



**„ФИСКАЛЕН ИЗЛИШЪК:**

**МАКРОИКОНОМИЧЕСКИ И ПОЛИТИЧЕСКИ ПРОБЛЕМИ”**

Ноември 2008

Този доклад е изготвен по проект “Фискален излишък: Макроикономически и политически проблеми” с възложител Институт “Отворено общество” – София.

Изказаните мнения и становища в настоящия доклад са отговорност на авторите и не отразяват непременно мненията и политиката на Институт “Отворено общество” – София. Авторите следва да бъдат цитирани при всяко преиздаване на материала, целия или част от него.

## **СЪДЪРЖАНИЕ**

<b>1. Фискалният излишък: същност и значение /доц. Г. Ганчев/.....</b>	<b>с.3</b>
<b>1.1. Кратка история.....</b>	<b>с.3</b>
<b>1.2. Макроикономически аспекти на фискалните дефицити и излишъци.....</b>	<b>с.5</b>
<b>2. Фискалният излишък, фискалният резерв и макроикономическата политика /доц. Г. Ганчев/.....</b>	<b>с.12</b>
<b>3. Притокът на чуждестранни инвестиции, дефицитът по текущата сметка и фискалната политика /доц. Ч. Николов/.....</b>	<b>с. 23</b>
<b>4. Изводи и насоки за икономическата политика в контекста на текущата финансова криза /доц. Г. Ганчев/.....</b>	<b>с. 44</b>

## **1. Фискалният излишък: същност и значение**

### **1.1. Кратка история**

Проблемът с излишъците на републиканския бюджет е сравнително нов.

На практика, фискалните излишъци се появяват след въвеждането на паричния съвет през 1997 г. Генерирането на излишъци е донякъде продукт на специфичния механизъм на функциониране на българския паричен съвет, наложен от МВФ.

Като цяло, фискалните излишъци се характеризират с тенденция към нарастване, както в абсолютен, така и в относителен размер. Очаква се през 2008 г. фискалният излишък да надхвърли рекордните 5% от БВП.

Можем да разграничим дори активното салдо на бюджета от излишъка. Планираното активно първично салдо на бюджета, както и планираното положително касово салдо, не са излишъци в тесния смисъл на думата, а просто планирани активни салда.

Превишението над планирания активен фискален баланс обаче е собствено „излишък”, т.е. сума над предвидената схема за използване на бюджетните приходи. Този излишък вероятно ще възлезе на 3-4% от БВП през 2008 г. По-нататък обаче ще използваме понятието „фискален излишък” в широкия смисъл, т.е. като положително (първично или касово) салдо на бюджета.

В текущ план говорим за активен фискален баланс (първичен и касов), а с натрупване - за фискален резерв в Управление „Емисионно” на БНБ. Ако от brutния държавен дълг извадим фискалният резерв, получаваме нетния държавен дълг. Както се вижда от Графика №1, последният клони към нула.

## ГРАФИКА №1



### По данни на БНБ

Освен това, механизмът на използване на фискалния излишък (а и на активното салдо на бюджета като цяло), в условията на българския вариант на паричен съвет, предполага връзка между излишъка и паричното предлагане, връзка между ресурсите, които се вливат и изтичат от фискалния сектор, както и връзка, в контекста на членството на България в ЕС, между капиталите, които изтичат и се вливат в националната икономика.

Фискалният излишък, генериран от правителството, е обект на оживени дискусии както в периодичния печат, така и в специализираната литература.

Проблемите, породени от фискалния излишък, са във фокуса на вниманието и препоръките на Международния валутен фонд, Световната

банка, Европейската комисия, Европейската централна банка, както и на неправителствените информационно-аналитични и рейтингови агенции.

Този проблем придобива особено значение в контекста на глобалната финансова криза и на координираните мерки, предприемани в рамките на ЕС, Г-8, групата на 20-те, срещите между европейските и азиатските страни, МВФ и други международни организации, тъй като става въпрос, в последна сметка, използване на фискални ресурси за стабилизиране на икономиките.

Фискалният излишък има макроикономически, политически и социални измерения. Той е свързан с данъчната политика, механизма на реализиране на публичните разходи, поражда въпроси, свързани със законността на бюджетните разходи, прозрачността, целесъобразността и ефективността на правителствената икономическа политика.

Като цяло проблемът не е изследван и осветляван в необходимата степен. Докато формирането и използването на фискалния излишък се извършва в условията на концептуална и институционална неяснота, неговото формиране и използване винаги ще поражда сериозни политически и социални конфликти.

## **1.2. Макроикономически аспекти на фискалните дефицити и излишъци.**

В икономическата литература обект на изследване са по-скоро фискалните дефицити, отколкото излишъците.

Една от малкото теории, която обръща симетрично внимание на дефицитите и излишъците, е т. нар. „Фискална теория на ценовото равнище” (fiscal theory of price level).

Според първоначалния вариант на тази теория на Сърджант и Волас (Sargent and Wallace:1981), провеждането на устойчива дългосрочна

антиинфлационна стратегия е възможно само ако политиката на централната банка се подкрепя от държавата, която периодично реализира активно първично фискално салдо с цел погасяване на държавния дълг.

Последващите приноси на Лиипър (Leeper:1991), Симс (Sims:1994) и Уудфорд (Woodford:1994) показват, че без ясни правила за фискалната политика, гарантиращи платежеспособността на държавата в дългосрочен план, паричната политика на централната банка не може да стабилизира ценовото равнище и инфлацията, периодични скокове на ценовото равнище са неизбежни.

Изискванията към фискалната политика се свеждат до генериране на излишъци след периодите на нарастване на държавния дълг. Донякъде системата на Маастрихтските конвергентни критерии се базира върху фискалната теория на ценовото равнище.

