, поради което поддържането му може успешно да осигури доверие в паричните институции. Колкото по-твърдо е фиксирането, толкова по-ефективен е валутнокурсоният режим за утвърждаването на доверие, а оттам идва и ползата от ниска инфлация. Това заключение се отнася най-вече за държави с новоизградени институции, нямащи опит в провеждането на парична политика, или за такива, които са се провалили и са допуснали висока инфлация. Фиксирането на курса на националната валута към валута, която се характеризира с ниска инфлация, позволява на тези институции да спечелят доверие или да си възвърнат загубено доверие.

Според Ghosh et al. (1997) връзката между фиксирания валутен курс и ниската инфлация произтича от наличието на два ефекта – дисциплиниращ и ефект на доверието. Първият се изразява в това, че фиксираният валутен курс провокира благоразумна парична и фискална политика, защото прави

политическите разходи от изоставянето на фиксирания паритет твърде високи. При втория ефект доверието в способността на централната банка да поддържа паритета прераства в доверие в националната валута, а оттам и в желание да се държи национална валута вместо стоки и чужда валута, което пък води до намаляване на инфлационните очаквания и инфлацията. Авторите признават, че ниската инфлация се асоциира отчасти с фиксираните режими, защото страните, които овладяват ръста на цените, са в състояние успешно да поддържат и фиксирания паритет. Те обаче откриват и наличието на обратна връзка, а именно, че държави, избрали режим на фиксиран валутен курс, постигат по-ниски темпове на инфлация.

Съществува и друго виждане по въпроса. Според Calvo and Mishkin (2003) при наличието на стабилна институционална рамка (независима централна банка, ползваща се с доверие) ниска инфлация може да бъде постигната и без изричен ангажимент за поддържане на определен валутен курс.

Емпиричните изследвания в известна степен потвърждават наличието на връзка между валутнокурсния режим и инфлацията, но само за определени групи държави (Rogoff et al., 2003; Ghosh et al., 2010). В изследване на екип на МВФ от 2003 г. за държавите-членки на Фонда, обхващащо периода 1970-1999 г., Rogoff et al. (2003) откриват, че режимите на фиксиран валутен курс се асоциират с по-ниска инфлация, отколкото междинните режими (които не са нито твърдо, формално фиксирани, нито плаващи) и тези на плаващ. Това обаче се отнася само за развиващите се икономики. В развитите държави инфлацията намалява с увеличаване на гъвкавостта на валутния курс. Авторите обособяват в отделна група новопоявяващите се икономики, за които откриват, че темпът на инфлация няма връзка с гъвкавостта на валутния курс. Според тях тези икономики, подобно на развитите, имат по-голяма откритост към капиталовите пазари, но се отличават с институционална и пазарна незрялост, които се проявяват във висока инфлация и задлъжнялост, банкови кризи и др. Поради по-голямата връзка на новопоявяващите се икономики с капиталовите пазари установяването на фиксиран валутен курс предполага по-голяма част от паричните агрегати да служат като покритие за поддържане на валутния курс. Ето защо такъв тип валутнокурсен режим не е в състояние да им осигури макроикономическа стабилност и за тях е добре да инвестират в т.нар. от авторите „учене да се плава”. Интересно е да се посочи, че разглежданите тук страни от ЦИЕ попадат и в изследването на МВФ, като България, Латвия, Литва и Румъния са класифицирани като развиващи се икономики, а Чехия, Полша и Унгария като новопоявяващи се.

В по-късно изследване на МВФ за държавите-членки на фонда, обхващащо периода 1980-2006 г., Ghosh et al. (2010) откриват, че ползата от по-ниската инфлация се проявява и при новопоявяващите се икономики с фиксиран курс. Ползите се реализират при наличието на формален ангажимент от страна на централната банка да поддържа определен валутен

курс и на доверието, което този ангажимент поражда, а не само от интервенциите, които тя прави в подкрепа на курса. Когато обаче е налице фактически фиксиран валутен курс без формален ангажимент, доверието в институцията е по-малко и резултатите по отношение на инфлацията не са така добри.

Що се отнася конкретно за държавите от ЦИЕ, De Grauwe and Schnabl (2008) доказват съществуването на значима позитивна връзка между валутнокурсната стабилност и ниската инфлация, както и между валутнокурсната стабилност и икономическия растеж за периода 1984-2004 г.

