

ДИСКУСИЯ ПО ИДЕЯТА ЗА МОДИФИЦИРАН ВАЛУТЕН БОРД

На 9 ноември 2009 година Българската макроикономическа асоциация проведе дискусия по идеята на Илиян Михов за модифициране на валутния борд. Дискусията протече според правилото на Чатъм Хаус (Chatham House Rule¹). Идеята за модифициран борд е изложена в интервю на Илиян Михов от 28 септември 2009 година.²

Основните тези в предложението на Илиян Михов:

„Когато времената са добри и има приток на капитали, централната банка може да бъде по-консервативна и да стерилизира част от ефекта на притока на капитал върху паричната маса.“

„Можем да си го представим като банка с двоен мандат: при силен приток на капитал тя се държи като банка, която има за цел ниска инфлация (например 2-4%). За да може да постигне тази цел, централната банка трябва да има възможност да издава ценни книжа, с които да "обира" излишъка от пари. Когато времената станат по-тежки, тогава банката изкупува обратно тези книжа, с което увеличава паричната маса.“

„Централната банка на Китай използва подобна система от 2003 г., с което успява да неутрализира ефекта на капиталовите потоци и на положителното си търговско салдо върху паричната маса.,,

„Такава система може да помогне на България и да влезе в еврозоната по-бързо, защото ще улесни контрола върху инфлацията.“

„През последните 4 години инфлацията в България е била в рамките на 6-8%, а в някои години и над 10%. Когато кризата отmine, инфлацията вероятно ще достигне пак такива размери.“

Илиян Михов няма публикувано изследване по темата за модифицирания валутен борд, интервюто във вестника е единственото изложение на идеята.

Резюме на мненията на участниците, изказани по време на дискусията

Модифицираният валутен борд като идея предполага централната банка на практика да има две цели на паричната си политика – поддържане на фиксиран валутен курс и таргетиране на определено ниво на инфлация. С други думи, в добрите години за икономиката, когато има растеж над потенциалния (при съществуване на допускането, че за бързо променяща се и конвергираща икономика може да се оцени по надежден начин потенциалния продукт), освен поддържането на фиксиран валутен курс, централната банка ще таргетира и инфлацията. Подобно предложение противоречи на теорията и практиката на инфлационното таргетиране и

1 Chatham House Rule, http://en.wikipedia.org/wiki/Chatham_House_Rule

2 „Проф. Илиян Михов, преподавател по макроикономика и иконометрия в ИНСЕАД: Модифициран борд може да помогне за по-бърз вход в еврозоната“, интервю на Стефан Антонов, в. Дневник, 28 септември 2009
http://www.dnevnik.bg/intervju/2009/09/27/790589_prof_iliian_mihov_prepodavatel_po_makroikonomika_i/

паричната политика като цяло. На първо място концепцията за оптималния контрол, която е пренесена от техническите науки в икономиката, не допуска да имаш един инструмент, с който да таргетираш две цели³. Именно поради това практиката на инфлационното таргетиране изключва интервенции на валутния пазар т.е. поддържане на определено ниво на валутния курс⁴.

Според предложението, централната банка трябва да започне да издава облигации, с които да стерилизира част от притока на капитали. Ако притокът на капитали идва в страната заради относително по-висока доходност, централната банка трябва да предлага облигации достатъчно висока доходност, за да се конкурира за привличане на тези капитали към издаваните от нея ценни книжа. На практика, това означава, че централната банка започва да определя лихвен процент в икономиката (нещо, което при валутен борд една централна банка не трябва да прави). Същевременно, според правилото за невъзможната троица⁵, не е възможно една страна едновременно да има свободно движение на капитали, контрол върху валутния курс и контрол върху лихвения процент. А точно това би се получило при модифициран валутен борд, което ще направи един такъв режим неустойчив.

Издаването на облигации е свързано с плащане на лихва по тях от страна на централната банка. Тъй като БНБ инвестира в нискорискови книжа, може да се очаква лихвите по актива на БНБ да са по-ниски от лихвите по издадените от нея облигации. С други думи, БНБ ще генерира постоянна загуба. Тази загуба ще трябва да бъде покривана от държавния бюджет (централната банка на Израел, например, е получавала милиарди долара трансфер от правителството, за да покрива загубите си при подобна политика).

Обемът на капиталовия приток към страната е огромен – през 2007 година е над 45% от БВП, а кумулативно за десетилетие е още по-голям. Стерилизирането на големи обеми от капитали изисква издаване на огромен обем облигации, с което и загубите на централната банка ще бъдат големи. На практика, правителството ще трябва да има големи фискални излишъци, които да трансферира към централната банка, за да покрива загубите от облигациите. Ако ще се прави това, не е ли по-добре излишъците да влизат в резерва на БНБ, вместо да отиват за покриване на загуби?