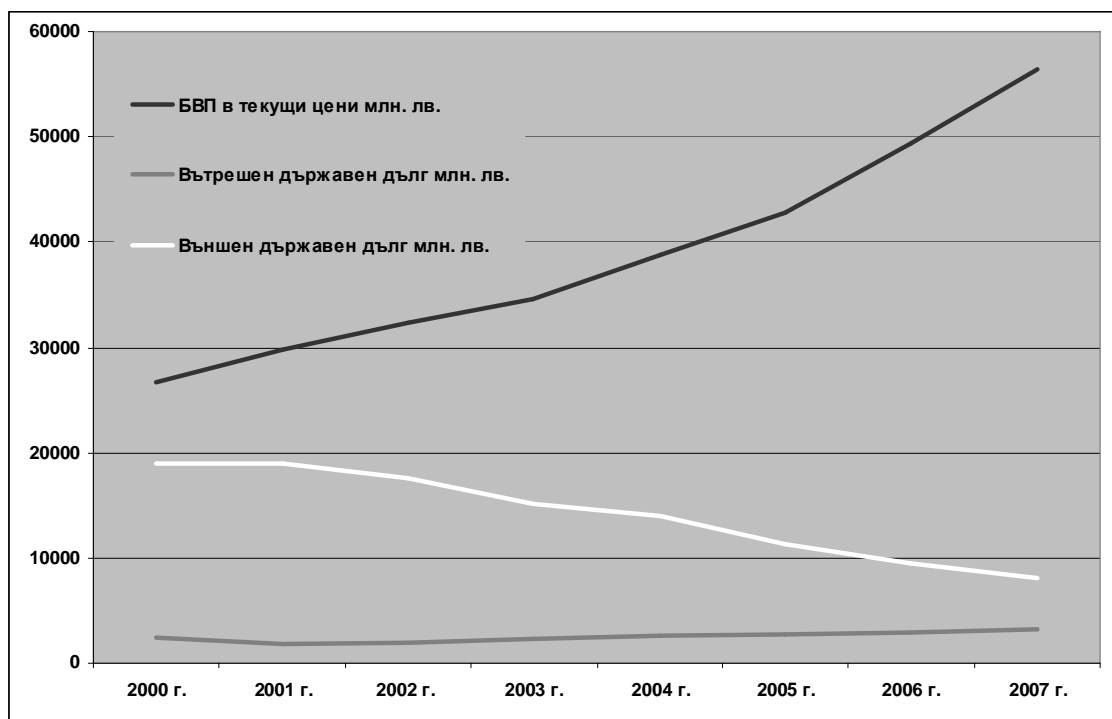
Емпиричните изследвания обаче не показват съществено въздействие на факторите, свързани с дългосрочната платежеспособност на държавата, върху инфлацията, ако съдим по резултатите на Канцонери, Кумби и Диба (Canzoneri, Cumby and Diba:2002).

В условията на паричен съвет, връзката между държавния дълг, фискалните излишъци и инфлацията, също не би трябвало да бъде от първостепенно значение, поради факта, че фиксирания валутен курс представлява относително ефективна антиинфлационна котва. От друга страна, нетният държавен дълг на България е практически нулев.

При това, политиката на намаляване на вътрешния и външния дълг, провеждана от българското правителство през последните години, както и очакваната стратегия за близките години, не дава основание за търсене на негативна връзка между държавния дълг и инфлацията.

## ГРАФИКА №2

### ДИНАМИКА НА БВП И ДЪРЖАВНИЯ ДЪЛГ

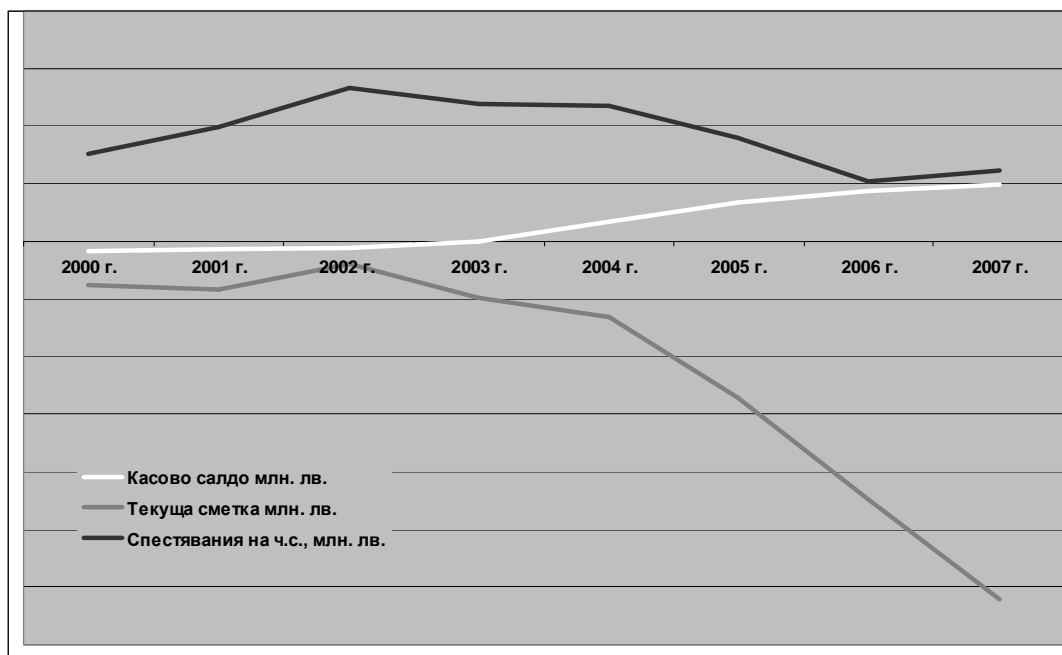


Източник: АИАП

Трябва да се има предвид, че фискалният излишък е част от спестяванията на правителствения сектор. Тези спестявания влияят върху вътрешния финансов пазар, спестяванията на частния сектор както и състоянието на текущата сметка.

## ГРАФИКА №3

### КАСОВО САЛДО, ТЕКУЩА СМЕТКА, СПЕСТЯВАНИЯ НА ЧАСТНИЯ СЕКТОР



**Източник: АИАП**

Както лесно можем да видим от Графика №3, нарастването на положителното касово салдо на бюджета през периода 2000-2007 г. е негативно корелирано със спестяванията на частния сектор и текущата сметка.

Съществуват няколко възможни подхода (виж по-подробно- Barbosa-Filho N, Rada C., Taylor L., Zamparelli L.:2006) към изясняване на връзката между бюджетните дефицити (излишъци), външното равновесие (текущата сметка) и финансовата позиция на частния сектор.

