

Какво е валутният борд*

Стив Ханке и Курт Шулер

Валутният борд (в чист вид) е монетарна институция, създадена чрез специален закон, която издава банкноти и монети в местна валута, напълно покрити от чуждестранна резервна валута. Банкнотите и монетите са напълно конвертируеми в резервната валута по фиксиран курс при поискване. Резервната валута е конвертируема чуждестранна валута, избрана поради стабилността си. Като резерви валутният борд държи нискорискови ценни книжа или други активи, платими в резервната валута. Резервите са 100% равни или малко повече от емитираните банкноти и монети в местна валута, както е определено от закона. Валутният борд не приема депозити, в противен случай те трябва да са напълно покрити с резервна валута. Печалбата на валутния борд се формира от разликата между дохода върху активите в резервната валута и цената, която се плаща за емитирането и поддържането в обращение на местната парична единица. Тази печалба се трансферира към правителството или другаде, както се определи със закон.

Основното за валутния борд е, че не може да емитира местни банкноти или монети по собствено желание. Емисията на местна валута е просто равна на стойността на резервната валута по фиксирания курс. Така чисто пазарни сили определят наличността на резервна валута и количеството местни пари в обръщение. По този начин се избягва основният източник на инфлация - безконтролното печатане на пари, което е характерно за политически зависими централни банки.

Валутният борд е част от цялостна финансова система, включваща и търговски банки, други финансови институции, както и определени правила на валутен курс, финансиране на правителството.

Друго предимство на валутния борд в недисциплинирана финансова система е неговата невъзможност да финансира бюджетния дефицит чрез директни кредити (част от печатането на пари) и директни покупки на ДЦК. Валутният борд не е и източник на рефинансиране за търговските банки. Така бордът не провежда парична политика, подвластна на решения на група експерти, които могат да са и политически зависими. При него просто паричната политика е едно просто правило - единица чужда валута, влязла в борда, се равнява на съответен брой единици местна валута по фиксиран курс. Или максимумът инфлация, който може да генерира валутният борд, е равен на инфлационния индекс на страната, чиято валута се ползва за резервна - която обикновено е първокласна икономика. По този начин системата на валутен борд по просто правило предпазва от необмислени държавни разходи и безконтролно кредитиране от страна на търговските банки, тъй като не им предоставя парични средства за това.

Как работи валутният борд

При валутния борд количеството на банкнотите и монетите в обръщение се определя на пазарен принцип. Същото важи и за общото парично предлагане, което освен банкнотите и монетите в обръщение, включва и депозитите в банките.

Както при системата на златен стандарт, при валутния борд кредитът, който банките отпускат (следователно и общото парично предлагане), е ограничен от необходимостта да поддържат достатъчно резерви, за да се предпазят от ликвидни затруднения. Това не означава, че възможностите за кредитиране при валутния борд са по-ограничено или то е по-скъпо от това при централната банка. При тази система

* Статията е публикувана във в. „Капитал“, 11-17 ноември 1996 г.

обаче икономиката се предпазва от висока инфлация, която е напълно възможна при централната банка.

Валутният борд поддържа резерви, деноминирани в избраната резервна валута. Принципно те нарастват при излишък по платежния баланс на страната. При определени условия може да се твърди, че има пряка връзка между състоянието на платежния баланс и парично предлагане на местната валута. Резервът нараства при излишък по платежния баланс и обратно.

ОПРОСТЕНИ БАЛАНСИ ПРИ ВАЛ. БОРД

Валутен борд

Актив - деноминирани в чужда валута книжа

Пасив - Банкноти и монети

Търговски банки

Актив - банкноти и монети (резерв), заеми и инвестиции

Пасив - депозити на населението, акционерен капитал

Население

Актив - депозити в банките, банкноти и монети

Пасив - банкови заеми

При излишък по платежния баланс (тоест износет надвишава вноса поради намаляване на търсенето на вносни стоки или просто нарастване на износа) стопанските субекти биха могли да депозират придобитата валута в банките, които (при допускане, че държат резерви само в банкноти и монети) обменят валутата срещу местна при валутния борд. В този случай активите и пасивите на борда нарастват със сумата на излишъка, също с толкова нарастват резервите на банките и депозитите при тях в местна валута. По този начин банките ще могат и най-вероятно ще искат (за да поддържат съотношенията на резервите към отпусканите кредити) да разширят кредитния си портфейл, а спестителите, също запазвайки съотношението на кеша, който ползват, и банковите си депозити, да изтеглят част от тях. По този начин се постига ново равновесие, при ново, по-високо ниво на паричното предлагане. В същото време валутният борд запазва стопроцентовото покритие на местната валута в резервна по фиксиран курс. Същите процеси, но с обратен знак протичат при дефицит по търговския баланс.

