

Левът – надценен или подценен?

Десислава Николова

УНСС, докторант в катедра „ММО и бизнес“

e-mail: desikasabova@yahoo.com

тел.: 0897981925, 9435821

Резюме: Дебатът за това, дали и доколко левът реално е надценен, периодично се възражда в българското общество от възвеждането на паричен съвет през 1997 г. насам. Дискусията обикновено се фокусира върху реалното поскъпване на лева и неговото предполагаемо негативно влияние върху външната конкурентоспособност на българската икономика. Настоящата статия цели да допринесе към този дебат с един сериозен анализ върху връзката между реалния валутен курс на лева и външната конкурентоспособност на България. За целта е подложена на проверка тезата, че наблюдаваното реално поскъпване на лева от средата на 1997 г. не е довело до влошаване на външната конкурентна позиция на страната. С помощта на богат емпиричен инструментариум, включващ иконометричен модел на равновесния валутен курс на лева, анализ на алтернативни индикатори за конкурентоспособност и сравнителен анализ на конкурентната позиция на България с тази на нейни основни външнотърговски конкуренти от региона на ЦИЕ, тази теза е подкрепена от убедителен доказателствен материал.

Ключови думи: конкурентоспособност, равновесен валутен курс, реален валутен курс на лева, надцененост, подцененост.

JEL: F0.

Въведение

Дебатът за това, дали и доколко левът реално е надценен, периодично се възражда в българското общество от възвеждането на паричен съвет през 1997 г. насам. Дискусията обикновено се фокусира върху реалното поскъпване на лева и неговото предполагаемо негативно влияние върху външната конкурентоспособност на българската икономика. Настоящата статия цели да допринесе към този дебат с един сериозен анализ върху връзката между реалния валутен курс на лева и външната конкурентоспособност на България.

Влиянието на динамиката на валутния курс върху конкурентоспособността на страните неотскоро занимава академичната общност. Проблемът е особено актуален за страни с фиксиран валутен курс като България, където реалният валутен курс най-често се отдалечава от номиналния валутен курс с течение на времето. Обикновено продължителното придържане към фиксиран валутен курс води до реално оскъпяване на местната валута, въпреки че номиналният валутен курс остава непроменен. Това реално надценяване идва вследствие на по-високата инфлация в страната с фиксиран валутен курс, която обикновено е развиваща се икономика с по-бързи темпове на икономически растеж и инфлация в сравнение с тези в страната на валутата котва.

България като страна с фиксиран валутен курс от средата на 1997 г. след възвеждането на паричен съвет не представлява изключение от общата тенденция на реално поскъпване на местната валута с течение на

Времето. Според официалната статистика на Българската народна банка за периода от средата на 1997 г. до края на 2009 г. реалният ефективен валутен курс на лева се е покачил (т.е. левът реално е поскъпнал) между 46 % и 77 % в зависимост от това, какъв дефлатор се използва.

Дали обаче реалното поскъпване на местната валута е повлияло отрицателно на външната конкурентоспособност на българската икономика? Често се търси отговор на този въпрос, като се съпоставя реалният валутен курс на лева с неговото ниво преди приемането на фиксиран валутнокурсен режим и на базата на наблюдаваното отклонение се съди за влиянието върху конкурентоспособността на българската икономика.

Този подход обаче все повече се отрича в академичните среди. Основният аргумент, който се излага от противниците на този метод, е неяснотата доколко реалният валутен курс се е намирал на своето равновесно равнище преди фиксирането си¹. Само еднозначни доказателства за това, че реалният валутен курс се е намирал на равновесното си ниво преди фиксирането дават достатъчно сигурност за използването на този подход. В противен случай наблюдаваното отклонение на реалния валутен курс от равнището си преди фиксирането би могло да се дължи както на отдалечаване от равновесното равнище, така и на равновесен процес, т.е. на придвижване на реалния курс към равновесното му ниво в съответствие с увеличаване на производителността и действието на други процеси.

Като се имат предвид тези аргументи, все повече икономисти търсят отговора на горния въпрос, като изследват динамиката на реалния валутен курс не спрямо неговото ниво преди фиксирането на валутния курс, а спрямо т.нар. равновесен реален валутен курс². Само една такава съпоставка би дала надеждна и обоснована преценка.

Следвайки този подход, ще подложим на проверка тезата, че наблюдаваното реално поскъпване на BGN от средата на 1997 г. не е довело до влошаване на външната конкурентна позиция на страната. С помощта на богат емпиричен инструментариум, включващ иконометричен модел на равновесния валутен курс на BGN, анализ на алтернативни индикатори за конкурентоспособност и сравнителен анализ на конкурентната позиция на България с тази на нейни основни външнотърговски конкуренти от региона на ЦИЕ, тази теза е подкрепена от убедителен доказателствен материал.

1. Надцененост и подцененост на една валута

Едно от най-разпространените определения дефинира *равновесния реален валутен курс* като реален валутен курс, съответстващ на паралелното постигане на вътрешно и външно икономическо равновесие. Вътрешното равновесие в икономиката се постига тогава, когато пазарът на нетъргуеми стоки и услуги е в равновесие (т.е. предлагането се изравнява с търсенето при съответната равновесна цена). Външното равновесие, от друга страна, се определя

¹ Виж например Nabli, Mustafa and Marie-Ange Veganzones-Varoudakis, Exchange Rate Regime and Competitiveness of Manufactured Exports: The Case of MENA Countries, CERDI Working Paper 200230, May 2002.

² Основноположници на този подход са Edwards, Sebastian, Real and Monetary Determinants of Real Exchange Rate Behavior: Theory and Evidence from Developing Countries, NBER Working Paper 2721, September 1988 и Elbadawi, Ibrahim, Estimating long-run equilibrium real exchange rates, in J. Williamson (Ed.). Washington, DC: Institute for International Economics.

като постигането на „устойчивост“ на текущата сметка на платежния баланс на съответната държава. Под „устойчивост“ S. Edwards разбира такова състояние на платежния баланс, при което се изпълнява условието за нулева дисконтирана сума от текущите сметки на една държава³.

Възможното отклонение на реалния валутен курс от неговото равновесно равнище би могло да бъде в две посоки – *надцененост* или *подцененост*. При реално надценяване на валутата имаме надхвърляне на валутния курс над равновесната му стойност (т.е. реалният курс е по-скъп от равновесното равнище), докато при подценяване имаме противоположната ситуация – реалният курс е по-евтин (т.е. по-обезценен) от равновесното си равнище.

Отклонения на валутния курс от равновесието могат да възникват както при фиксиран, така и при плаващ валутен курс. Според Morris Goldstein отклоненията от равновесното равнище при фиксиран валутен курс се дължат най-вече на слаба макроикономическа политика, която не позволява на реалния валутен курс да се придвижи към равновесието⁴. От друга страна, при плаващ валутен курс отдалечаването от равновесното равнище обикновено се дължи на спекулативни атаки или други резки колебания на валутния пазар, които отклоняват валутния курс от равновесието му за известен период.

Въпреки че подценяването на една валута също се наблюдава в практиката, повечето изследвания в тази област акцентират върху *последствията от надценяването* на

валутата. Надценяването е често срещано явление при фиксиран валутен курс в развиваща се икономика, особено ако фиксираният курс просъществува по-дълъг период. Наблюдава се тогава, когато реалното оскъпяване на националната валута изпреварва темпа, който би следвал от традиционното по-бързия ръст на производителността в развиващата се икономика спрямо развитата икономика на валутата котва.

2. Надценен ли е левът?