От посоченото дотук става ясно, че способността на един валутнокурсен режим, било то на фиксиран или на плаващ валутен курс, да установи макроикономическа стабилност се свързва най-вече с категорията доверие. Става въпрос за общественото доверие във валутнокурсния режим, което на практика е доверие в институциите, които провеждат паричната и в частност валутнокурсната политика в една държава. По отношение на разглежданите държави съществуват редица емпирични изследвания, които се опитват да измерят равнището на това доверие, например Ganev et al. (2001), Feige (2003), Chitu (2012), Ганев, (2004) и др. Авторите използват различни методологии и изчисляват различни индекси на доверието във валутнокурсния режим. Един от най-често използваните измерители е степента на т.нар. фактическа доларизация,⁶ или степента, до която чуждестранна валута измества националната в някоя от функциите ѝ на пари.⁷ Според Feige (2003) доларизацията е естественят отговор на стопанските субекти при загуба на доверие в местната валута, която обикновено е резултат от епизоди на висока инфлация, девалвация или валутни конфискации. Изчислените от него индекси⁸ за разглежданите държави показват висока степен на доларизация в Латвия (67.5), Румъния (50.7), България (48.5) и Литва (34.7) и по-ниска в Чехия (13.7), Унгария (17) и Полша (19) към 2001 г.

По-нови данни за степента на доларизация могат да бъдат открити в изследване на Chitu (2012), в което тя се измерва като дял на кредитите в чужда валута от общата им стойност. Данните показват, че към 2006 г. най-висок дял на кредитите в чужда валута има в Латвия (около 80%). В България, Румъния, Унгария и Литва те варират около 50%, а в Полша и Чехия са съответно около 25 и 15%. Ако съдим само по тези данни за равнището на доверие във валутнокурсния режим, бихме могли да заключим, че то е най-

⁶ Прието е да се използва терминът „доларизация“, дори когато става въпрос за замяна на националната валута с друга валута, различна от долара.

⁷ Предвид това, че основните функции на парите са да служат като средство за размяна, средство за съхранение на стойността и като разчетна единица, говорим съответно за платежна доларизация, доларизация на депозитите или заемите и за реална доларизация.

⁸ Feige (2003) изчислява Comprehensive Dollarization Index (CDI), който обхваща степента на платежна доларизация и доларизация на депозитите.

високо в Полша и Чехия и най-ниско в Латвия. Тази интерпретация на резултатите обаче е твърде опростена, предвид наличието на много други фактори, които определят степента на доларизация и не са непременно свързани с доверието в режима. Такива са например някои фактори от политически и геостратегически характер, степента на институционализация на валутнокурсовия режим, наличието на епизоди на банкови кризи в миналото и др. Следователно за доверието към режима може да се съди по степента на доларизация, но само при отчитане и на останалите фактори.

Какво показват резултатите от изследването за инфлацията в държавите с дерогация от ЦИЕ за 2003-2012 г.? Въз основа на първични данни за хармонизирания индекс на потребителските цени (среден годишен индекс) за тези държави е изчислена промяната в ценовото равнище за разглеждания период.

Таблица 2

Хармонизиран индекс на потребителските цени (2005 г. = 100), среден годишен индекс и процентно изменение за периода 2003-2012 г.

Страна	2003 г.	2004 г.	2005 г.	2006 г.	2007 г.	2008 г.	2009 г.	2010 г.	2011 г.	2012 г.	Изменение
България	88.44	94.30	100	107.42	115.55	129.36	132.56	136.58	141.21	144.58	63
Латвия	88.10	93.55	100	106.57	117.32	135.21	139.62	137.91	143.73	147.02	67
Литва	96.29	97.41	100	103.79	109.83	122.01	127.09	128.60	133.90	138.14	43
Полша	94.50	97.90	100	101.30	103.90	108.30	112.60	115.60	120.10	124.50	32
Румъния	81.94	91.68	100	106.60	111.84	120.69	127.43	135.17	143.04	147.88	80
Унгария	90.50	96.63	100	104.03	112.28	119.05	123.85	129.70	134.79	142.42	57
Чехия	96.00	98.40	100	102.10	105.10	111.7	112.4	113.7	116.2	120.30	25

Източник: Евростат и собствени изчисления

Анализът на данните показва, че най-съществено покачване на цените отчита Румъния (80%), следвана от Латвия (67%) и България (63%). На другия полюс с най-малко покачване на цените за целия 10-годишен период са Чехия (25%) и Полша (32%). Литва и Унгария са в средата на класацията с покачване през периода от съответно 43 и 57%.