Така пазарът иницира "действията" на валутния борд, т.е. той работи напълно автоматично. От друга страна, поради фиксиран курс арбитраж има само по линия на промените в количеството на парите, лихвите и платежния баланс, но не и на валутния курс (виж схемата).

В този смисъл валутният борд е близък до системата на златен стандарт. Фиксираният курс между валутата на валутния борд и резервната би трябвало да ограничи стоковия арбитраж между двете страни, стига търговските ограничения между тях да са незначителни. Промяната в ценовото ниво в двете страни би трябвало да е близка. Същото важи и за лихвените равнища, освен ако те не отчитат обективни фактори като данъчна тежест или риск, който да оскъпи кредита в някоя от страните. (Това включва например рискът траен излишък или дефицит по платежния баланс да принуди валутния борд да определи ново ниво на фиксиран курс към резервната валута).

Характерното за валутния борд е, че пазарът определя паричното предлагане. Докато е по-изгодно да се инвестира в страната, като се отчитат инфлация, валутен риск и разходи по операциите за инвестиции другаде, банките при валутния борд ще увеличават размера на кредитите си. Когато кредитът нарасне дотолкова, че отпускането на още средства е по-недоходоносно от инвестирането им в чужбина, те няма да го правят. Ако е по-изгодно да се инвестира в чужбина, валутният борд ще намали резервите си, банките ще свият кредитирането, за да запазят ликвидността си, и паричното предлагане ще се свие. Ролята на валутния борд при тези процеси е напълно пасивна - всичко, което той прави, е при поискване да обменя банкноти и монети в резервната валута. Двете изисквания за фиксиран курс и 100 процента покритие на паричната база (банкноти и монети) "приковават" действията на валутния борд.

Централната банка за разлика от валутния борд не работи автоматично, а има правото да решава как да влияе на паричното предлагане (и покрай това изпълнява и много други функции - регулира търговските банки, играе ролята на кредитор от последна инстанция). Тази принципна разлика се сочи като едно от основните предимства на валутния борд.

Предимствата на фиксирания валутен курс

Много икономисти твърдят, че фиксираният валутен курс е по-подходящ за развиващите се страни (или такива в преход). Той елиминира валутния риск с резервната валута. Търговията между страната с валутен борд и тази, чиято валута е избрана за резервна, се облекчава в сравнение с плаващия курс, тъй като не се налага калкулирането на рискова премия в цените на продуктите. Търговците могат по-точно да определят цените на международно търгуваните стоки. Това предполага предимства за по-ефективните производители, а не за тези, които печелят от временно разрушаване на структурата на международните цени поради внезапни движения на валутния курс. Предприемачите освен това могат да вложат усилията по валутните спекулации за решаване на други проблеми.

Премахването на валутния риск стимулира и чуждите инвестиции, особено от страната, чиято резервна валута е избрана. Инвеститорите знаят какъв ще е обменният курс, когато решат да репатрират печалбите си. Улеснявайки ги да излязат от пазара, фиксираният курс е по-вероятно да ги привлече да влязат, отколкото плаващия.

Друго предимство на фиксирания курс е, че страните, които го въвеждат, имат по-голям шанс "да се прикачат" към финансовите пазари на страната, чиято валута е избрана за резервна.

Ако е надеждно определен, фиксираният валутен курс става част от икономическата реалност, а и се превръща в обект на политическо задоволство. Най-вече обаче дава шанс на икономиката да избегне зловещия цикъл на инфлационно нарастване на заплати и цени, който да води до натиск върху централната банка да обезценява валутата. В много развиващи се страни сега обречеността на централната банка да се поддава на натиска за обезценяване на валутата предизвиква в крайна сметка хиперинфлация.