За да си отговорим на този въпрос, ще съставим модел на реалния ефективен валутен курс на лева, на базата на който ще можем да изведем динамиката на равновесния валутен курс на лева. Съпоставката на наблюдавания реален курс с неговото равновесно равнище ще ни даде информация дали и доколко левът е надценен. С цел потвърждаване или отхвърляне на получените резултати ще разгледаме и динамиката на алтернативни индикатори за външна конкурентоспособност на българската икономика.

2.1. Моделиране на реалния ефективен валутен курс на BGN

2.1.1. Набавяне на данни за реалния ефективен валутен курс на BGN

Използваме статистическата серия от реални ефективни курсове на българския лев, калкулирана от Българската народна банка (БНБ). Както е отбелязано в „Методологически бележки по изчисляването на ефективните номинални

³ Edwards, Sebastian, Real Exchange Rate, Devaluation and Adjustment: Exchange Rate Policy in Developing Countries, Cambridge, MA: MIT Press, 1989.

⁴ Goldstein, Morris, The Exchange Rate System and the IMF: A Modest Agenda, BookWashington, DC: Institute for International Economics, Policy Analyses in International Economics 39, June 1995.

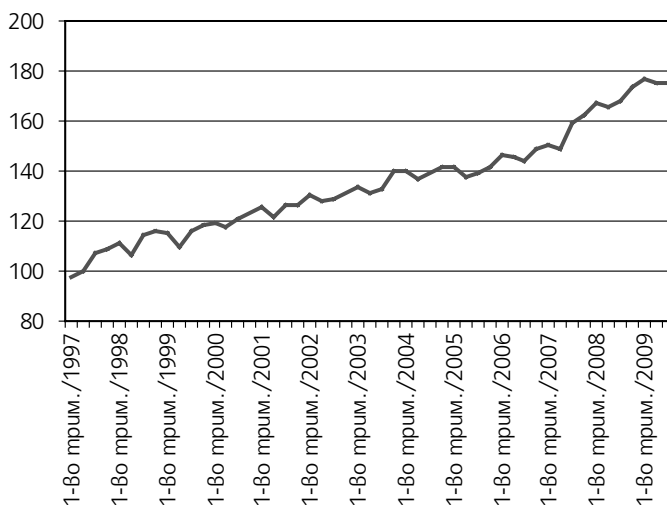
и реални валутни курсове на България” на БНБ, при изчисляване на номиналния и реалния ефективен валутен курс на страната Централната банка се придържа към методологията, използвана от Европейската централна банка (ЕЦБ). Това осигурява съпоставимост на индикаторите с тези, изчислявани от ЕЦБ и страните – членки на Европейския съюз.

Основните характеристики на методологията на ЕЦБ са използването на средногеометрично изчисление на ефективните валутни курсове и на тегла, изчислени въз основа на търговията с промишлени стоки и с трети страни. Съответно за основа на калкулацията на теглата на страните, участващи в изчислението на реалния ефективен валутен курс на BGN, са използвани промишлените търговски потоци за периода 1999-2001. Тук трябва да се отбележи, че БНБ изчислява два вида реални ефективни курсове в зависимост от използвания дефлатор – такива, базирани на индекс на потребителските цени, и такива, базирани на индекс единица разход на труд. Източникът на данните за хармони-

зираните индекси на потребителските цени и индексът на единица разход на труд е Евростат за Европейския съюз и Националният статистически институт за България.

За целите на нашето изследване ще използваме този статистически ред от реални ефективни курсове на BGN, където използваният дефлатор е хармонизиранят индекс на потребителските цени за Европейския съюз (включително България). Причината е съвсем проста – тази серия от данни е значително по-дълга от реалния ефективен курс на BGN, изчислен на база индекса на единица разход на труд, тъй като започва от 1997 г. Освен това съдържа подрегове от месечни, тримесечни и годишни индекси, което дава по-голяма свобода при бъдещото моделиране. За сравнение, серията с дефлатор единица разход на труд започва от 2002 г. и съдържа само тримесечни индекси.

Както се вижда от фигура 1, ефективният валутен курс на BGN, дефлиран с индекса на потребителските цени, показва



Фигура 1. Индекс на реалния ефективен валутен курс на лева, юни 1997 = 100
Източник: БНБ.

стабилен ръст, който съответства на стабилно реално оскъпяване на ефективния курс на BGN. За периода от въвеждането на паричния съвет в средата на 1997 г. до края на 2009 г. реалният ефективен валутен курс поскъпва с цели 77 %. Като цяло поскъпването е с относително равномерна стъпка за целия период, с изключение на малко по-стръмно увеличение за последните две години.

2.1.2. Избор на времеви обхват на изследването

Моделът е базиран върху данни от въвеждането на валутния борд в България на сам, т.е. от средата на 1997 г. Това се прави поради сериозната структурна промяна (т.нар. structural break), която представлява въвеждането на валутния борд. Според един от основните постулати на статистиката и иконометрията данни, покриващи период преди и след такива структурни промени, не би следвало да присъстват в един и същ модел, тъй като не са съпоставими и биха изкривили крайния резултат. Типичен пример за структурна промяна за страните от региона на Централна и Източна Европа представлява преминаването от една икономическа система, плановата икономика, към друга – пазарната икономика, в края на 80-те и началото на 90-те години на 20-и век. Такива мащабни промени в една държава се отразяват върху повечето макроикономически променливи и цялостното икономическо развитие на държавата и следователно би трябвало да се отчитат в иконометричните модели. Последното се постига или като се съставят два отделни подмодела за периодите преди и след структурната промяна, или като се съкратят статистическите редове с цел да обхващат само периода преди или след структурната промяна.

2.1.3. Избор на конкретен базов модел

В практиката са силно разпространени три базови подхода за моделиране на равновесния валутен курс, предложени за първи път от изследователски екип на Международния валутен фонд. Третият подход – този на равновесния валутен курс – среща най-много поддръжници, особено що се отнася до изследвания върху по-слабо развити и нововъзникващи икономики. Причините за това са няколко. От една страна, при повечето такива страни изследователите срещат трудности с набирането на необходимите статистически данни за другите подходи. Това засяга най-вече подхода на устойчивостта на външните салда, където отправната точка е набирането на данни за нетните външни активи на държавата, обект на изследването. За съжаление обаче в тези страни традиционно не се съставят такива данни и България не представлява изключение. Както вече беше отбелязано, данните за нетните външни активи на Централната банка, които обикновено могат да се намерят, не са подходящи, тъй като не обхващат нетните външни активи на частния сектор. Последните могат значително да изменят крайния резултат. От друга страна, подходът на равновесния валутен курс е единственият, при който се изчислява експлицитно равновесен курс. Тъй като трите подхода обикновено дават сходни резултати, изборът на един от тях ще бъде достатъчен за целите на нашето изследване.

Като се имат предвид по-горните съображения, нашият избор се спря върху подхода на равновесния валутен курс. За целта най-напред е необходимо да съставим модел на реалния ефективен валутен курс като зависима променлива и набор от макроикономически индикатори като независи-

ми променливи. Но преди да преминем към подбор на подходящи независими променливи, трябва да се спрем на подходяща иконометрична техника или вид на модела.

2.1.4. Избор на иконометрична техника за модела

Обикновено изследователите, които се спират на подхода на равновесния валутен курс, използват коинтеграционния анализ като подходяща иконометрична техника. Проблемът при използването на тази техника в случая с България обаче е липсата на достатъчно дълги статистически редове от данни. За да бъде коинтеграционният анализ достатъчно надежден, той трябва да се базира на статистически серии, покриващи поне 20-годишен период. Това изискване се дължи на факта, че с помощта на коинтеграцията се търсят дългосрочни зависимости и един по-кратък период би могъл да произведе подвеждащи резултати.