Оказва се, че най-голяма натрупана инфлация е регистрирана в държава с плаващ валутен курс, последвана от две страни с фиксиран курс - Латвия и България. Най-малко е покачването на ценовото равнище в държавите, прилагащи плаващ валутен курс - Чехия и Полша. Тези резултати са в унисон с резултатите от цитираните изследвания, които показват, че изборът на фиксиран валутен курс не е непременно гарант за ниска инфлация. Не може да се твърди, че през периода държавите с такъв режим са имали по-ниска инфлация, отколкото тези с плаващ, или обратното. Резултатите ни насочват също към доминиращата роля на други фактори, които предопределят инфлационната динамика в разглежданите страни през изследвания период.

Главният фактор, стоящ в основата на инфлационните процеси в държавите с дерогация от ЦИЕ, е догонващият им статут и проявяващият се ефект „Balassa-Samuelson”. Специфичен проблем на страните, които тръгват от ниски изходни позиции на реалните икономически показатели, е, че процесът на догонване е свързан с повишаване на производителността в сектора, произвеждащ търгуеми стоки, а това води до поскъпване на реалния валутен курс. Проявлението на ефекта „Balassa-Samuelson” се изразява или в регистрирането на по-високи нива на инфлацията (ако държавите фиксират валутния курс на националната си валута), или в номиналното поскъпване на тяхната валута (ако прилагат плаващ валутен курс).

Емпиричните изследвания потвърждават валидността на този ефект за разглежданите страни, и в частност за България (Чукалев, 2002, 2010; Mihaljek and Klau, 2004, 2008). Ефектът обяснява само част (до максимум 3 процентни пункта) от инфлационния диференциал с Еврозоната. За останалата част обяснението трябва да се търси в други причини като: притока на средства от Структурните фондове на ЕС, притока на капитали след присъединяването към Съюза, съществуването на разлики в структурата и гъвкавостта на стоковите и трудовите пазари, необходимостта от адаптиране на акцизните ставки и администрираните цени и т.н.

Валутнокурсови режими и икономически растеж

От теоретична гледна точка влиянието на валутнокурсовия режим върху темповете на икономически растеж е противоречиво. Според някои учени (Dornbush, 2001; Frankel and Rose, 2002) фиксираният валутен курс е предпоставка за постигане на по-висок икономически растеж, който се реализира обикновено по две линии – търговията и инвестициите. Dornbush обяснява тази връзка с това, че фиксираните валутни курсове водят до по-малка инфлация, а оттам до по-ниски лихвени проценти, което от своя страна стимулира растежа. Според Frankel и Rose обяснението е друго - по-високите темпове на икономически растеж при фиксираните валутни курсове идват по линия на увеличената търговия вследствие на намаляването на транзакционните разходи. Подобно е схващането, че поради макроикономическата дисциплина, която предполага, фиксираният валутен курс може да привлече повече инвестиции, а оттам и по-голям растеж. Обратно на тези възгледи редица други икономисти смятат, че плаващите валутни курсове са предпоставка за по-висок икономически растеж, защото те способстват за по-правилното преразпределение на ресурсите и за по-бързо приспособяване към външни шокове (Levy-Yeyati and Sturzenegger, 2003).

Наличието на противоречивост в схващанията за връзката между валутнокурсовия режим и икономическия растеж намира логично продължение в нееднозначните резултати от емпиричните изследвания в тази област.

В цитираното изследване на Rogoff et al. (2003) резултатите за цялата извадка от разглеждани държави не показват наличието на връзка между

валутнокурсония режим и икономическия растеж. Когато обаче държавите се групират по степен на развитие, тогава могат да бъдат направени някои заключения. За развиващите се икономики изследването показва, че растежът намалява с увеличаване на гъвкавостта на валутния курс, но връзката не е статистически значима. Точно обратното е положението при развитите икономики, където по-високият икономически растеж се асоциира с плаващ валутен курс, позволяващ по-голяма гъвкавост и по-лесно приспособяване при шокове. Благоприятното влияние на валутнокурсония режим върху растежа при развитите държави дава основание на авторите да заключат, че с развитието на икономиките и институциите стойността на валутнокурсоната гъвкавост се увеличава.

В по-новото изследване на МВФ Gosh et al. (2010) доказват, че най-добро представяне по отношение на икономическия растеж имат междинните режими, които представляват добър баланс между твърдо фиксиран и свободно плаващ валутен курс.

Резултатите от проучване на Rose (2011) също не потвърждават наличието на значима връзка между валутнокурсония режим и икономическия растеж. Според автора това не е изненадващ резултат, защото изборът на режим е на практика избор на типа парична политика и като такъв не може да има значим ефект върху темповете на растеж в дългосрочен план.

Таблица 3

Темпове на икономически растеж в периода 2003-2012 г.