Това са т.нар. „модел на двойния дефицит” (twin deficit), „моделът на рационалните очаквания” (rational expectations) и подхода на т.нар. структурен недостиг (structural gap).

Въпросът за това, кой от съществуващите модели е в сила в България, е отворен.

Доктрината на двойния дефицит е широко използвана от МВФ и е част от стратегията на т.нар. „финансово програмиране”. Авторът на тази

теория е Дж. Полак (Polak:1957), разработил основите ѝ в началото на 50 г. на миналия век.

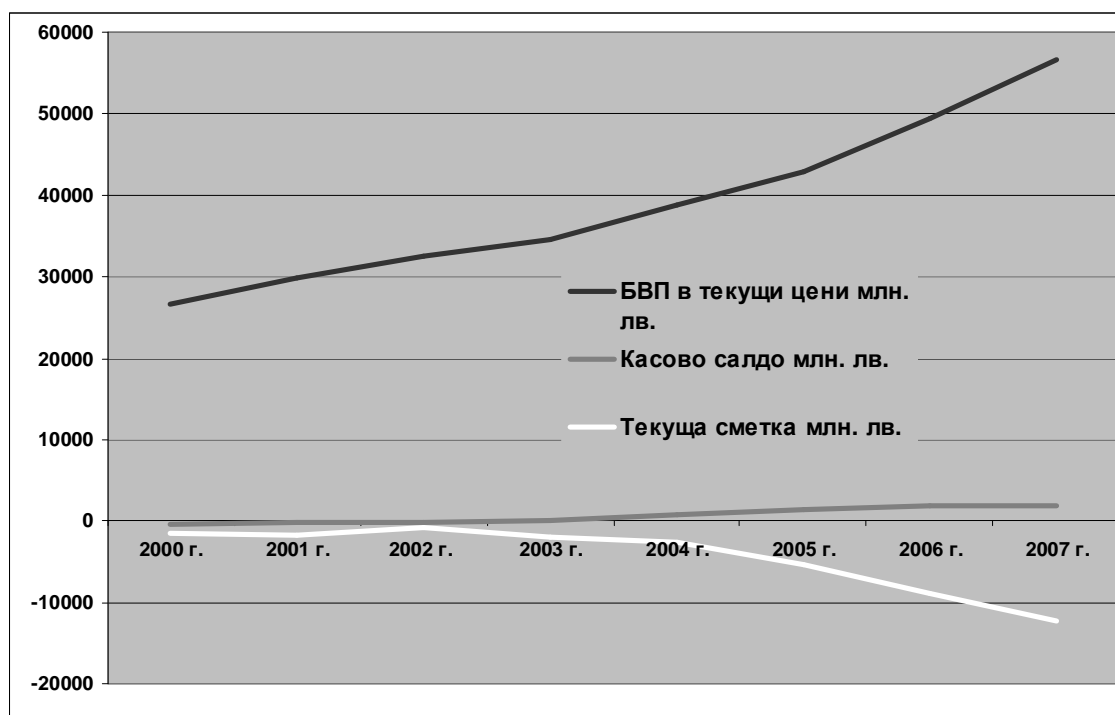
Именно това е теоретичната схема, оказала, може би, най-голямо влияние върху икономическата политика в света през последните 50-60 години, като изключим теорията на ефективното търсене на Дж. Мейнард Кейнс.

Основните положения на доктрината са свързани с традиционния монетаризъм (включително теорията за паритета на покупателната сила), но с едно важно допълнение - моделът предполага отсъствие на връзка между на спестяванията на частния сектор и измененията на фискалния дефицит.

При тези предпоставки, всяко нарастване на държавните разходи, респективно увеличаване на фискалния дефицит, се проявява във влошаване на дефицита по текущата сметка. Следователно, основната задача на фискалната политика е гарантиране на външното равновесие на икономиката.

Емпиричното тестване на теорията на двойния дефицит е елементарно - достатъчно е да проследим съществува ли връзка между фискалния дефицит и този по текущата сметка. Изследванията през последните 50-60 г. както в развитите, така и в развиващите се страни показват, че зависимостите, постулирани в концепцията за двойния дефицит се проявяват крайно рядко и са като цяло изключение, а не правило.

**ГРАФИКА №4**  
**БВП, КАСОВО САЛДО НА БЮДЖЕТА И**  
**ТЕКУЩА СМЕТКА**



Както се вижда от Графики №2 и №4, връзката между касовото салдо на бюджета и текущата сметка е по-скоро обратно пропорционална, при това, нарастването на спестяванията на държавата е обратно пропорционално и на спестяванията на частния сектор, поне за периода 2000-2007 г.

С други думи, нямаме основания да подкрепим тезата за двойния дефицит.

Моделът на рационалните очаквания се базира върху поредица хипотези - хипотезата на Кейнс за относителната стабилност на потреблението, хипотезата за перманентния доход, и хипотезата за еквивалента на Рикардо (виж: Varro:1974).

В последна сметка, ако опростим модела на рационалните очаквания, нещата се свеждат до следното.

Рационалните потребители “изглаждат” кривата на спестяванията, т.е. в периоди на подем делът на спестяванията в разполагаемия доход се увеличава, а при кризи намалява.

Ако държавата се опита да провежда антициклична политика, то рационалните потребители ще отчетат това и ще коригират съответно своето поведение. Еквивалента на Рикардо в случая засяга държавата, която също би трябвало да провежда антициклична политика с оглед поддържане на държавния дълг на определено ниво.

Това, което можем да очакваме при модела на рационалните очаквания е обратнопропорционална връзка между спестяванията на държавата (фискалния излишък) и спестяванията на частния сектор.

Нещо подобно действително може да се види на Графика №4. При това положение, генерирането на фискални излишъци може да влоши допълнително дефицита по текущата сметка.

Напоследък концепцията за структурния излишък набира сила, както за сметка на двойния дефицит, така и на рационалните очаквания.

Тезата на Бен Бернанке (Bernanke B.:2005), че дефицитът по текущата сметка на САЩ е детерминиран отвън, т.е. че в дадения случай дефицитът е свързан със свръх спестяванията в страни като Китай, Япония, Германия и т.н., е конкретен израз на тази концепция.

Ако дефицитът е породен от структурни проблеми, свързани с вноса и чуждестранните инвестиции, то фискалната политика не би следвало да влияе върху външния дефицит, но, както спестяванията на частния сектор, така и тези на правителството, би следвало да бъдат корелирани с растежа и вноса.

