

Валутен борд и дефицит по текущата сметка

Разбиване на митовете



Слави Т. СЛАВОВ*



ИЛЮСТРАЦИЯ: КАЛИМ

В България завърши 2007 г. с дефицит по текущата сметка от 21.5 процента от БВП. Дискусиите около този дефицит често го свързват с валутния борд. Две нови изследвания хвърлят светлина върху връзките между валутен режим и баланс по текущата сметка.

Всички сме гледали онези анимационни филмчета, в които героят изхвърква отвъд ръба на скалата, успява да ходи по въздуха за няколко секунди и чак тогава се сгромоляса надолу. Според стандартната икономическа теория за една страна с голям дефицит по текущата сметка е по-вероятно да се окаже в подобна ситуация, ако валутният ѝ курс е фиксиран, отколкото ако той е плаващ. Това е аргумент, който в България чуваме често от икономисти-те на МВФ, Европейската коми-

сия и Данске банк. Накратко, да предположим, че на една страна с голям дефицит по текущата сметка ѝ се наложи бързо да го намали, може би поради внезапно пресъхване на потока от чуждестранни капитали, който го е финансирал досега. Подобриването на текущата сметка може да бъде индуцирано от поевтиняване на реалния валутен курс, което ще оскъпи и намали вноса и същевременно ще стимулира износа. Страна с плаващ валутен курс може да постигне това, като просто остави валутата си да поевтинее (както правят САЩ в момента). За страна с фиксиран валутен курс този механизъм е изключен по дефиниция. Тогава единственият начин да се постигне по-евтин реален валутен курс е чрез по-ниско общо ниво на цените в икономиката. Но като се вземе предвид това, че цените по принцип се нагаждат много по-бавно от валутните курсове, тогава за една страна с фиксиран валутен курс ще е много по-трудно да постигне необходимата корекция в баланса по текущата си сметка.

Валутният борд всъщност не пречи

В скорошно свое изследване** икономистите Menzie Chinn и Shang-Jin Wei установяват, че

теоретичният аргумент, изложен по-горе, няма никакво емпирично покритие. Дватама икономисти изследват балансите по текущата сметка на 170 страни по света за периода 1971 - 2005 г. Те оценяват гъхнатата степен на устойчивост (persistence), от която може да се изведе скоростта на корекция на тези баланси. Авторите не намират никакви доказателства за това, че страните с плаващ валутен курс имат по-гъвкави баланси по текущите си сметки, отколкото страните с фиксиран валутен курс. Също така авторите не намират доказателства и за това, че реалните валутни курсове на страните с плаващ валутен курс са по-гъвкави от тези на страните с фиксиран валутен курс. Chinn и Wei заключават, че теоретичният аргумент, изложен по-горе, се е превърнал в нещо като „религиозна доктрина“ (a faith-based initiative): вярата в него сред професионалните икономисти е толкова силна, че не може да бъде оборена единствено от липсата на емпирични доказателства за валидността му.

Второ ново изследване*** показва, че участието във валутен борд или валутен съюз води до по-големи дисбаланси по текущите сметки (както излишъци, така и дефицити) в страни-те участници. С други думи, ва-

лутната интеграция засилва финансовата интеграция и води до по-големи нетни потоци на капитали между отделните страни. Докато Chinn и Wei показват, че връзката между фиксиран валутен курс и дефицит по

Няма доказателства, че страните с плаващ валутен курс имат по-гъвкави баланси по текущите си сметки, отколкото страните с фиксиран валутен курс.

Без валутен борд на България щеше да ѝ се наложи да се примиря или с по-ниски инвестиции, или с по-ниско вътрешно потребление.

Една страна е по-вероятно да има дефицит по текущата сметка, ако е с относително ниски доходи, с висок темп на икономически растеж и т.н.

текущата сметка не е непременно злочакствена, това изследване прави още една стъпка, като твърди, че по-големите дисбаланси по текущите сметки всъщност са една от ползите от участие във валутен съюз или валутен борд.

Плюсовете за България

Изследването анализира балансите по текущата сметка и факторите, които ги определят в средносрочен план за 128 страни по света за периода 1976 - 2005 г. Като цяло изследването установява, че за една страна е по-вероятно да има дефицит по текущата сметка, ако е с относително ниски доходи, с висок темп на икономически растеж, с висок бюджетен дефицит, с висок дял на възрастното население и с малък дял на суровия петрол в структурата на износа си. Всички тези резултати са добре известни от предишни изследвания. Но главният резултат от това изследване е, че връзката между баланса по текущата сметка и определящите го фундаментални фактори е по-силно изразена за страните във валутен съюз или валутен борд. В резултат тези страни имат по-големи дисбаланси по текущите си сметки (както по-големи излишъци, така и по-големи дефицити). Средният размер на този ефект е 1.6 процента от БВП. Така например за периода 2001-2005 г. моделът „прогнозира“ дефицит по текущата сметка от 5.1 процента от БВП за България (истинската стойност на дефицита ни за този период беше 6.1 процента). Според модела, ако България не беше във валутен борд през 2001-2005 г., дефицитът по текущата сметка щеше да бъде само 1 процент от БВП. Ако си припомним, че балансът по текущата сметка по дефиниция е равен на разликата между спестявания и инвестиции, този резултат означава, че без валутен борд на България щеше да ѝ се наложи да се примиря или с по-ниски инвестиции, или с по-ниско вътрешно потребление.

В заключение, тези две изследвания поставят под съмнение широко разпространеното схващане, че дефицитът по текущата сметка винаги е проблем и този проблем непременно трябва да се решава чрез някаква форма на държавна намеса. Добре е да си припомним „закона на Стайн“, формулиран за пръв път от американския икономист Хърбърт Стайн през 80-те години на миналия век по повод дебатите върху дефицита по текущата сметка на САЩ: „Ако нещо не може да продължи вечно, то ще спре.“ ■ X



* Слави Т. Славов е асистент по икономика в Pomona College, CA, USA.

** Chinn, Menzie, and Shang-Jin Wei. A Faith-based Initiative: Do We Really Know that a Flexible Exchange Rate Regime Facilitates Current Account Adjustment?, Working Paper, January 2008.

*** Slavov, Slavi. Do Common Currencies Facilitate the Net Flow of Capital Among Countries?, Working Paper, November 2007.