Страна	2003 г.	2004 г.	2005 г.	2006 г.	2007 г.	2008 г.	2009 г.	2010 г.	2011 г.	2012 г.	AV1*	AV2*	AV3*
България	5.5	6.7	6.4	6.5	6.4	6.2	-5.5	0.4	1.8	0.8	3.5	6.3	1
Латвия	7.6	8.9	10.1	11.2	9.6	-3.3	-17.7	-0.9	5.5	5.6	3.7	7.4	3.4
Литва	10.3	7.4	7.8	7.8	9.8	2.9	-14.8	1.5	5.9	3.7	4.2	7.7	3.7
Полша	3.9	5.3	3.6	6.2	6.8	5.1	1.6	3.9	4.5	1.9	4.3	5.2	3.4
Румъния	5.2	8.5	4.2	7.9	6.3	7.3	-6.6	-1.1	2.2	0.7	3.5	6.6	0.6
Унгария	3.9	4.8	4	3.9	0.1	0.9	-6.8	1.3	1.6	-1.7	1.2	2.9	0.4
Чехия	3.8	4.7	6.8	7	5.7	3.1	-4.5	2.5	1.9	-1.3	3	5.2	1

* AV1 е средноаритметична величина за периода 2003-2012 г., AV2 е средноаритметична величина за периода 2003-2008 г., а AV3 - за периода 2010-2012 г. 2009 г. е изключена при изчисленията на средни величини и се разглежда самостоятелно поради големия спад на БВП през тази година.

Източник: Евростат и собствени изчисления

Резултатите от изследването за седемте държави с дерогация от ЦИЕ през периода 2003-2012 г. показват, че най-висок среден икономически растеж е постигнат от Полша (4.3%), следвана от Литва (4.2%) и Латвия (3.7%). България, Румъния и Чехия са по средата. В дъното на класацията с най-нисък среден икономически растеж за периода е Унгария (1.2%). Тези резултати показват липсата на пряка връзка между валутнокурсония режим и икономическия растеж

при разглежданите страни. Най-висок икономически растеж е регистриран в държава с плаващ валутен курс, но тя е последвана от страни с фиксиран курс. Най-нисък за целия период, както и за подпериодите, е растежът в Унгария, която до 2008 г. има фиксиран курс с лента за отклонение, а след 2008 г. преминава към режим на управлявано плаване.

Разделяйки държавите (с изключение на Унгария) на две групи според валутнокурсския режим и изчислявайки среден темп на растеж за целия период за двете групи, получаваме среден темп на растеж от 3.8% за трите държави с фиксиран курс и 3.6% за групата с плаващ валутен курс.

Интересно от гледна точка на това изследване е да се анализират и средните темпове на растеж на разглежданите държави в предкризисния период (AV2), средните посткризисни темпове на растеж (AV3), както и спадът на БВП през 2009 г. Резултатите показват, че Латвия и Литва - и двете с режим на фиксиран валутен курс, претърпяват най-значителното намаление на БВП през 2009 г., съответно от -17.7 и -14.8%. България, макар и подобно на тях да прилага режим на фиксиран валутен курс, регистрира далеч по-малък спад на БВП (-5.5%). Литва и Латвия реализират най-високи темпове на растеж преди кризата, следвани от Румъния и България, както и най-бързи темпове на възстановяване през периода 2010-2012 г., следвани от Полша. Последната е и единствената от разглежданите страни, която през 2009 г. не реализира отрицателен темп на растеж на БВП. Тези резултати показват, че фиксираният валутен курс в Латвия и Литва не е попречил на възстановяването на икономиките след кризисната 2009 г.

В подобно изследване на Tsangarides (2010) за ролята на валутнокурсните режими за растежа по време на глобалната финансова криза и възстановяването от нея в 50 новопоявяващи се икономики⁹ авторите заключават, че държавите с фиксирани и тези с плаващи режими са имали сходно представяне по отношение на растежа по време на кризата, но през периода на възстановяване страните с фиксирани режими са регистрирали по-слаб растеж от тези с плаващи режими.