В случая с България има изключително тясна връзка между нарастването на вноса, доходите на фиска и генерирането на излишъци.

Ще заключим, че данните за България позволяват да отхвърлим хипотезата за двойния дефицит.

Единствено теорията за рационалните очаквания и теорията за структурния недостиг, са съвместими с данните за България.

При това положение, възникват два основни проблема.

Първо, какви макроикономически зависимости се проявяват при провеждането на политика на фискални излишъци в условията на паричен съвет и провеждането на паралелна рестриктивна парична политика от страна на БНБ и второ, какви императиви налага динамиката на чуждестранните инвестиции, детерминираща до голяма степен текущата сметка и позицията на фискалния сектор.

На тези два въпроса са посветени следващите две части на настоящата разработка.

## **2. Фискалният излишък, фискалният резерв и макроикономическата политика**

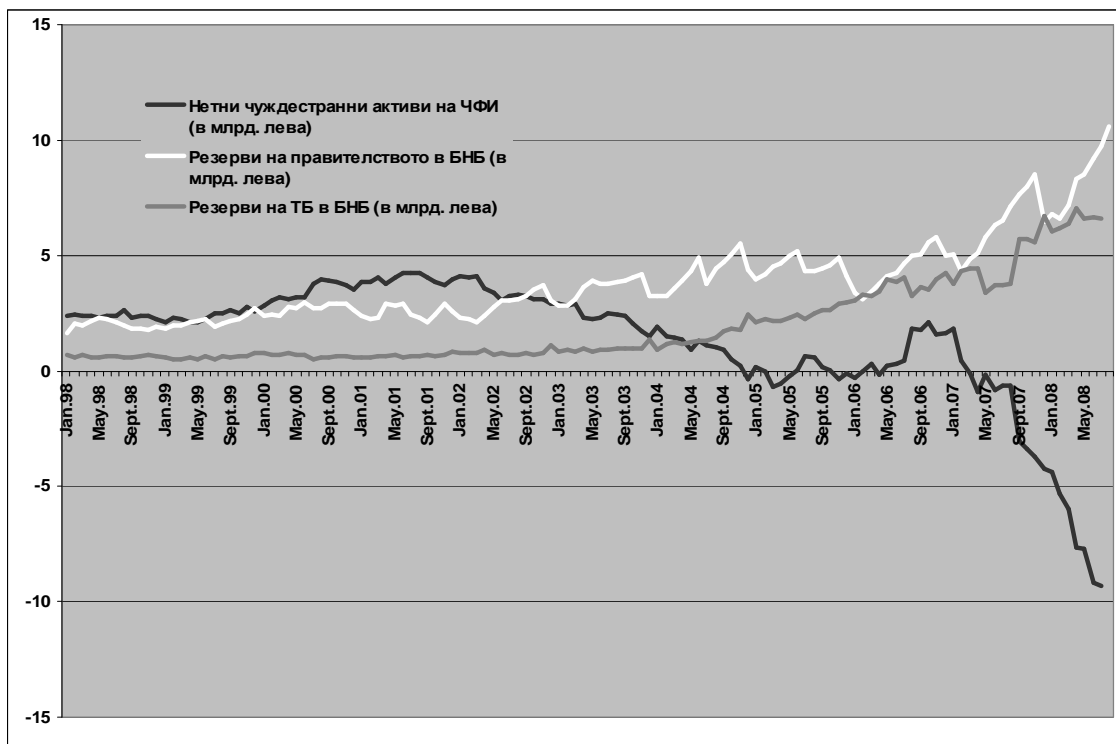
Основният източник на оптимизъм в контекста на глобалната криза, е бюджетният излишък и огромният фискален резерв. Според правителството, именно спестяванията на държавата са гаранция за неузвимостта на паричния съвет и поддържането на висок икономически растеж.

Увеличаването на държавните спестявания, като начин за борба с потенциалната криза, би трябвало да прозвучи, обаче, странно не само за тази част от българските аналитици и финансови анализатори, които се придържат към идеите на Кейнс, но и за онези, които са по-близо до неокласическия начин на мислене, а дори и за привържениците на неоавстрийската школа.

Спестяването, в тесния смисъл на думата, т.е. изваждането на определени финансови ресурси от обръщение и тяхното обездвижване, е най-прекият път към икономическа и финансова криза. Т.нар. „парадокс на спестяването” е класически пример, който се изучава във всеки стандартен курс по макроикономика.

Защо, обаче, България, в лицето на правителството спестява, още от 1998 г. насам, но икономиката, като цяло, се развива динамично?

### ГРАФИКА №5



### По данни на БНБ

На Графика №5 е представена динамиката на нетните чуждестранни активи на частните финансови институции (ЧФИ), резервите на правителството и резервите на търговските банки в БНБ.

Ще припомним, че нетните чуждестранни активи на банковия сектор представляват разликата между активите и пасивите на тези институции към чуждестранни лица.

Тази динамика може да се раздели на два периода. Първо, от началото на 1998 г. до първото тримесечие на 2007 г. и втори период - от второто тримесечие на 2007 г. досега.

За първия период е характерно преобладаването на положителни нетни чуждестранни активи на търговския банков сектор, при умерено високо равнища на резервите на правителството и банките в БНБ.