Поради такива проблеми Чили и Израел са се отказали от подобна система.⁶

Има дори по-сериозен проблем с модифицирания валутен борд – дали той въобще може да стерилизира притока на капитали чрез издаване на облигации. Тъй като БНБ ще предлага сравнително високи лихви, за да привлече купувачи към облигациите си, и тъй като облигациите ще бъдат изцяло покрити с валутни резерви, те сами по себе си вероятно ще привлекат допълнителен приток на капитали. Т.е. те вероятно няма да стерилизират, а ще увеличат притока на капитали, защото са изгодна и безрискова спекулация. При свободно движение на капитали в рамките на ЕС, няма никакъв начин, по който да се предотврати подобен ефект (особено в малка страна като България, която е силно интегрирана икономически, търговски и финансово с ЕС).

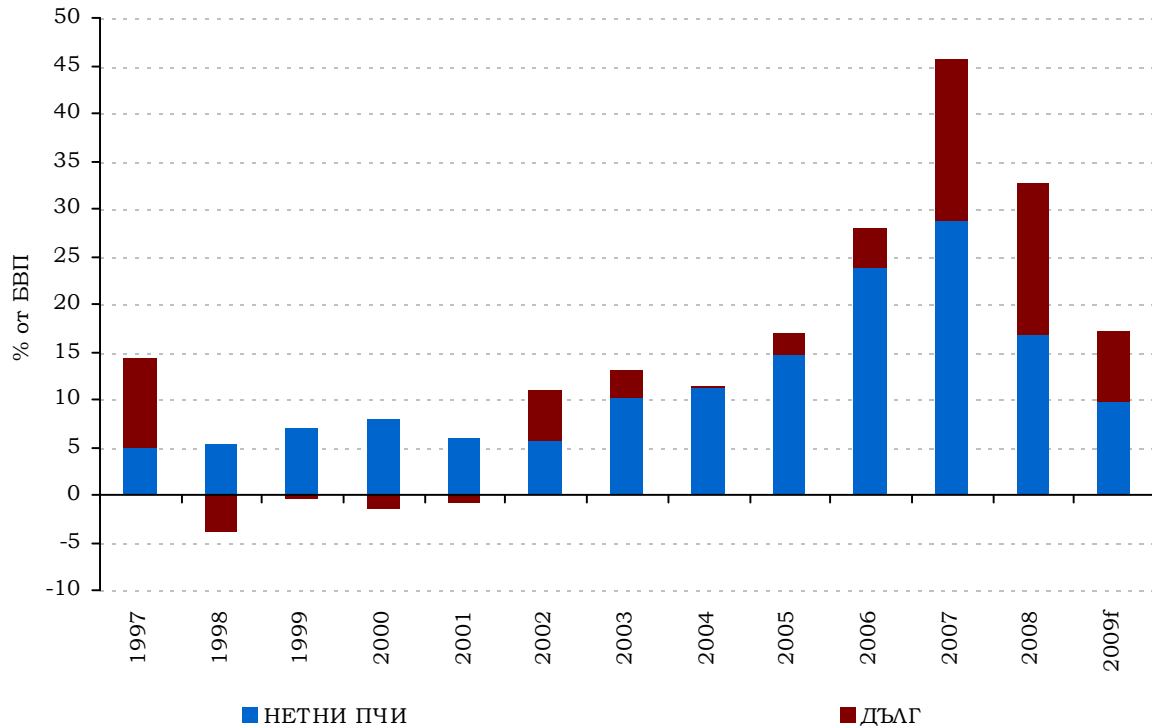
3 Blackburn, Keith, 1987, Macroeconomic policy evaluation and optimal control theory: a critical review of some recent developments, *Journal of Economic Surveys*, Vol.1, №2, p. 111-148.

4 Svensson, Lars, 2002, Monetary Policy and Real Stabilization, in *Rethinking Stabilization Policy*, A Symposium Sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming, August 29-31, 2002, p.261-312.

5 Frankel, Jeffrey, 1999, No single currency regime is right for all countries or all times, *Princeton Essays in International Finance*, №215, August 1999.

6 Brenner, Menachem and Sokoler, Meir, 2009, Inflation targeting and exchange rate regimes: evidence from financial markets, *Review of Finance*, April 2009, p.1-17.