Валутнокурсни режими, търговия и външна конкурентоспособност на икономиката

Интересно от гледна точка на последиците от избора на валутнокурсен режим е да се установи дали има връзка между прилагания от държавата режим и динамиката на търговския обмен, който тя осъществява, както и дали режимът има отношение към външната конкурентоспособност. В това отношение основополагащо е изследването на Rose (2000), което има за цел да установи какво е влиянието на общата валута върху търговията между държавите, участващи в паричен съюз. Впоследствие Klein and Shambaugh (2006) също изследват това влияние. Резултатите почти единодушно показ-

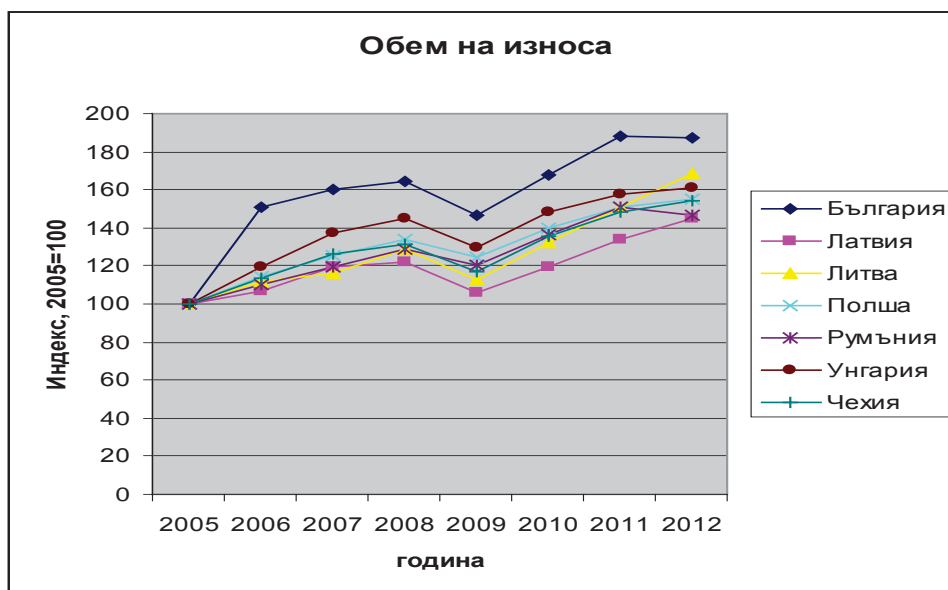
⁹ В тях са включени и всички седем страни, които са обект на това изследване.

ват, че фиксираните валутнокурсони режими стимулират търговията поради намаляване на валутнокурсони риск и транзакционните разходи. И при двете цитирани изследвания авторите не откриват сведения за т.нар. ефект на отклоняване на търговия, следователно увеличената търговия между участниците в паричния съюз - между държавата, която фиксира курса на валутата си към базисна валута, и страната на тази валута (както и други държави, фиксирани към същата валута), не е за сметка на намаляване на търговията с трети държави.

В проучването за влиянието на валутнокурсони режими на страните с дерогация от ЦИЕ върху търговските им потоци е изследвана промяната в обемите на износа и вноса през 2005-2012 г.¹⁰ Данните (вж. фиг. 1 и 2) показват, че при всички разглеждани държави износът бележи ръст до 2008 г., последван от спад през 2009 г., при който обемите се запазват над нивата от 2005 г. След 2009 г. износът отново се увеличава и обемите надвишават достигнатите през 2008 г. нива.

Фигура 1

Обем на износа по държави през 2005-2012 г.
(индекс 2005=100)



Източник. Евростат.

¹⁰ В тази част изследването се отнася за периода 2005-2012 г. поради липса на съвместими данни за 2003 и 2004 г. в базата данни на Евростат.

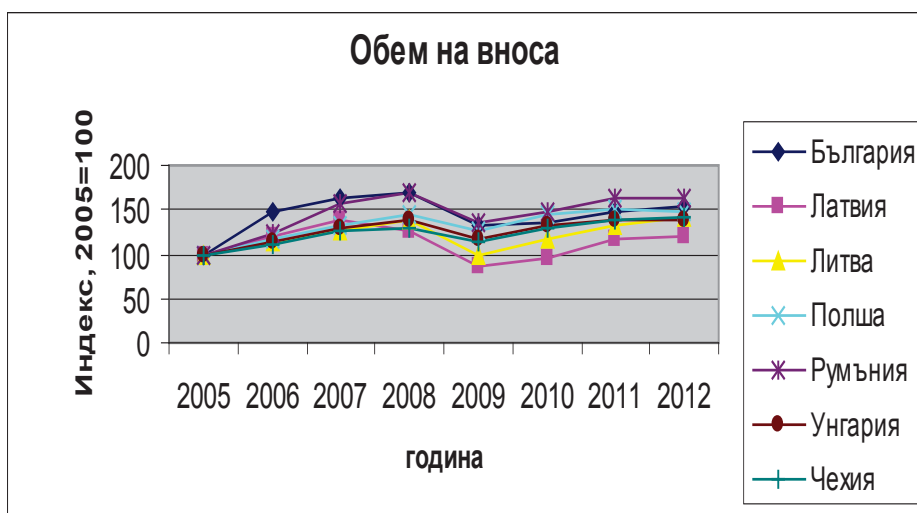
Анализът по отделни държави показва, че най-голямо увеличение на обемите на износа през 2012 спрямо 2005 г. има в България (87.7%), следвана от Литва (68.9%) и Унгария (60.8%). Най-скромен е ръстът на износа на Латвия (45.1%) и Румъния (46.2%).