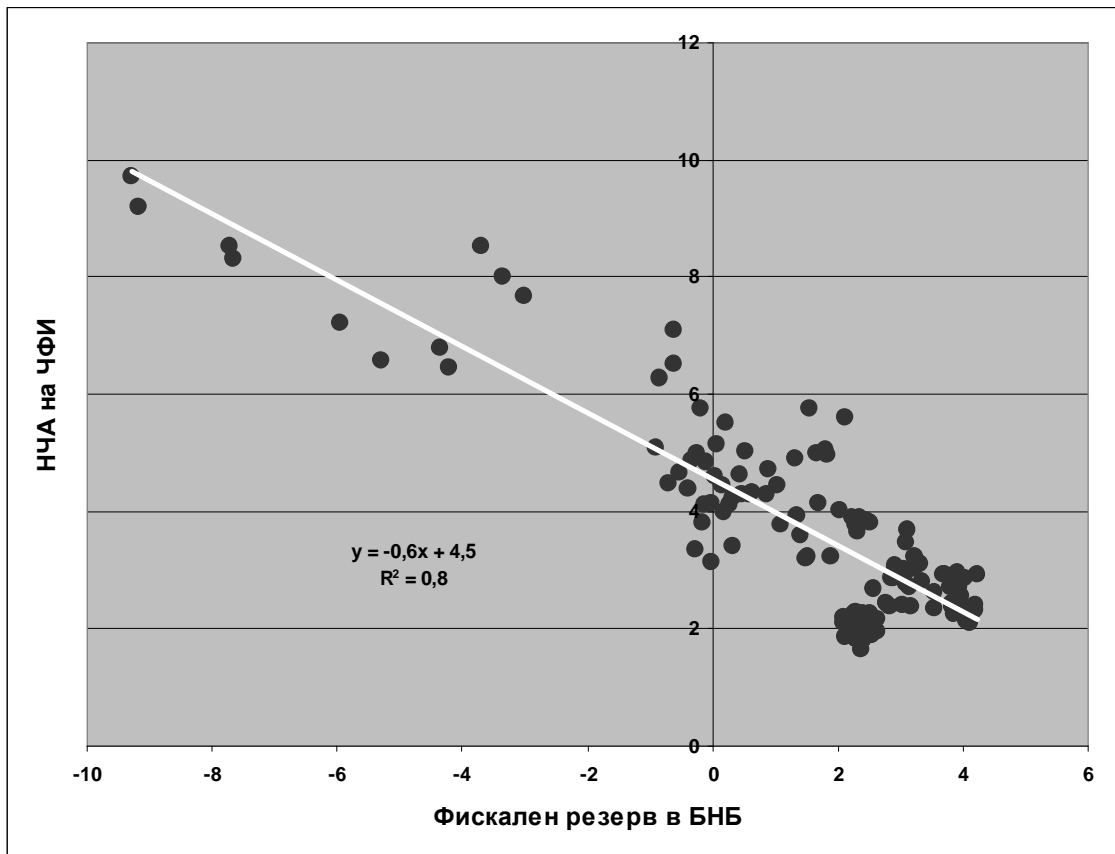
През втория период обаче наблюдаваме рязко и безпрецедентно нарастване на резервите на правителството и частните банки в БНБ, при още по-рязко влошаване на нетните чуждестранни активи на банковия сектор.

Казано с други думи, частният банков сектор и недържавният сектор като цяло, задлъжняват скокообразно към чужбина, при едновременно натрупване на свръхрезерви от държавата, в лицето на правителството и БНБ.

Възниква въпросът, има ли смисъл подобна линия на повишаване уязвимостта на частния сектор за сметка на трупане на активи от държавата и има ли взаимозависимост между тези процеси.

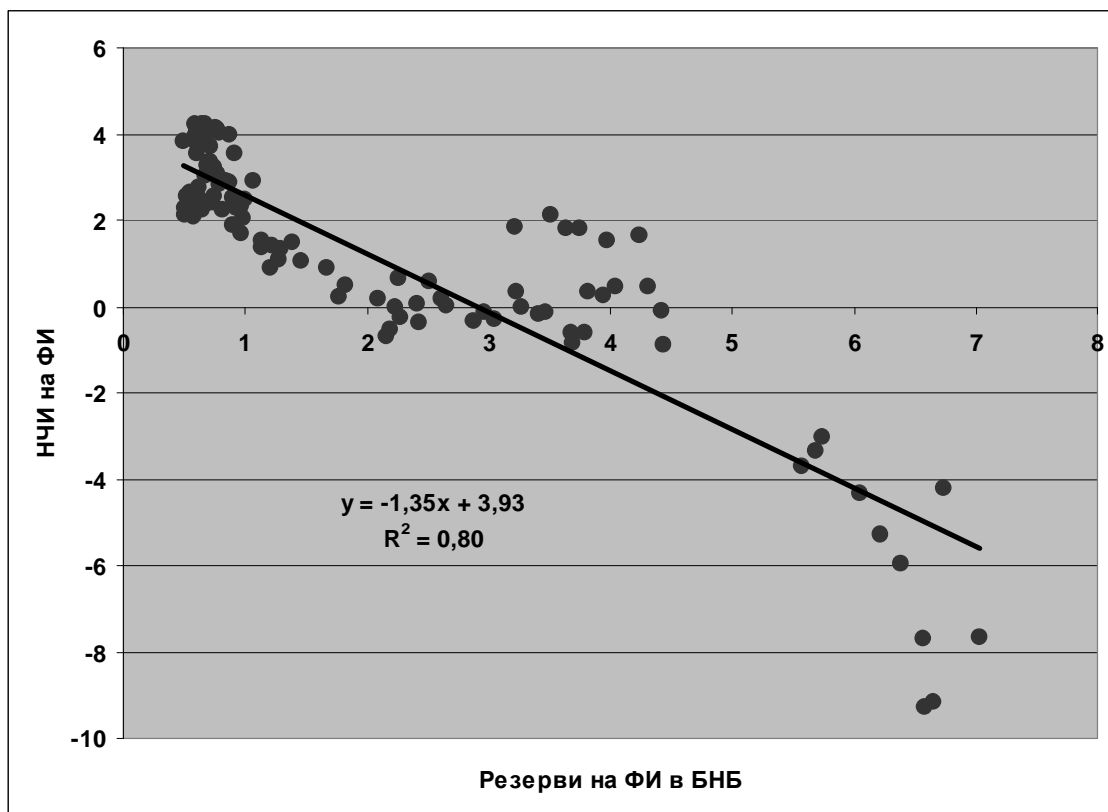
На Графика №6 е представена връзката между фискалния резерв в БНБ и нетните активи на частния сектор, а на Графика №7 е илюстрирана подобна връзка между резервите на търговските банки в БНБ и нетните чуждестранни активи (всички величини са в милиарди лева).

## ГРАФИКА №6



По данни на БНБ

## ГРАФИКА №7



### По данни на БНБ

Както се вижда и от двете графики, има зависимост, и то тясна, между резервите на правителството и търговските банки в БНБ (коефициентът на детерминация  $R^2$  и в двата случая е около 80%), от една страна, и нетните чуждестранни активи на банковата система, от друга. При това връзката е като при скачени съдове - когато държавните резерви нарастват, нетните чуждестранни активи на банковия сектор намаляват.