Графика 1: Приток на капитали в България, % от БВП



Отворен стои въпросът и как да се определи оптималното ниво на капиталов приток и съответно колко да се стерилизира. Допълнителни проблеми възникват със значителното забавяне на окончателните данни за чуждите инвестиции (които се ревизират в значителна степен до 2 години след края на текущата година).

Аргументът, че в Китай се прилага подобна система не е състоятелен. Първо, защото Китай няма валутен борд и никога не е твърдял, че има валутен борд. Второ, Китай би могъл да има подобна политика, тъй като има силен капиталов контрол⁷ (т.е. няма да има противоречие с невъзможната триоца – за разлика от България). Трето, Китай е сред най-големите икономики в света, с най-голямо население и валутни резерви (България е сравнително малка). Четвърто, Нивото на спестявания в Китай е 51% от БВП и съответно Китай е нетен износител на капитал – точно обратното на България (където спестяванията са ниски, а притокът на капитал е голям).

Аргументът за модифицирания валутен борд е постигането на по-ниска инфлация. Допускането е, че инфлационното таргетиране води до ниска инфлация, а фиксираните курсове – до по-висока. Това допускане, обаче, не се подкрепя от данните. Ако не гледаме само последните години, а вземем по-дълъг период, страните с фиксирани курсове в ЕС нямат систематично по-висока инфлация.

Спорен е въпросът дали изглаждането на бизнес цикъла е нещо полезно или води до натрупване на напрежения, които се освобождават под формата на по-ниско честотни, но с голяма дълбочина финансови и икономически кризи (спорът *great moderation v/s self organised criticality*).

⁷ IMF Annual Report on Exchange Rate Arrangements and Exchange Restrictions, 2008, p.60.

Изглаждане има и при класически валутен борд:

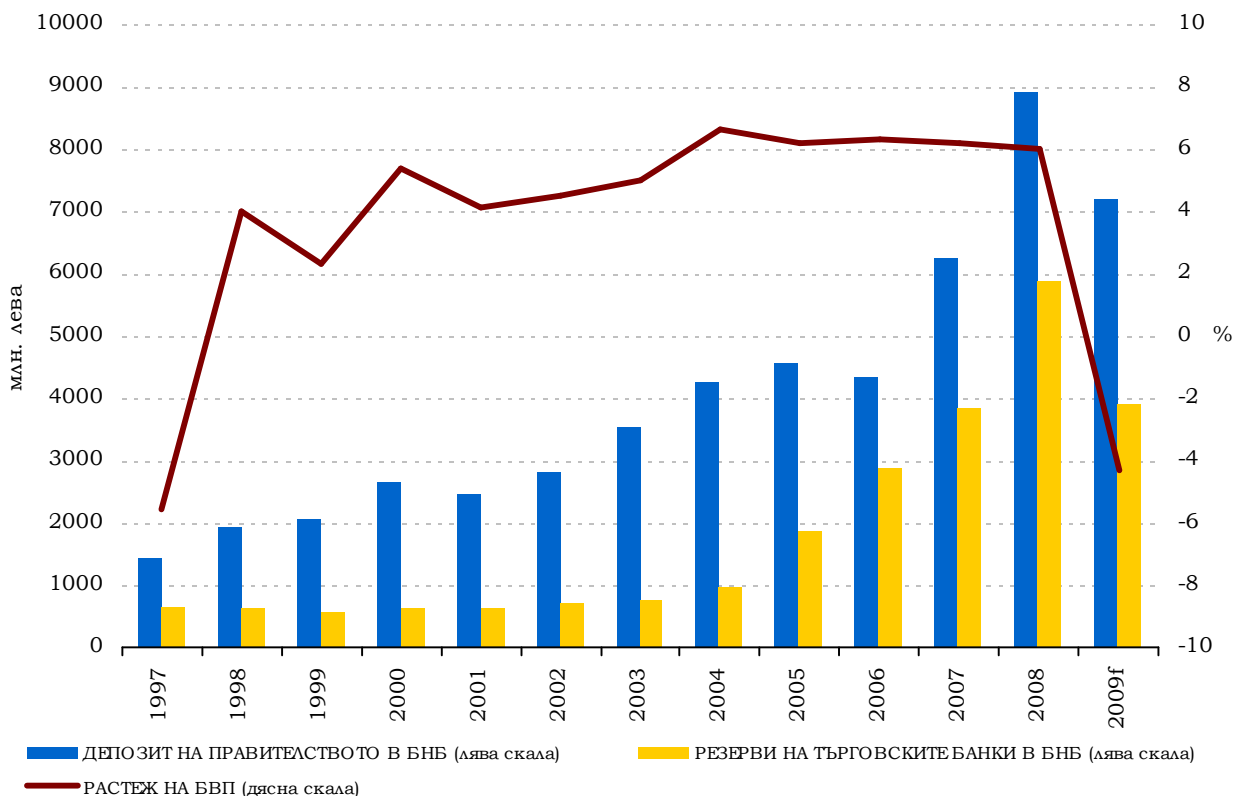
- Минималните резерви – използването на този инструмент е силно критикувано в периода на значителен приток на капитали, бърз растеж на кредита и икономиката. Но ако се погледнат данните от баланса на БНБ ще се види, че чрез тях е стерилизиран значителна част от притока на капитали в страната.