Що се отнася до вноса, при него също се наблюдава нарастване на обемите до 2008 г., последвано от спад през 2009 г. При две от държавите (Латвия и Литва) спадът през 2009 г. води до намаляване на обема на вноса под нивото му от 2005 г. След 2009 г. е налице увеличаване на обемите, но в повечето страни не са достигнати нивата на вноса от 2008 г.

Детайлният преглед по държави показва, че Румъния има най-голямо увеличение на обема на вноса през периода 2005-2012 г. (62.2%), следвана от България (54.1%), а най-малко е увеличението в Латвия (20.2%) и Унгария (38.3%).

Фигура 2

Обем на вноса по държави в периода 2005-2012 г. (индекс 2005=100)



Източник: Евростат

Тези резултати не ни дават основание категорично да застанем зад твърдението, че фиксирането на валутния курс влияе положително върху търговията. Освен това се установява, че няма връзка между валутнокурсните режими и динамиката на обемите на търговия на изследваните държави през периода.

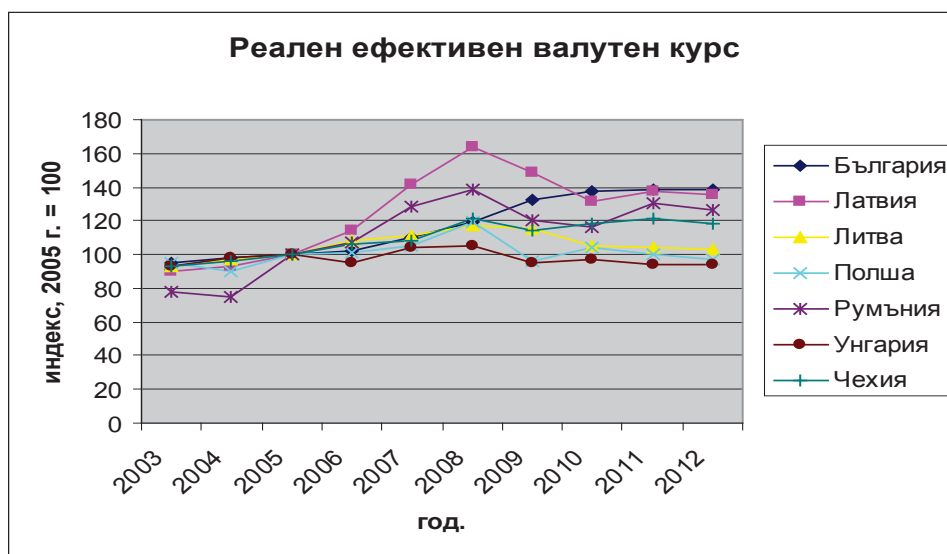
Подробно е изследвано и влиянието на валутнокурсния режим върху външната конкурентоспособност на икономиката. Общоприето е разбирането, че плаващият валутен курс подкрепя конкурентоспособността в по-голяма

степен, защото промяната на номиналния валутен курс спомага за по-бързо и лесно приспособяване. Обратно, при режим на фиксиран курс, при който няма промяна на номиналния курс, промяната в реалния валутен курс и относителните цени става по-бавно и по-болезнено чрез изменение на номиналните цени и заплати, които по природа са по-малко гъвкави (Friedman, 1953). Оттук идва и разбирането за наличието на известен компромис при избора на един или друг режим, изразяващ се в това, че фиксирането на валутния курс може да донесе ползи на развиващите се държави от по-ниската инфлация и по-високия растеж, но същевременно може да затрудни приспособяването им към външни шокове.

Данните за динамиката на реалният ефективен валутен курс показват, че при почти всички държави (с изключение на Полша и Унгария) е налице тенденция към поскъпване на реалния ефективен валутен курс през 2003-2012 г. Особено силно се проявява това поскъпване за България, Латвия, Румъния и в известна степен за Чехия.

Фигура 3

Реален ефективен валутен курс за периода 2003-2012 г.
(индекс 2005=100)



Източник. Евростат.