Идеята на правителството и БНБ е, че в случай на криза на доверието към паричния съвет и банковата система, валутният резерв на страната, концентриран в БНБ, ще позволи стабилизиране на икономиката.

Това, обаче, не винаги е така. Както отбелязва американският икономист Пол Кругман, при интерпретацията на своя модел на финансови

кризи в страни, придържащи се към фиксиран валутен курс, използването на резерва за поддържане на системата води неизбежно до намаляване на самия резерв, което пък е сигнал за още по остри спекулативни атаки.

При наличие на уязвимост или на надцененост на курса, финансовият колапс е неизбежен, независимо от използването на валутния резерв.

Проблемът е в намирането на такива параметри на системата, които да минимизират нейната уязвимост като цяло, с отчитане на стабилността на всички сектори.

Политиката на публични свръхрезерви за сметка на външна свръхзадлъжнялост на частния сектор обаче не е добра и вече създава проблеми на българската икономика.

В частност, почти всички анализатори отчитат нарастваща корелация между българския борсов пазар и глобалните финансови пазари. Това се случи именно през последната година, когато рязко нарасна нетната външна задлъжнялост на банковия сектор.

Този процес беше съпроводен и с безпрецедентен спад на индексите на БФБ. Ако външните позиции на банковия сектор бяха по-добри, то тези отрицателни явления биха се проявили в значително по-малка степен.

Как точно обаче резервите на държавата влияят негативно върху частния сектор?

Причината е във специфичната форма на „изблъскване“ (crowding out) на частните финансови институции от вътрешния финансов пазар. При класическо „изблъскване“ държавата пласира прекалено много ДЦК на пазара, с което влошава условията за достъп на частните финансови и нефинансови институции.

Същото може да се случи, ако държавата реализира спестявания (излишъци) и ги инвестира извън страната (в нашия случай правителството

натрупва депозити в Управление емисионно на БНБ, като последните се инвестират в чужбина, представлявайки част от валутния резерв).

Намаляването на вътрешния финансов ресурс, в условията на свободно движение на капитали в ЕС, води автоматично до повишена склонност към вземане на пари назаем отвън. Последиците са: нарастващ нетен външен дълг и влошаване на дефицита по текущата сметка.

Второто обстоятелство е особено тревожно, тъй като именно стабилизирането на текущата сметка е една от целите на фискалните излишъци.

Подобно е действието и на политиката на високи минимални задължителни резерви на търговските банки, провеждана от БНБ.

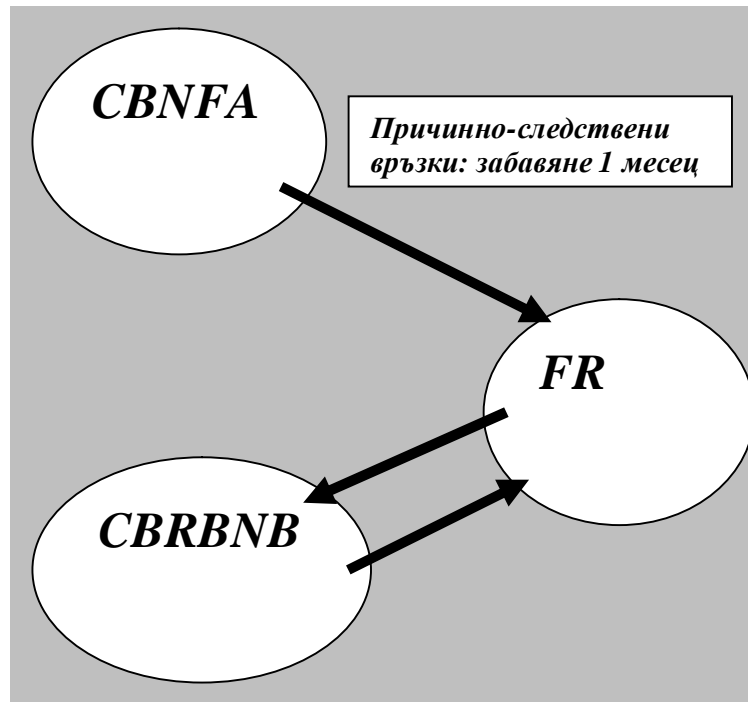
И в единия, и в другия случай способността на българската икономика да формира спестявания, както и самата склонност към спестяване на частния сектор, се жертват в името на ненужни спестявания на държавата, които обезкървяват вътрешния финансов пазар.

На Графики № 8, 9, 10 и 11 последователно са представени резултатите от анализа на причинно-следствените връзки между нетните чуждестранни активи на банковия сектор (CBNFA), фискалния резерв в БНБ (FR) и резервите на търговските банки в БНБ (CBRBNB). Анализът е реализиран въз основа на месечни данни за периода януари 1998 - юли 2008 г.

Причинно-следствените връзки (Granger Causality) са различни от наличието на обикновена корелация или линейна регресия, тъй като показват определена насоченост причина - следствие.

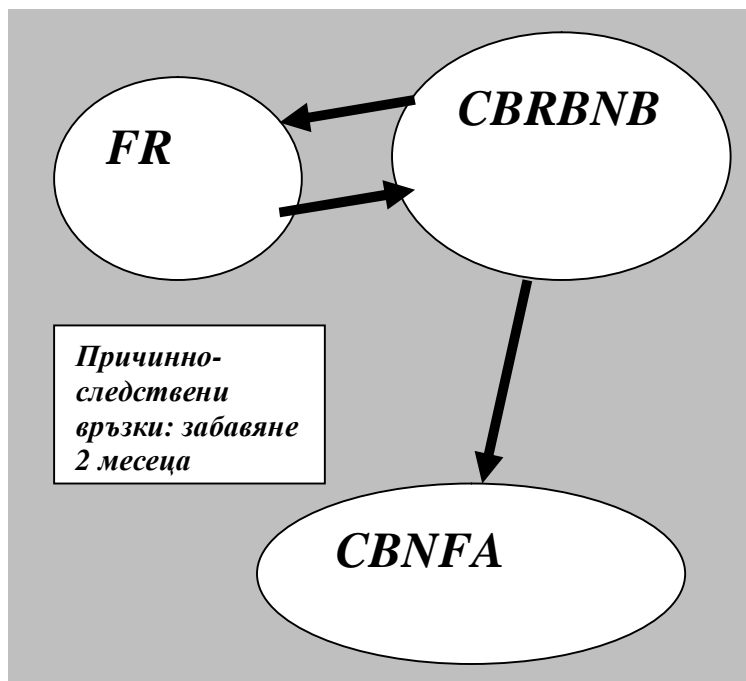
За целите на настоящия анализ сме се ограничили с анализ на въздействието в рамките на 1% вероятност за грешка при забавяне от един, два и три месеца (при иконометричния анализ се приема, че причината по принцип предшества следствието).