Наличието на сериозна структурна промяна в средата на 1997 г. в лицето на въведения паричен съвет обаче не позволява използването на данни от предходния период в модела. Най-дългият възможен статистически ред (при наличието на данни) би могъл да бъде с продължителност от 11-12 години, които са далеч под изискуемия от практиката минимум от 20 години за коинтеграционен анализ. Като се имат предвид тези съображения, бихме могли да използваме стандартен регресионен анализ с повече от една независима променлива. Тъй като повечето от макроикономическите променливи, които бихме могли да включим в модела, представляват нестационарни времеви редове, трябва да работим с техните първи, втори или n -ти разлики, в зависимост от това от кой ред е нестационарността.

2.1.5. Построяване на регресионния модел

Преди да преминем към построяването на регресионния модел, е необходимо да решим какви променливи ще включим в него и да обосновем своя избор на база на икономическата теория. Тъй като моделът е на реалния валутен курс, зависимата променлива, която ще включим в модела, е индексът на реалния ефективен курс на BGN, съставян от БНБ. Изборът на независими променливи представлява по-трудната част от работата, тъй като е необходимо да разполагаме с убедителна обосновка при включването на всяка от променливите. Базирайки се на предишни трудове в областта (виж литературата в края на статията), както и на икономическата теория за валутните курсове, ще тестваме няколко променливи.

На първо място ще включим в модела **променлива за капиталовите потоци** към държавата. В случая бихме могли да използваме както само преките чуждестранни инвестиции, така и някоя по-широка променлива като нетното салдо по финансовата сметка или още по-добре – нетното салдо по сборната финансова и капиталова сметка на платежния баланс на България. Според икономическата теория нетният положителен приток на капитал от чужбина би следвало да оскъпи местната валута заради повишеното ѝ търсене за обмяна на входящата валута. Предвид това знакът пред коефициента на тази променлива, ако се окаже статически значима за нашия модел, би следвало да е положителен. Т.е. с увеличаването на нетния приток на чужд капитал (независимата променлива) се покачва и реалният курс на местната валута (зависимата променлива)⁵.

⁵ Под покачване на курса на местната валута ще разбираме оскъпяване/повишаване на стойността ѝ.

Друга независима променлива, която традиционно присъства в моделите на реалния валутен курс, е **отвореността на местната икономика**. Най-често за измерител на отвореността на една икономика се използва сборът от износа и вноса на страната, съотнесен към брутния вътрешен продукт. Тук очакванията са за негативен знак пред коефициента на тази променлива. Логиката е следната – реалният ефективен курс се влияе положително от търговски рестрикции (т.е. рестрикции върху външната търговия на държавата, било тарифни или нетарифни). Следователно отвореността на икономиката като антипод на търговските ограничения ще носи отрицателен знак.

Условията на търговия, измерени като отношението между цените на износа и тези на вноса, също традиционно присъстват в моделите на реалния валутен курс. Тук обаче може да получим както положителен, така и отрицателен знак пред променливата. Причината е, че имаме проявление на два противоположни ефекта и съответно знакът ще зависи от по-силното проявление на единия ефект. Увеличението на условията на търговия би следвало да доведе до реално оскъпяване на местната валута само ако ефектът на дохода (който води до по-високо търсене на нетъргуеми стоки) доминира над ефекта на заместването. И обратно – ако ефектът на заместването е по-силен от ефекта на дохода, би трябвало да очакваме отрицателен знак пред тази променлива.

Друга променлива, която би могла да се включи в този модел, е **обслужването на брутния външен дълг** съотнесено към износа. Под обслужване на външния дълг разбираме сборът от платени главници и лихви. В практиката се използва както тясното понятие на износа – износ на стоки, така

и по-широкото понятие – износ на стоки и услуги. По принцип вторият подход е по-издържан от теоретична гледна точка, тъй като износът на услуги също генерира валутни приходи, които биха могли да послужат за обслужването на външния дълг. Логично е знакът пред променливата за обслужване на дълга да бъде отрицателен, тъй като с увеличаването на плащанията по дълга реално валутата ще се обезценява.

Някои изследователи (виж например Т. Су⁶) включват в моделите си и **променлива за производителността на съответната икономика**. Включването на тази променлива се основава на т.нар. Balassa-Samuelson ефект. Тук само ще припомним, че според модела на В. Balassa и Р. Samuelson по-бързият ръст на производителността в сектора, произвеждащ международно търгуеми стоки, в развиващите се страни в сравнение с развитите страни води до оскъпяване на местната валута на тези по-слабо развити икономики. Това е така, защото по-стръмният ръст на производителността в т.нар. търгуем сектор води до покачването на заплатите в този сектор. Това обаче неизбежно води и до покачването на заплатите в сектора, произвеждащ нетъргуеми стоки, с цел запазването на атрактивността на тези работни места и предотвратяване изтичането на кадри към търгуемия сектор. В резултат наблюдаваме инфлационно покачване на заплатите в нетъргуемия сектор, което не се дължи на нарастване на производителността в този сектор. Тъй като покачването на заплатите директно рефлектира върху по-високи цени на крайния продукт на нетъргуемия сектор, общото ценово равнище в икономиката се покачва. Така генерираната инфлация води до реално поскъпяване на местната валута при равни други условия. Накратко, бихме могли да оч-

⁶ Su, Ting, An Empirical Analysis of China's Equilibrium Exchange Rate: A Co-integration Approach, Lincoln University, 2009.

акваме положителен знак пред една такава променлива за производителността.

В нашето изследване ще включим променливата брутен вътрешен продукт на глава от населението в постоянни цени като един от най-разпространените индикатори за производителност. Ще проверим дали е статистически значима за нашия модел, т.е. дали влияе върху движението на равновесния валутен курс.

Последната променлива, за която ще проверим доколко има обяснителна сила за нашия модел, са **правителствените (т.е. бюджетните) разходи**, съотнесени към брутният вътрешен продукт. Тук отново крайният ефект върху реалния валутен курс не е еднозначен и зависи от разпределението на разходите между тързуеми и нетързуеми стоки. Ако преобладаващата част от разходите са насочени към нетързуеми стоки, можем да очакваме оскъпяване на местната валута. И обратно – повечето бюджетни разходи за тързуеми стоки повишават търсенето на вносни стоки, което пък води до обезценяване на равновесния курс. Въпреки това Edwards емпирично показва, че увеличението на правителствените разходи води до реално оскъпяване на валутата при 12 развиващи се страни⁷. Тъй като България също традиционно се причислява към нововъзникващите и развиващите се икономики, по-скоро бихме могли да очакваме положителен знак пред коефициента на тази променлива.

2.1.6. Резултати от модела

За да разберем кои от по-горе изброените променливи имат обяснителна сила за нашия модел, трябва да пристъпим към постепенното им включване в модела и евентуално изключване, ако не са статистически значими. Следвай-

ки тази процедура на включване и изключване на променливите, получаваме долния модел, в който всички променливи са статистически значими при 5 % ниво на значимост, с изключение на държавните разходи (GOV_EXP_FD), които са значими на 10 % ниво:

По-горният резултат от иконометричното приложение E-Views ни показва следния модел на равновесния валутен курс на BGN:

$$\begin{aligned} REER_FD = & 1,5 + 11,52KA_FA_FD - \\ & - 18,64OPEN_FD - 30,94TOT_FD + \\ & + 0,19GOV_EXP_FD, \end{aligned}$$

където:

REER_FD представлява първата разлика на реалния ефективен валутен курс. Окончанието FD на всички включени променливи означава първа разлика (т.е. $X_FD_t = X_t - X_{t-1}$). Както беше обяснено по-рано, използваме първи разлики на променливите, които са доказано стационарни, тъй като работим с времеви редове, за които сме тествали и показали нестационарност от първи ред.