Разбира се, възможно е съществуване на централна банка, която предлага да поддържа фиксиран валутен курс. Централните банки обаче проявяват откровена тенденция да не спазват подобни обещания. Подбудите на централната банка са такива, че поне в краткосрочен план те печелят повече от нарушаване на обещанията, отколкото от спазването им. Неизбежното противоречие с фиксирания курс е във възможността на централната банка да създава или оттегля резерви на търговските банки, когато реши. В крайна сметка дискрецията (моментната реакция) при централната банка почти винаги преодолява опитите да се провежда парична политика при заложените правила. Централните банки имат властта да дестабилизируют икономиката и историята на централното банкерство показва, че често са я използвали, дали нарочно или поради грешки.

Как се въвежда валутен борд

Когато валутният борд заменя централната банка, се предприемат следните стъпки.

1. Делегират се на други институции всички централнобанкерски функции, които не засягат директно въздействието върху паричното предлагане.

Например финансовото министерство може да се заеме с банковите регулации и консултациите по финансовите проблеми.

2. Прекратява се правото на централната банка да кредитира.

Това включва замразяване на депозитите на централната банка в търговските на достигнатото ниво. Дори да има бюджетен дефицит, правителството не може да го

финансира инфлационно. Ако има дефицит, трябва да се орежат разходите, да се заема от икономическите субекти или да се вдигат данъците. Губещите държавни банки или предприятия трябва да бъдат продадени, фалирани или субсидирани с данъчни приходи. По този начин валутният борд въвежда "твърди бюджетни ограничения".

3. Избира се адекватен размер на банков резерви

Ако не се отчитат законово изискваните резерви при западните банки, средните им резерви рядко надхвърлят 5% от задълженията им по депозитите. Те се поддържат, за да се предпазят банките от дефицит при разплащанията си с други финансови институции, необходимост, която не може да бъде избягната със или без изрични законови изисквания. Всъщност при валутния борд не е необходимо да има нормативни изисквания за банковите резерви.

Ако се отменят нормативните изисквания за размера на резервите при въвеждането на валутен борд и всички депозити при централната банка се конвертират в банкноти на валутния борд, в един момент ще има внезапен скок в кредита на търговските банки. Това може да причини голям скок на цените. За да избегне това, правителството трябва да "стерилизира" резервите или част от банкнотите. С други думи, да ги конвертира в нещо, различно от резерви, например в държавни ценни книжа, или изобщо да бъдат заличени.

4. Конвертиране на всички останали банков резерви в банкноти и монети на валутния борд или в чуждестранни активи по избор на банките.

След тази промяна пасивите по депозити в централната банка престават да съществуват.

5. Фиксира се валутният курс

След унищожаването на пасивите по депозитите в централната банка всичко, което ще остане в пасива, ще бъдат банкноти и монети в обращение и нетна стойност, а в основно позициите в чуждестранна валута. Останалите й активи и пасиви ще са дадени на търговските банки или правителството или унищожени. На централната банка трябва да се даде всичката чужда валута, собственост на правителството, която не е разпределена между банките при стъпка №4.

Централната банка трябва да фиксира валутния курс спрямо избраната резервна валута и успоредно с това да се увери, че резервите в чужда валута покриват 100 процента емисията на банкноти и монети.

Избраният курс също трябва да бъде добре преценен, тъй като е прекалено висок, ще ограничи износа, а ако е прекалено нисък, ще оскъпи вноса. Първата стъпка към фиксирането на курса при развиващи се икономики може да е установяването на плаващ режим за известно време, тъй като в момента законите, ограничаващи търсенето и предлагането на валута, затрудняват определянето на равновесно ниво на обменния курс. През това време правителството трябва да обяви коя чужда валута избира за резервна и от коя дата ще фиксира курса. За България е логично това да е щатският долар или германската марка, които са най-използваните неофициални валути и в международната търговия. ЕКЮ-то също може да бъде обсъждано като вариант за резервна валута.

6. Осигуряване на валутни резерви, 100% покриващи емисията на банкноти и монети в обръщение

Ако валутните резерви на правителството и централната банка са по-малко от 100% от сумата на банкнотите и монетите в обръщение, ще трябва да се вземат заеми за недостига.

7. Прехвърляне на останалите активи и пасиви на централната банка към новия валутен борд.