Интересно е да се установи как поскъпването на реалния валутен курс се е отразило на външната конкурентоспособност на разглежданите държави. За тази цел в табл. 4 са представени пазарните дялове на износа на всяка от тях в световния износ и процентната промяна за периода 2003-2012 г. От

данните може да се види, че страните, при които се наблюдава поскъпване на реалния валутен курс, отчитат увеличаване на пазарните дялове на износа. Най-голямо повишение има в Литва (55%), следвана от Латвия (53%), Румъния (36%) и България (33%). Унгария, при която не се наблюдава поскъпване на реалния валутен курс, отбелязва загуба на пазарен дял на износа.

Таблица 4

Промяна в пазарния дял на износа за периода 2003-2012 г.

Страна	Пазарен дял на износа. 2003 г. (%)	Пазарен дял на износа. 2012 г. (%)	% промяна
България	0.11414	0.15151	33
Латвия	0.05036	0.07714	53
Литва	0.10207	0.15840	55
Полша	0.77041	1.00787	31
Румъния	0.22137	0.30149	36
Унгария	0.55698	0.52943	-5
Чехия	0.60433	0.68533	13

Източник: Евростат и собствени изчисления.

От представените данни може да се направи заключението, че поскъпването на реалния ефективен валутен курс, силно проявено в България, Латвия и Румъния, не е довело до загуба на външната им конкурентоспособност. Освен това не може да се твърди, че страните с плаващ валутен курс са в по-благоприятна позиция от тези с фиксиран, защото при някои от тях (Румъния и Чехия) също се наблюдава значително поскъпване на реалния валутен курс.

Резултатите от това изследване съответстват на тези от други изследвания за търговията и валутнокурсните режими на държавите от ЦИЕ,¹¹ които също показват, че поскъпването на реалния валутен курс няма значим отрицателен ефект върху конкурентоспособността, а е естествен резултат от процеса на догонване и придвижване на курса към ново равновесно състояние.

*

Изследването на макроикономическите последици от избора на валутнокурсен режим за седемте държави от ЦИЕ с дерогация през периода 2003-2012 г. не дава категорични резултати. Те са в унисон с противоречивите теоретични постановки за макроикономическото представяне при един или

¹¹ Вж. Penkova-Pearson, 2011.

друг валутнокурсони режим и са логично продължение на противоречивите резултати от емпиричните изследвания в тази област, които показват, че не може да се търси връзка между прилагания валутнокурсони режим и реализираните темпове на инфлация, икономически растеж и търговия на тези страни. Не може да се твърди, че държавите с фиксиран валутен курс са имали по-добри икономически резултати от тези с плаващ, или обратно. Все пак може да се каже, че през периода 2003-2012 г. най-ниска инфлация и най-висок темп на икономически растеж са постигнати в държави, които прилагат режим на свободно плаване. Полша е единствената страна, която през целия период не е регистрирала спад на БВП на годишна база. Тези факти подкрепят виждането, че когато институциите са стабилни и се ползват с доверие, пазарните механизми работят добре, валутнокурсоната гъвкавост може да осигури необходимата гъвкавост на икономиката при шокове, без това да е за сметка на ценовата стабилност и икономическия растеж.

Използвана литература:

Ганев, Г. (2004). Равнище на доверие във валутния режим в България през 1991-2003 г. Начален опит за калибрация. БНБ, Дискусионен материал 38/2004.

Маринов, Г. (2006). Единната валута на ЕС и източноевропейските страни. Варна: Изд. „Черноморска мрежа на неправителствените организации“.

Минасян, Г. (2004). Пътят към евро: опитът на страните от Източна Европа с паричен съвет. С.: АИ „Проф. Марин Дринов“.

Неновски, Н. (2009). Паричните режими в посткомунистическите страни. Дългосрочни перспективи. - Агенция за икономически анализи и прогнози, Икономически изследвания, 2.

Заимов, М. и К. Христов (2002). Паричната политика и икономиката: петте години на българския паричен съвет. БНБ, Дискусионен материал 27/2002.

Чукалев, Г. (2002). Ефектът Balassa-Samuelson в България. БНБ, Дискусионен материал 24/2002.

Чукалев, Г. (2010). Конвергенция на ценовото равнище между България и ЕС. - Агенция за икономически анализи и прогнози. Икономически изследвания, април.

Backe, P., G. Moser and W. Pointner (2002) Exchange Rate Strategies of the EU Accession Countries on the Road to EMU: Impact on the Euro Area. ONB Focus on Austria 2/2002.

Calvo, G. and F. Mishkin (2003). The Mirage of Exchange Rate Regimes for Emerging Market Countries. - The Journal of Economic Perspectives, Vol. 17, N 4.