Останалите променливи са, както следва:

KA_FA_FD – сборното нетно салдо по капиталовата и финансовата сметка, съотнесено към брутният вътрешен продукт;
OPEN_FD – отвореността на икономиката, измерена чрез сбора от износа и вноса на държавата, съотнесен към брутният вътрешен продукт;
TOT_FD – условията на търговия, представляващи отношение между индексите на цените на износа и на вноса;
GOV_EXP_FD – бюджетните/правителствените разходи, съотнесени към брутният вътрешен продукт.

⁷ Edwards, Sebastian, Real Exchange Rate, Devaluation and Adjustment: Exchange Rate Policy in Developing Countries, Cambridge, MA: MIT Press, 1989

Таблица 1

Зависима променлива: REER_FD				
Метод: Метод на най-малките квадрати				
Извадка: от 2001:2 до 2007:3				
Включени наблюдения: 26				
Променлива	Коефициент	Стандартно отклонение	T-статистика	Вероятност
C	1,502191	0,580115	2,589469	0,0171
KA_FA_FD	11,52300	5,557600	2,073376	0,0506
OPEN_FD	-18,64274	7,310416	-2,550162	0,0186
TOT_FD	-30,93685	14,44978	-2,140991	0,0442
GOV_EXP_FD	0,186612	0,094170	1,981650	0,0608
Други индикатори				
R квадрат	0,392358	Средна стойност на зависимата променлива		1,284840
Коригиран R квадрат	0,276617	Стандартно отклонение на зависимата променлива		3,433223
Станд. отклонение на регресията	2,920023	Акайке информационен критерий		5,152101
Сума от квадратите на остатъците	179,0572	Шварц критерий		5,394043
Лог. Вероятност	-61,97731	F-статистика		3,389959
Дърбин-Уотсън статистика	1,905387	Вероятност (F-статистика)		0,027387

Проверката за това, дали обслужването на дълга има обяснителна сила за модела, показва, че тази променлива не е статистически значима и съответно бе изключена от модела.

Както се вижда от последната колона (Вероятност), всички променливи, включително и константата, са значими при 10 % ниво на значимост. Още повече, всички независими променливи, без една, са значими и при 5 % ниво на значимост, като единствената променлива, която е значима при 10 % ниво, са правителствените разходи. Нивото на значимост в проценти за всяка променлива се получава, като се умножи числото от последната колона срещу съответната променлива по 100.

Друг важен резултат, който дава по-горната таблица, са знаците пред всяка от независи-

мите променливи. Както се вижда от втората колона (Коефициент), коефициентите пред всяка от променливите са с очаквания знак. Положителният знак през нетния капиталов поток (KA_FA_FD) показва правопропорционална връзка между нетния капиталов поток и равновесния валутен курс – т.е. нетният приток на капитали води до повишаване (оскъпяване) на равновесния валутен курс на местната валута, и обратно. От друга страна, отвореността на икономиката (OPEN_FD), т.е. липсата на ограничения пред външната търговия, има негативен ефект (т.е. обезценява) върху равновесния валутен курс. При коефициента пред условията на търговия (TOT_FD) теоретично бихме могли да получим както положителен, така и отрицателен знак. Наличието на отрицателен знак в нашия модел показва, че ефектът на заместването (който води до по-високо търсене на търгуеми стоки и от-

там – до обезценяване на местната валута) доминира над ефекта на дохода. И последно, правителствените разходи (GOV_EXP_FD) носят положителен знак в нашия модел, което означава, че преобладаващата част от тези разходи са насочени към нетъргуеми стоки и съответно това води до реално повишаване на равновесния валутен курс.

Друг важен резултат е „R квадрат“, който показва каква част от движението на зависимата променлива, равновесния валутен курс, се обяснява от независимите променливи, включени в модела – капиталови потоци, отвореност на икономиката, условия на търговия, правителствени разходи. В нашия случай почти 40 % (т.е. 39,2 %) от промяната в равновесния валутен курс се дължи на движението на независимите променливи, което е един добър процент. Друга част от таблицата, на която следва да обърнем внимание, е „F-статистика“ и по-точно „Вероятност (F-статистика)“. Този показател тества нулевата хипотеза дали всички коефициенти пред независимите променливи заедно са равни на нула. Ако „Вероятност (F-статистика)“, умножена по 100, е по-малка от нивото на значимост, с което сме избрали да работим, отхвърляме тази нулева хипотеза. В нашия случай „Вероятност (F-статистика)“, умножена по 100, е 2,7 %, т.е. далеч под 10 % ниво на значимост, с което работим (а дори и доста по-малко от 5 % ниво на значимост). С други думи, можем да заключим, че всички променливи заедно имат обяснителна сила за модела.

2.1.7. Изводи от регресионния модел

Най-важния извод, който бихме могли да направим на базата на по-горните резултати, е, че равновесният валутен курс на BGN се влияе в значителна степен от набор от макроикономически фактори, които традиционно участват в такъв тип валутнокурсви

модели. Променливите, чието движение в значителна степен определя динамиката на равновесния валутен курс на BGN, са нетните капиталовите потоци към/от страната, условията на търговия, отвореността на икономиката и бюджетните разходи. Докато капиталовият поток и бюджетните разходи имат положително въздействие върху равновесния валутен курс – т.е. с тяхното увеличение реално се оскъпява и валутата, условията на търговия и отвореността на икономиката влияят обратнопропорционално – с тяхното увеличение се обезценява равновесният курс. Тъй като не един научен труд доказва въздействието на тези фактори точно в тази посока, можем да заключим, че резултатите от нашия модел на равновесния валутен курс на BGN са повече от удовлетворителни.

2.2. Измерване на отклонението на реалния ефективен курс от равновесието му

След като съставихме модел на равновесния валутен курс със статистически значими макроикономически променливи, които влияят върху неговото движение, е необходимо да сравним динамиката на равновесния валутен курс с тази на реалния ефективен валутен курс. Тази съпоставка ще ни позволи да проверим до каква степен реалният ефективен валутен курс се е отклонявал от равновесното си равнище за изследвания период. Бихме могли също така да изчислим и процентното отклонение над/под равновесното равнище за всяка една точка от периода.

За целта най-напред трябва да съставим серията от индекси на равновесния валутен курс, като използваме уравнението от нашия модел:

$$\begin{aligned} REER_FD = & 1,50 + 11,52KA_FA_FD - \\ & - 18,64OPEN_FD - 30,94TOT_FD + \\ & + 0,19GOV_EXP_FD \end{aligned}$$