### ГРАФИКА №8



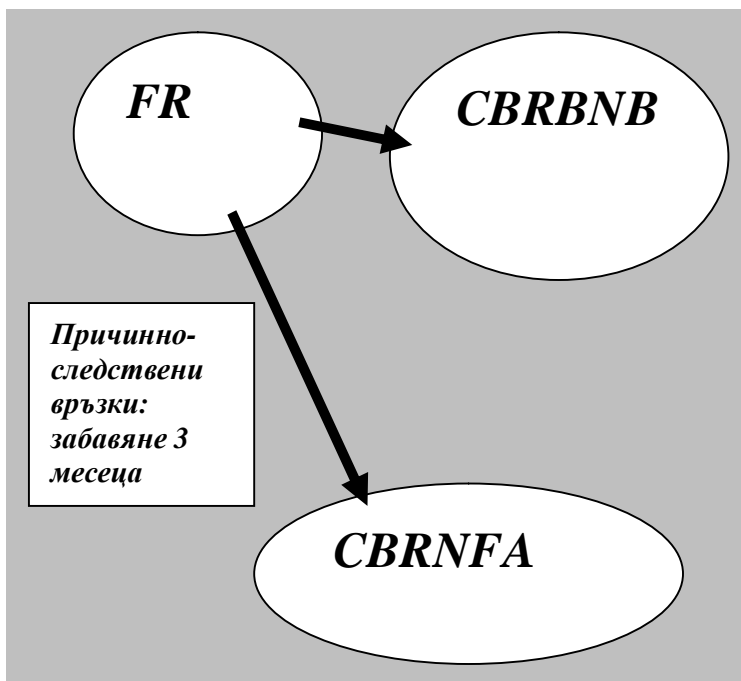
При забавяне от един месец имаме значими причинно-следствени връзки от нетните банкови активи към фискалния резерв и от банковите резерви към фискалния резерв.

### ГРАФИКА №9



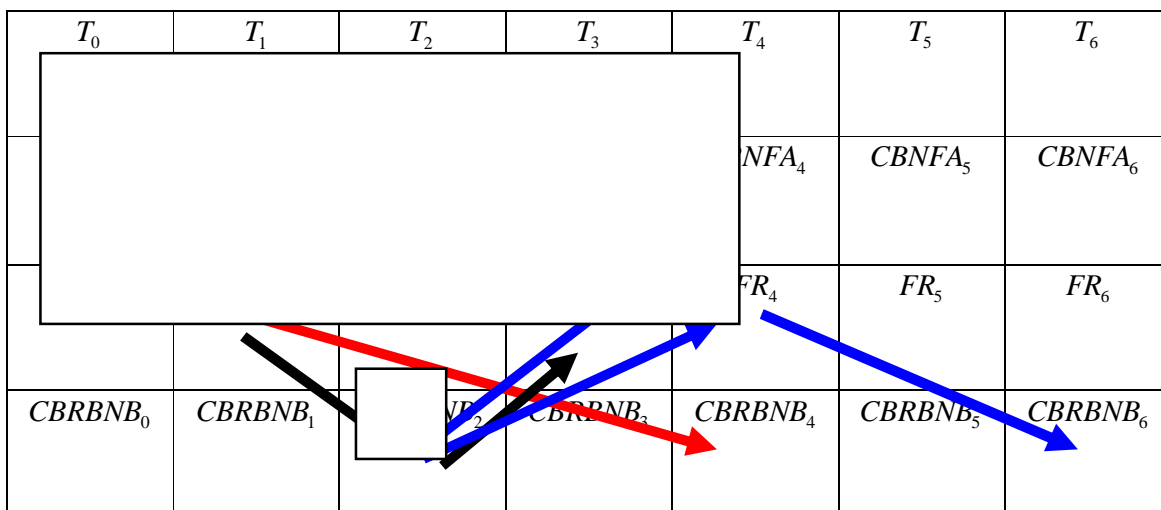
При забавяне от два месеца причинно-следствените връзки са между фискалния резерв и банковите резерви и в последна сметка към нетните чуждестранни активи.

**ГРАФИКА №10**



При най-дългосрочните въздействия, връзката е от фискалния резерв към банковите резерви и нетните чуждестранни активи.

**ГРАФИКА №11**



Цялостно причинно-следствените връзки са илюстриране на Графика №8. Причинно-следствените връзки с лаг един месец са обозначени с

черни стрелки, връзките с лаг два месеца - със сини и тези с три месеца - с червени.

В случая се приема, че икономиката реагира на външен шок върху нетните чуждестранни активи на търговските банки. Реакцията на правителството и последиците от високите резерви на БНБ се комбинират в особено силно негативно въздействие в четвъртия месец след първоначалния шок.

Последователните краткосрочни връзки, нетни активи, фискален резерв, банкови резерви и обратно към фискалния резерв, формират частично затворена верига и в последна сметка имат въздействие в посока усилване на първоначалните смущения (всеки външен шок върху нетните активи води до противоположни колебания на фискалния резерв и банковите резерви, които са негативно корелирани с нетните активи, т.е. външните шокове би следвало да се усилят от взаимодействията с фискалния резерв и резервите в БНБ).

Ако шоковете са генерирани от действия на правителството и БНБ, следват отражения с по-дългосрочен характер, имащи продължително отрицателно въздействие върху нетните чуждестранни активи.

Следователно, в условията на паричен съвет, имаме вместо автоматичен механизъм на саморегулиране на икономиката, включващ външната задлъжнялост и резервите на правителството и търговските банки, по-скоро усилвател на външните колебания, плюс въздействие на икономическата политика с дългосрочни последици, които, в определени моменти, могат да бъдат силно негативни.