Chitu, L. (2012). Was Unofficial Dollarization/Euroization an amplifier of the “Great Recession” of 2007-2009 in Emerging Economies? European Central Bank Working Paper Series, N 1473, September.

Crocket, A. and M. Goldstein (1976). Inflation under Fixed and Flexible Exchange Rates. IMF Staff Papers, Vol. 23.

De Grauwe, P. and G. Schnabl (2004). Exchange Rate Regimes and Macroeconomic Stability in Central and Eastern Europe. CESifo Working Paper N 1182.

De Grauwe, P. and G. Schnabl (2008). Exchange Rate Stability, Inflation and Growth in (South) Eastern and Central Europe. - Review of Development Economics, 12(3).

Dornbush, R. (2001). Fewer Monies, Better Monies. NBER Working Paper 8324.

Emilia, P. (2011). Trade, Convergence and Exchange Rate Regime: Evidence from Bulgaria and Romania. Bulgarian National Bank, Discussion Paper/85/2011.

Feige, E. (2003). The Dynamics of Currency Substitution, Asset Substitution and De facto Dollarization and Euroization in Transition Countries. - Comparative Economic Studies, Vol. 45.

Frankel, J. (1999). No Single Currency Regime is Right for All countries at All Times. Princeton Essays in International Finance N 215.

Frankel, J. and A. Rose (2002). An Estimate of the Effect of Common Currencies on Trade and Income. - Quarterly Journal of Economics, Vol. 117, N 2.

Frieden, T., D. Leblang and N. Valev (2009). The Political Economy of Exchange Rate Regimes in Transition Economies. Springer Science.

Friedman, M. (1953). The Case for Flexible Exchange Rates. – In: M. Friedman (ed.). Essays of Positive Economics. University of Chicago Press

Ganev, G., M. Jarocinski, R. Lubenova and P. Wozniak (2001). Credibility of the Exchange Rate Policy in Transition Countries, Centre for Social and Economic Research. Poland, Case Report 38/2001.

Ghosh, A., J. Ostry and C. Tsangarides (2010). Exchange Rate Regimes and the Stability of the International Monetary System. IMF Occasional Paper N 270.

Ghosh, A. and J. Ostry (2009). Choosing an Exchange Rate Regime. A new look at an old question: Should countries fix, float or choose something in between. - Finance and Development, December.

Ghosh, A., J. Ostry, A. Gulde and H. Wolf (1997). Does the Exchange Rate Matter for Inflation and Growth. - IMF Economic Issues N 2.

Habermeier, K., A. Kokenyne, R. Veyrune and H. Anderson (2009). Revised System for the Classification of Exchange Rate Arrangements. IMF Working Paper WP/09/211.

Levy-Yeyati, E. and F. Sturzenegger (2003). To Float or to Fix: Evidence on the Impact of Exchange Rate Regimes on Growth. - American Economic Review, 93(4).

Mihaljek, D. and M. Klau (2003). The Balassa-Samuelson Effect in Central Europe: A Disaggregated Analysis. BIS Working Paper 143/2003.

Валутнокурсони режими и макроикономически показатели на държавите с дерогация...

Mihaljek, D. and M. Klau (2008). Catching-up and Inflation in Transition Economies: The Balassa-Samuelson Effect Revisited. BIS Working Paper 270/2008.

Mussa, M, M. Masson, A. Swoboda, E. Jadresic, P. Mauro and A. Berg (2000). Exchange Rate Regimes in an Increasingly Integrated World Economy. IMF Occasional Paper 193.

Obstfeld, M. and K. Rogoff (2001). The Six Major Puzzles in International Economics. NBER Macroeconomic Annual, 15, p. 339-412.

Rogoff, K., A. Hussain, A. Mody, R. Brooks and N. Oomes (2003). Evolution and Performance of Exchange Rate Arrangements. IMF Working Paper /03/2003.

Rose, A. (2000). One Money, One Market: Estimating the Effect of Common Currencies on Trade. - Economic Policy, 30.

Rose, A. (2011). Exchange Rate Regimes in the Modern Era: Fixed, Floating or Flaky. CEPR Discussion Paper DP 7987.

Tornell, A. and A. Velasco (2000). Fixed versus Flexible Exchange Rates: Which Provides More Fiscal Discipline? - Journal of Monetary Economics, 45(2).

Tsangarides, Ch. (2010). Crisis and Recovery: Role of Exchange Rate Regime in Emerging Market Countries. IMF Working Paper 242/10.

28.X.2013 г.