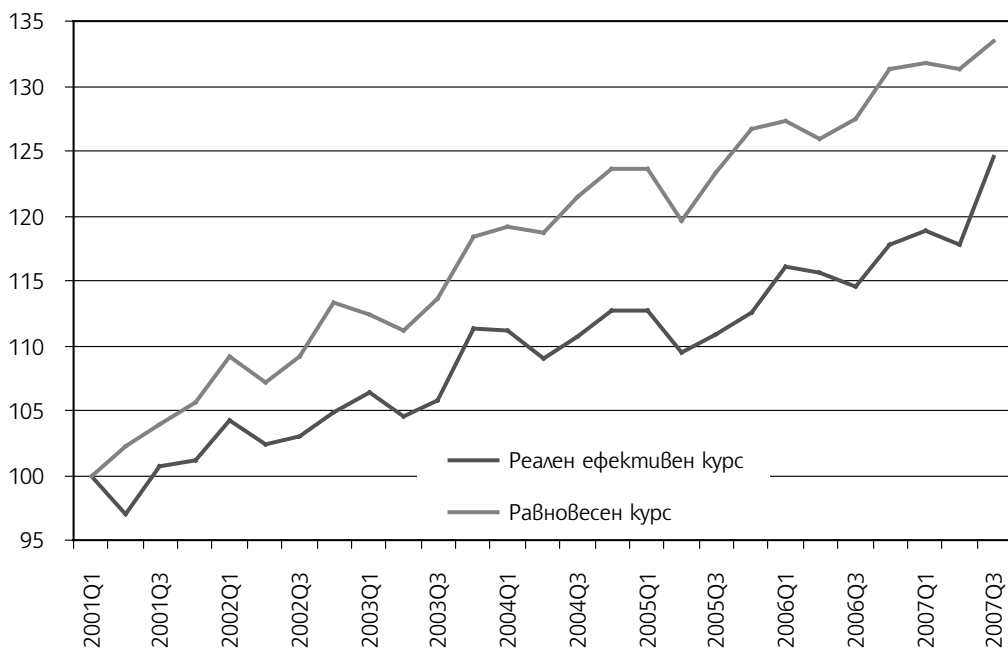
Заместваме данните за независимите променливи за изследвания период (KA_FA_FD, OPEN_FD, TOT_FD, GOV_EXP_FD) и получаваме равновесния валутен курс според нашия модел. Тук е важно да вземем предвид факта, че в модела не е включен равновесният валутен курс като абсолютна стойност, а като първа разлика:

$$REER_FD_t = REER_t - REER_{t-1}.$$

Съответно и серията от данни за равновесния валутен курс, която ще получим, като заместим сериите от независимите променливи в по-горното уравнение, също ще бъде за първата разлика на равновесния валутен курс, а не за неговата абсолютна стойност. За да получим серия от данни за равновесния валутен курс в индексна форма, задаваме индекс 100 за базовия период, за който имаме данни от

регресионния модел – първото тримесечие на 2001 г. От там нататък съставяме серията от индекси на равновесния курс спрямо този базов период, като използваме данните за първата разлика от модела. Тук е мястото да отбележим, че въпреки че моделът обхваща периода от третото тримесечие на 1997 г., данните за равновесния валутен курс, които генерира моделът, се отнасят за периода от началото на 2001 г. Причината за това е, че за част от независимите променливи (и по-специално – за условията на търговия) не разполагаме с данни за предходния период, което съответно скъсява и периода на цялата регресия.

Това, което прави непосредствено впечатление от графиката на фигура 2, е, че равновесният валутен курс се оскъпява много по-бързо от реалния ефективен



Фигура 2. Реален ефективен и равновесен курс
Източник: БНБ, изчисления на автора.

валутен курс за разглеждания период от 2001 г. до третото тримесечие на 2007 г. Следователно наблюдаваното покачване (т.е. оскъпяване) на реалния ефективен курс на BGN следва тенденцията на оскъпяване на равновесния курс. С други думи, реалното поскъпване на BGN в условията на паричен съвет в голяма степен е част от един равновесен процес, определян от динамиката на макроикономическите фактори – капиталовите потоци към страната, отвореността на икономиката, условията на търговия и бюджетните разходи.

Оттук можем да направим и фундаменталния извод, че голяма част от реалното оскъпяване на BGN през последните години е част от придвижването на реалния валутен курс към равновесното му равнище. В този смисъл процесът не би следвало да влияе негативно върху външната конкурентоспособност на българската икономика. Тук не трябва да забравяме обаче, че нашият модел обяснява само около 40 % от динамиката на реалния валутен курс за изследвания период. Въпреки че бихме могли да отгадем една голяма част от покачването на реалния курс на BGN на един равновесен процес, не бихме могли да твърдим, че това реално поскъпване на BGN се дължи *изцяло* на този процес.

Като се има предвид, че наблюдаваното оскъпяване изостава от покачването на равновесния курс, може да се очаква този процес да продължи и в следващите години. Дори и независимите променливи от нашия модел да спрат своето влияние, реалният ефективен курс на BGN най-вероятно ще продължи да се оскъпява, докато затвори наблюдавания към момента „прозорец“ между себе си и равновесния курс.

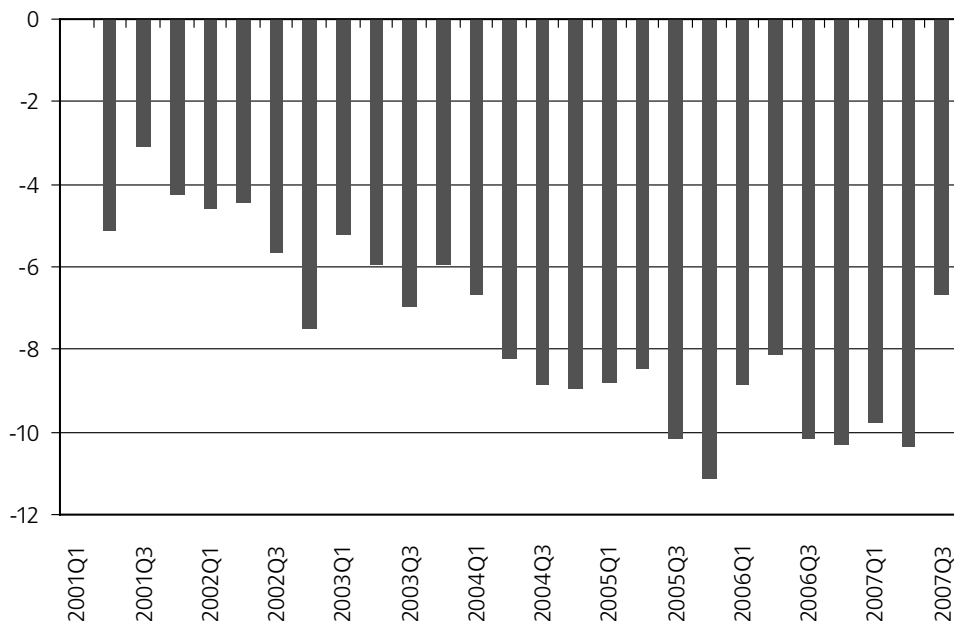
3. Подценен ли е левът?

Както се вижда от фигура 3, отклонението на реалния ефективен валутен курс на BGN от равновесното му равнище като цяло се увеличава за периода, т.е. наблюдаваното реално поскъпване на BGN все по-бавно догонва паралелното поскъпване на равновесния курс. Докато в началото на изследвания период (2001 г.) това отклонение е от порядъка на 4-5 %, към края на периода (2007 г.) достига стойност от над 10 %. За разглеждания период реалният ефективен курс се е оскъпил с 24,5 %, докато равновесният курс е поскъпнал с 33,4 %, т.е. равновесният курс е поскъпнал с около 9 процентни пункта повече. Тези данни показват, че всъщност левът е по-скоро реално подценен спрямо равновесното си равнище, като процентът на подценяване постепенно се увеличава от 2001 г. насам.

Тук трябва да се отбележи, че изводите от представения регресионен модел съвпадат до голяма степен с тези на Международния валутен фонд, цитирани в последните доклади на фонда във връзка с редовните консултации с България като страна – членка на МВФ по член IV.

Използвайки свои данни и изчисления по гореспоменатите три подхода, в доклада си от края на 2007 г. анализаторите на МВФ⁸ достигат до извода, че реалният ефективен валутен курс на лева като цяло е в унисон с равновесния курс. Въпреки големия дефицит по текущата сметка след 2005 г. спрямо изчисления от МВФ равновесен дефицит (т.нар. норма за текущата сметка) от около 5-8 % според различните методологии, изследователите на МВФ заключават, че реалният ефективен валутен курс към края на 2006 г. е с „правилна цена“ (т.е. fairly

⁸ IMF Country Report No. 07/389, December 2007, с. 12.