- Капиталовите изисквания към банките, рисковите тегла, политиката на провизиране също могат и са използвани като инструмент за ограничаване на рисковете от значителния приток на капитали в България..

- Фискалната политика – ограничаване на фискалната експанзия в добри времена и реализирането на излишъци, които стойки в баланса на БНБ под формата на фискален резерв (и инвестирани в чуждестранни активи) са стерилизирали част от притока на капитал в страната.

Няма нужда да се модифицира валутният борд. Може да се направи изглаждане и при съществуващия дизайн на паричния съвет – въпросът е да съществува политическа воля за това.

Графика 2: Класически валутен борд и изглаждането



Досегашният опит на изглаждане чрез фискалната политика и минималните резерви на банките, например, не показва особено силно изглаждане (виж напр. текста в блога на ЦЛС⁸).

Особено интересна е политиката на модифицирания борд в „лоши времена“, когато централната банка изкупува обратно книжата си и налива ликвидност в системата. Първият въпрос е доколко инвеститорите ще искат да продават точно тогава и на каква цена (дали няма да има капиталови загуби). На второ място, опитът от изливане на ликвидност (чрез харчене на фискалния резерв и намаление на минималните резерви) показва, че тази ликвидност изцяло и веднага изтича в чужбина, а не остава в българската икономика. На трето място, обратното изкупуване на облигациите на централната банка при криза означава спад на резервите на централната банка. В период на криза това се възприема като изключително лош знак от чуждите анализатори (виж истерията сред западни анализатори и инвестиционни банки след намалението на фискалния резерв през декември 2008 година). С други думи, подобно намаление на резервите всъщност ще предизвика паника и изтичане на капитали и ще увеличи рецесията – т.е. ще действа проциклично, а не антициклично.

Модифицираният валутен борд представлява вкарване на дискреция в един автоматичен режим – който се ползва с доверие именно защото е автоматичен и именно защото няма дискреция. На практика, въвеждането на модифициран валутен борд представлява промяна в паричния режим. Т.е. заедно с влизането в еврозоната ще имаме две промени в паричния режим. Това е свързано с големи разходи, свързани с необходимостта да се печели отново доверие към режима, както и загуба на натрупаното до момента доверие към борда (на сегашния валутен борд му беше необходимо над десетилетие, за да достигне днешните огромни нива на доверие).

Промяната в паричния режим, обаче, не печели лесно доверие. Вероятно ще е необходим поне един пълен бизнес цикъл и силна, дълготрайна политическа подкрепа докато новият паричен режим спечели доверие и започне да работи така както авторът му го е замислил (ако въобще проработи). С други думи, модифицираният борд няма да ни вкара бързо и лесно в еврозоната, а ще отнеме време. Но за толкова време - един бизнес цикъл – България вероятно ще успее да влезе в еврозоната и при сегашния паричен режим на валутен борд. Просто защото в някакъв момент в бизнес цикъла ще има рецесия, а при рецесия инфлацията ще спадне и България ще изпълни критерия за инфлация (виж Естония).

Издаването на облигации за стерилизиране на капиталовите потоци е игра с нулева сума – централната банка и държавата губят, докато инвеститорите в тези книжа печелят. Това е типичен трансфер на доход, загуба за обществото като цяло и печалба за отделни хора. С други думи, не е сигурно, че модифицираният борд ще постигне целите си, но е абсолютно сигурно, че ще донесе значителни загуби за държавния бюджет.

Валутният борд или го има, или го няма. Не е възможно да има полу-валутен борд или модифициран валутен борд без това да създаде проблеми. Модифицираният валутен борд противоречи на теорията и практиката на паричната политика.

БМА е готова да организира и следващо обсъждане по темата при наличие на интерес в Илиян Михов да защити предложението си и да се включи в дискуссията.

8 Предложението на Илиян Михов за модификация на валутния борд у нас, 16 октомври 2009, <http://www.cls-sofia.org/blog/?p=85>