Фигура 3. Отклонение на реалния курс от равновесното равнище (%)

Източник: Изчисления на автора.

valued). По-специално докладът на МВФ отбелязва, че:

- Различните измерители за реалния ефективен валутен курс на лева поскъпват без изключение през последните години, но темпът на поскъпване съвпада с този на други страни в преход.
- Сравненията по сектори и по страни на база паритета на покупателната сила и цена на труда в долари също не предполагат реално надценяване на българския лев.
- Изчисленията за реалния равновесен валутен курс (базиран на индекса на потребителските цени) като функция на относителната производителност и позицията на нетните външни активи за периода 1996-2006 г. показват, че *наблюдаваният реален валутен курс е поскъпнал в унисон с поскъпването на равновесния курс.*

- Ръстът на износа в количествени обеми от 11 % за периода 2004-2006 г. остава солиден, като дялът на България се повишава на всичките ѝ основни експортни пазари.

Разглежданият от МВФ период (1996-2006 г.) почти изцяло съвпада с периода на нашето изследване (1997-2007 г.), което обяснява и сходните изводи. Фактът, че МВФ базира своите заключения не само на един, а и на трите подхода за изчисление на равновесния валутен курс ни дава допълнителна увереност в получените резултати.

Последният доклад на Международния валутен фонд⁹ от юни 2010 г. е още по-категоричен: според различните изчисления на фонда към края на 2009 г. реалният валутен курс е бил подценен. Както изследователите на МВФ отбелязват, подходът на мак-

⁹ IMF Country Report No. 10/160, June 2010, с. 23.

роикономическия баланс, който сравнява наблюдаваното салдо по текущата сметка на платежния баланс с избрана „норма“ за това салдо, показва, че **реалният валутен курс е бил подценен с 6,5 % през 2009 г.** (след надцененост от 7,4 % за 2008 г., изчислена по същия метод). Това се обяснява с рязкото свиване на дефицита по текущата сметка на България през 2009 г.

Другият широко използван от МВФ подход, подходът на устойчивостта на външните баланси, показва сходни резултати. Според този подход, който търси реалния ефективен курс, необходим за стабилизиране на международната инвестиционна позиция на тяхното текущо ниво, **реалният курс е бил подценен с 4 % през 2009 г.** (след надцененост от 16,1 % за 2008 г.). Дори и ако хипотетично се постави една много по-амбициозна цел за стабилизиране на международната инвестиционна позиция на 60 % от БВП, реалната надцененост на българския лев би била само 5,6 %.

Докладът на МВФ отбелязва, че други индикатори за конкурентоспособност на българската икономика също не предполагат надцененост на реалния ефективен валутен курс. Ако се разглежда един по-дълъг период от 1999 г. до 2009 г., поскъпването на реалния валутен курс на лева се оказва по-ниско от това в повечето от новите страни – членки на ЕС. Както се вижда от приложените графики на МВФ за реалния ефективен валутен курс на валутите от региона, дефлиран с единица разход за труд в преработващата промишленост на всяка страна, всички други изследвани страни с изключение на Полша се характеризират с много по-стръмно реално поскъпване на валутите си за този период. Сред тях са Унгария, Чехия, Словакия, Румъния, Латвия, Литва и Естония. В същото време пазарният дял на България от световния пазар на износ нараства стабилно

за този период, като нарастването е около средното за европейските страни в преход. Не на последно място МВФ отбелязва, че заплатите в България остават най-ниски в целия ЕС, което също не предполага натиск от тяхна страна върху конкурентоспособността на българската икономика.

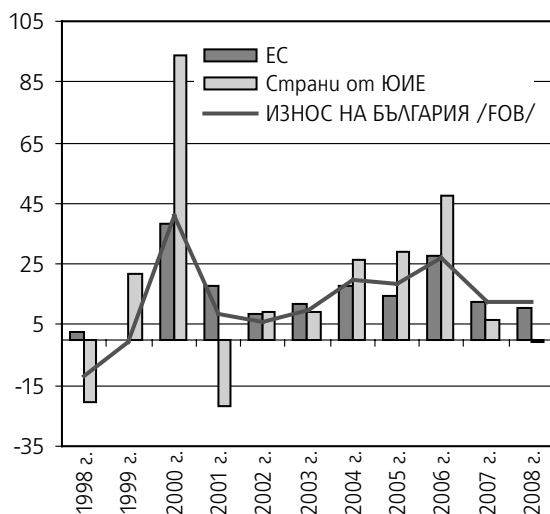
4. Съпоставка на резултатите от регресионния анализ с други индикатори за външна конкурентоспособност на България

4.1. Динамика на износа на България

Както се видя от регресионния анализ, реалното оскъпяване на ефективния валутен курс на BGN през последните години до голяма степен се дължи на равновесни процеси. В този смисъл то не би следвало да влияе негативно върху външната конкурентоспособност на българската икономика. Но дали това показват и други водещи индикатори на външната конкурентоспособност?

Един от най-популярните и прости измерители на външната конкурентоспособност е ръстът на износа. Тук логиката е следната – колкото по-висок ръст има износьт на една страна, толкова тя е по-конкурентна на външните пазари. Тук би следвало да се обърне особено внимание на износа на основните пазари на държавата, тъй като представянето на тези пазари би било най-показателно от гледна точка на националната конкурентоспособност.

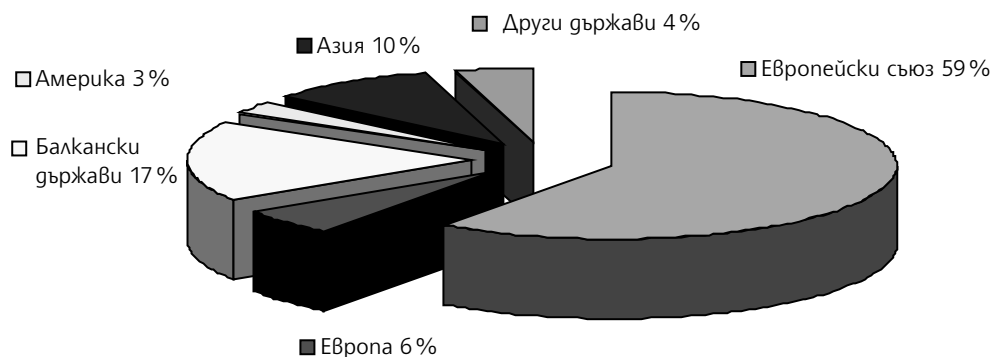
Данните за външната търговия на България, публикувани всеки месец от БНБ, показват стабилен ръст на износа на държавата от 2000 г. до 2008 г. след двугодишен период на възстановяване на икономиката от ва-



Фигура 4. Ръст на износа, %
Източник: БНБ, изчисления на автора.

лутно-финансовата криза през 1996-1997 г. От 2001 г. износьт на България (FOB) бележи средногодишен растеж от около 14 % на година и кумулативен ръст от цели 189 %. Тъй като периодът, обхванат в модела на равновесния валутен курс, също започва от 2001 г., бихме могли да заключим, че изводите от самия модел не си противоречат с външно-търговските данни за България. Стабилният ръст на износа на държавата от 2001 г. до

2008 г. също показва не само запазване на конкурентната позиция на външните пазари, но и нейното подобряване. До същия извод достигнахме и на база регресионния модел, който демонстрира, че голяма част от реалното оскъпяване на ефективния валутен курс от 2001 г. насам се дължи на равновесни процеси и съответно не би следвало да влияе на експортната конкурентоспособност на държавата.



Фигура 5. Разпределение на износа на България по региони (2008 г.)
Източник: БНБ.

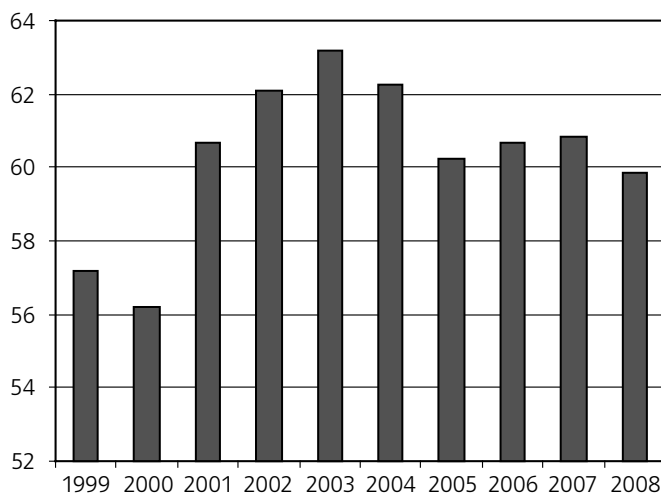
Разбивката на данните за износа на териториален принцип (т.е. по регионална дестинация на износа) също показват постоянен ръст на българския износ към основния външотърговски партньор на България – Европейския съюз. От 2001 г. до 2008 г. годишното увеличение варира в границите от 8,5 % (през 2002 г.) до почти 28 % (през 2006 г.), а кумулативният ръст за целия период достига 209 %. Този стабилен растеж на износа към ЕС може да се обясни както със задълбочаващата се икономическа интеграция на България със Съюза в процеса на присъединяване и непосредствено след членството на държавата, така и с добрата конкурентна позиция на този пазар. Последната е подпомогната и от постепенното премахване на тарифните ограничения в търговията между България и другите страни – членки на ЕС, което от своя страна намалява крайните цени за българския износ на пазара на Общността.

Износът на България към другите балкански страни е вторият по обем след този към ЕС с дял от 17 % през 2008 г. и неговата динамика също би подпомогнала анализа на

експортната конкурентоспособност на държавата. Износът на България за тези страни също нараства през по-голямата част от изследвания период (2001-2008 г.) Въпреки спада от почти 22 % през 2001 г. и де факто застой си през 2008 г. (-0,6 %). Въпреки по-големите колебания на износа за Балканския регион, кумулативно за периода отново имаме внушителен растеж от около 139 %. Този резултат също подкрепя тезата за една подобряваща се експортна позиция на държавата през изучавания период въпреки наблюдаваното значително поскъпване на реалния ефективен курс.

4.2. Динамика на дела на България във вноса на ЕС

За да потърсим допълнителни доказателства за това, че външната конкурентоспособност на България не се е влошила през разглеждания период, ще разширим анализа като разгледаме динамиката на дела на България във вноса на целия ЕС (без България). Този показател е подходящ за държава като България, основна



Фигура 6. Дял в износа на България, %
Източник: БНБ.

част от износа на която е насочен към другите страни – членки на Европейския съюз. Според данните на БНБ през периода 1999-2008 г. между 56 % и 63 % от износа на стоки на България е насочен към другите страни – членки на ЕС. От друга страна, данни за дела на България във вноса на ЕС се съставят и публикуват редовно от Евростат, докато сборни данни за дела на България например във вноса на другите балкански страни (втория по големина износен пазар на България) не биха могли да се намерят. Това се отнася и за другите региони, към които е насочен износа на държавата – Азия, Америка, други европейски страни (извън ЕС). Презумпцията тук е следната – ако делът на България във вноса на ЕС нараства, то и конкурентната позиция на България би следвало да се подобрява. Обратно – ако делът остава стабилен или спада, можем да заключим, че конкурентната позиция не се променя или се влошава.

4.3. Сравнителен анализ на конкурентната позиция на България

Подходящо би било също така да приложим сравнителен анализ, като съпоставим дела на България във вноса на целия ЕС с този на нейните основни търговски конкуренти на този пазар – другите страни от региона на Централна и Източна Европа, включително и Турция, която в много стокови сегменти е сред преките ценови конкуренти на България.

Таблица 2 показва промяната в дела на всяка от страните от региона във вноса на ЕС.

Както се вижда от приложената таблица, делът на България във вноса на ЕС нараства стабилно през разглеждания период (1999-2008), като се разширява от 0,2 % през 1999 г. до 0,5 % през 2008 г. В про-

Таблица 2. Дял на страните от Централна и Източна Европа във вноса на ЕС

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
България	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4	0,5	0,5
Чехия	1,4	1,5	1,7	1,7	1,8	2,3	2,3	2,5	2,7	2,8
Естония	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3
Латвия	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3
Литва	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,4	0,5	0,5
Унгария	1,3	1,3	1,4	1,4	1,5	1,7	1,7	1,8	1,9	1,9
Полша	2,1	2,1	2,2	2,3	2,3	2,7	2,9	3,1	3,4	3,9
Румъния	0,5	0,5	0,7	0,7	0,8	0,9	1	1,1	1,4	1,5
Словения	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,6	0,6	0,6	0,7	0,7
Словакия	0,5	0,6	0,7	0,7	0,8	0,9	1	1,1	1,3	1,4
Турция	2,1	1,9	2,3	2,6	2,9	3,2	3,1	3,1	3,3	2,9
Хърватска	0,3	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4	0,3	0,4	0,3	0,3
Сърбия и Черна Гора*	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3
Македония	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1

* От 2006 г. след отделянето на Черна гора делът в таблицата показва сборния дял на 2-те страни.

Източник: Евростат.

центни изражение увеличението за периода достига 150 %, Въпреки че поради мащабите на българската икономика говорим за един незначителен дял от европейския пазар, който достига само половин процент през 2008 г.

Тук би било подходящо да сравним динамиката на дела на България във вноса на ЕС с тези на другите три страни от региона, които поддържат фиксиран валутен курс (включително и в разновидността на паричен съвет) – Естония (паричен съвет), Литвия (фиксиран валутен курс) и Литва (паричен съвет). В тези страни също се наблюдава значително реално оскъпяване на местните валути от въвеждането на фиксиран валутен курс заради високи темпове на инфлация. Въпреки това посъпяване на валутите на трите балтийски страни, техният дял от вноса на ЕС също нараства от 1999 г. насам. Литва показва най-близка динамика до тази на България, тъй като делът на вноса от Литва в ЕС нараства от 0,2 % до 0,5 % между 1999 г. и 2008 г. В Естония и Литвия наблюдаваме ръст от 0,2 % до 0,3 % и съответно от 0,1 % до 0,3 % от вноса в ЕС. Можем да обобщим, че въпреки реалното посъпяване на валутите на 4-те страни с фиксиран валутен курс в района на Централна и Източна Европа¹⁰, това не е влошило тяхната външна конкурентоспособност, специално що се отнася за основния им експортен пазар – този на Европейския съюз. Напротив, би могло да се заключи, че тази позиция дори се подобрява, особено що се отнася до България, Литва и Литвия. При Естония също бихме могли да говорим за подобрене, но в по-малка степен. Систематизирани и унифицирани данни за дела на тези страни от други регионални пазари не се съставят. Въпреки това авторът смята, че анализът на техния дял от пазара на ЕС е достатъчно

показателен, тъй като Съюзът представлява най-големият пазар за пласирането на стоки и услуги, произведени в тези страни.

За да постигнем пълнота на сравнението, е необходимо да анализираме позицията на останалите страни от Централна и Източна Европа, които представляват основни конкуренти на България на пазара на Европейския съюз. В тези страни официалният валутно-курсов режим през последните няколко години като правило е плаващ, макар и в неговия т.нар. „мръсен“ вариант („dirty floating“). При този режим официално не е обявен целеви валутен курс или валутнокурсов интервал на колебание (толеранс), но въпреки това паричните власти се намесват периодично на пазара с цел въздействие върху курса и избягване на по-резки колебания, които биха създали по-несигурна среда за стопанските обекти, биха застрашили постигането на инфлационните цели на Централната банка или като цяло биха повлияли негативно на макроикономическото равновесие.

Тук трябва да отбележим, че Словения и Словакия, които се присъединиха към еврозоната респективно през 2007 г. и 2009 г., не се характеризираха с плаващ валутен курс през последните две години преди приемането на EUR заради т.нар. Маастрихтски критерии. Според тези критерии, заложили в Маастрихтския договор от 1992 г., който влезе в сила в края на 1993 г., кандидат-членовете на еврозоната следва да поддържат полуфиксиран валутен курс към EUR с максимално отклонение над или под паритета (т.е. фиксирания валутен курс) на местната валута към EUR от 15 % поне през последните 2 години, предшестващи приемането на общата валута. Все пак през по-голямата

¹⁰ Тук трябва да се отбележи, че в Босна и Херцеговина, която също географски попада в региона на Централна и Източна Европа, също е в сила паричен съвет. Заради незначителния размер на икономиката на Босна и Херцеговина в сравнение с останалите, авторът счита, че тази държава не е съпоставима с тях и съответно е изключена от анализа.

част от анализирания период валутите на Словения и Словакия се характеризираха със свободно плаване, което прави тяхното условно причисляване към групата на нефиксираните курсове по-разумно, отколкото към групата на фиксирания курсове.

Като цяло страните с плаващ валутен курс също показват увеличение на дела си от вноския пазар на ЕС за периода от 1999 г. до 2008 г. Изключенията от това правило са Македония, която запазва стабилен дял от 0,1 % за целия период, и Хърватска, която се колебае между дял от 0,3 и 0,4 %. Трябва да се вземе предвид и фактът, че при повечето страни от региона говорим за едни изключително малки числа, що се отнася до техния дял от пазара на ЕС, където закръзленията и статистическата грешка имат значително влияние. Въпреки това може да се обобщи, че и при страните с различна степен на плаващ валутен курс също се наблюдават засилени пазарни позиции на пазара на ЕС. Най-сериозно подобрение спрямо началното равнище през 1999 г. отбелязват Чехия, Полша, Румъния, Словакия, Сърбия и Черна гора, където дялът им във вноса на ЕС се уголемява до 2-3 пъти за разглеждания период. Паралелно с този сериозен ръст обаче, в някои страни има много по-слабо подобрение или дори задържане на същото равнище – Унгария, Словения, Хърватска, Македония.

Всъщност сред страните с плаващ валутен курс, като Словакия и Румъния, има много сериозно увеличение на техния дял във вноския пазар на ЕС от около 3 пъти. Такова подобрение не е достигнато от нито една страна с фиксиран валутен курс за разглеждания период, макар че България, Латвия и Литва увеличават също значително пазарните си позиции на пазара на ЕС – с 2-2,5 пъти. По мнение на автора по-добротото представяне на две от страните с плаващ валутен курс не предоставя достатъчно силен довод, на

базата на който да се направи генералният извод, че плаващият курс подпомага външната конкурентоспособност. Както се вижда от графиките, в същото време в някои от разглежданите страни с плаващ валутен курс има много по-слабо подобрение на пазарните позиции (Унгария, Словения, Турция) в сравнение със страните с фиксиран валутен курс или дори задържане на дела им във вноския пазар на ЕС на същото равнище за целия период (Хърватска, Македония).

Този сравнителен анализ, базиран на условното разделение на държавите от Централна и Източна Европа на държави с фиксиран и държави с плаващ валутен курс, е силно опростен, тъй като не взема под внимание до каква степен официално плаващият курс е наистина такъв на практика. В много от тези държави намесата на Централната банка на валутния пазар е редовна практика. Също така неофициалното преследване на определен валутен курс или по-скоро – на определен интервал на валутнокурскови колебания, толериран от паричните власти, се наблюдава в някои страни, ако не през целия разглеждан период, поне в определени подпериоди – Унгария и Словакия са типични примери. Не на последно място анализът не разглежда движението на *равновесния реален валутен курс* при държавите с плаващ валутен курс – както беше споменато във въвеждението, отклоняване на реалния (ефективен) валутен курс от равновесното му равнище е възможно да се наблюдава както при фиксиран, така и при плаващ валутен курс. Все пак авторът счита, че съпоставянето на динамиката на пазарните дялове на страните от региона на техния най-голям пазар – този на ЕС – подкрепя аргумента, че техните експортни конкурентни позиции не зависят от валутнокурсвия режим и традиционното акумулиране на реално оскъпяване на местните валути при държавите с фиксиран валутен курс.

Заклучение

Ключовият извод, който може да се направи на база на разработения модел на равновесния валутен курс на BGN, е, че реалното поскъпване на лева през периода на паричен съвет се дължи до голяма степен на равновесен процес. В този смисъл реалното поскъпване не би следвало да влияе негативно върху външната конкурентоспособност на българската икономика. Този извод се подкрепя и от последните доклади на МВФ за България.

Липсата на значителни негативни ефекти се потвърждава и от анализа на алтернативни индикатори на конкурентоспособността като динамика на износа на България към основните ѝ търговски партньори, както и позицията на българските стоки и услуги на основните экспортни пазари на държавата. Използваният сравнителен анализ дори подкрепя противната теза, а именно, че конкурентната позиция на българския износ е бележела стабилно подобрене през изследвания период от 1997 г. насам.

Ако трябва да обобщим, емпиричният анализ в настоящата статия отхвърля разпространената в обществото теза за влошаване на конкурентната позиция на българската икономика след въвеждането на паричен съвет. Имайки предвид това, наблюдаваното реално поскъпване на BGN не би следвало да се използва като достатъчен аргумент за влошени экспортни позиции без съпътстващ анализ на равновесния валутен курс.

Литература

1. Elbadawi, Ibrahim, Estimating long-run equilibrium real exchange rates, in J. Williamson (Ed.). Washington, DC: Institute for International Economics.
2. IMF Country Report No. 07/389, December 2007, p. 12.
3. IMF Country Report No. 10/160, June 2010, p. 23.
4. Goldstein, Morris, The Exchange Rate System and the IMF: A Modest Agenda, Book Washington, DC : Institute for International Economics, Policy Analyses in International Economics 39, June 1995.
5. Nabli, Mustafa and Marie-Ange Veganzones-Varoudakis, Exchange Rate Regime and Competitiveness of Manufactured Exports: The Case of MENA Countries, CERDI Working Paper 200230, May 2002.
6. Edwards, Sebastian, Real and Monetary Determinants of Real Exchange Rate Behavior: Theory and Evidence from Developing Countries, NBER Working Paper 2721, September 1988.
7. Edwards, Sebastian, Real Exchange Rate, Devaluation and Adjustment: Exchange Rate Policy in Developing Countries, Cambridge, MA: MIT Press, 1989.
8. Su, Ting, An Empirical Analysis of China's Equilibrium Exchange Rate: A Co-integration Approach, Lincoln University, 2009. **ИА**