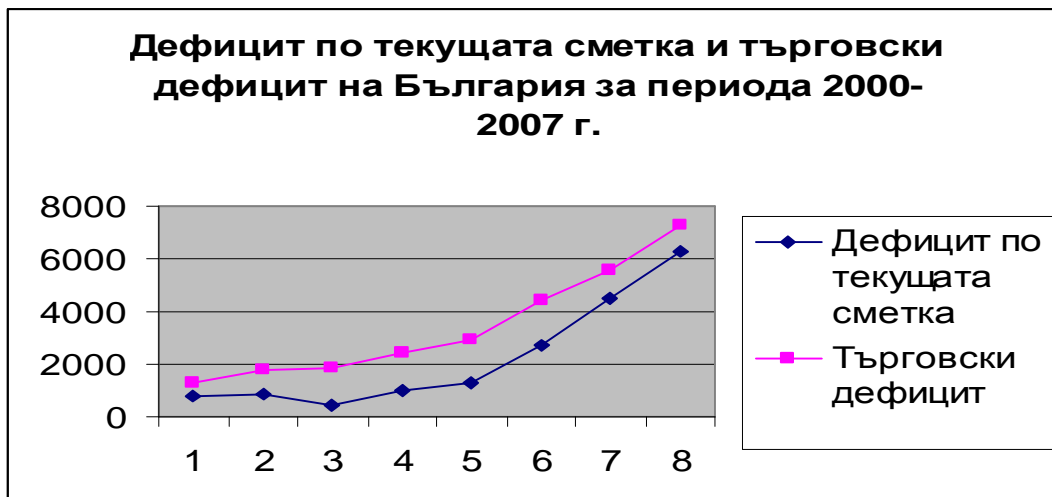
Независимо от това, този механизъм се справяше досега сравнително добре, поради малките размери на българската икономика и наличието на практически неограничен външен ресурс, склонен да се насочи към българския пазар.

Положението, обаче, вече не е такова, вследствие на глобална финансова криза. Евентуални проблеми в няколко големи чуждестранни банки, финансирани своите дъщерни дружества в България, може да доведе до недоверие и изтичане на капитали от страната. Вътрешни политически и икономически трусове могат да имат същия ефект.

### 3. Притокът на чуждестранни инвестиции, дефицитът по текущата сметка и фискалната политика

С оглед хисторическия обстоятелство, че търговският баланс е съставна част от текущата сметка, зависимостта на дефицита по текущата сметка на платежния баланс на България от отрицателното външнотърговско салдо може да се констатира от пръв поглед<sup>1</sup>.

**ГРАФИКА №12**



<sup>1</sup> Приведените в тази част данни и направените изчисления се базират на информация почерпена от сайта на БНБ – [bnb.bg](http://bnb.bg), статистика

В конкретни числа, за последните три изминали години, това изглежда както следва:

През 2005 г. на търговски дефицит от 4,410 милиарда евро съответства дефицит по текущата сметка от 2,706 милиарда, през 2006 година отрицателното търговско салдо от 5,562 милиарда води до дефицит по текущата сметка от 4,502 милиарда евро, а през 2007 година аналогичните данни са 7,303 милиарда и 6,303 милиарда евро.

В интерес на по-голямата достоверност и съответно убедителност на по-нататъшното изследване се налага въпросната очебийна връзка между дефицита по текущата сметка и търговския дефицит да бъде илюстрирана математически и графично. Така за периода 2000-2007 година тя изглежда по следния начин.

### ГРАФИКА №13



Показаните стойности на  $R^2$  означават, както можеше и да се очаква, изключително висока корелационна зависимост на дефицита по текущата

сметка на платежния баланс на нашата страна от негативното външнотърговско салдо, а именно 0,98.

Растежът на външнотърговския пасив безспорно буди основания за безпокойство. През 2007 година той се е увеличил 5,7 пъти спрямо 2000 година, а нарастването му само по отношение на 2006 година е 1,3 пъти.

Стандартните обяснения за това явление се движат главно по линия на неконкурентоспособността на българската продукция като цяло и на износа в частност. В контекста задължително присъства също тезата за надценеността на българския лев, формирала се през десетилетното пребиваване на страната ни във валутен борд, и по-конкретно в резултат на разликата в инфлационното развитие между вътрешните и международните цени.

Такива и подобни възгледи естествено не са напълно лишени от основания, но те оставят без отговор елементарния въпрос за каква надцененост става дума след като понастоящем вътрешното ценово равнище в нашата страна е едва около 45% от това в еврозоната? Същият този въпрос може да бъде и преформулиран в смисъл, дали чрез евентуалното преразглеждане на курса на лева е достижима по-голяма подцененост на лева и доколко тя би могла да е полезна за икономиката и финансовата система с оглед средносрочните намерения на България да замени лева с еврото?

По наше мнение понастоящем ревизията на курса на лева би била икономически контрапродуктивна, тъй като би донесла изключително краткосрочни ограничени експортни предимства и определено би създавала благоприятни условия за спекулации и ударно развитие на инфлационни вълни. В резултат на последното е най-вероятно стръмно да нарасне сравнителното ценово равнище у нас, което, сравнено със сегашното положение, допълнително би затруднило износа в бъдеще.

Гореизложеното еднозначно говори в полза на запазването на досегашните макрофинансови рамкови условия у нас, сиреч сегашното ниво на курса на лева и пребиваването във валутен борд. Така се гарантира постепенно, поетапно приспособяване на нашето вътрешно ценово равнище към европейското. Дестабилизацията чрез преразглеждането на курса лев-евро би била потребна единствено на едно незаинтересувано от стабилното развитие на страната малцинство.

Казаното дотук може да се смята за необходимо отклонение, но то не дава отговор на визирания в началото на текста главен проблем, а именно къде да се търсят причините за нарастващото отрицателно салдо във външнотърговския обмен на България. По наше мнение, което впрочем сме излагали в редица публикации през последните две години, отговорът тук лежи в макроекономическа плоскост. За намирането му ни помага по-долу приведеното макроикономически тъждество<sup>2</sup>:

$$I + G + E = S + T + M$$

Където :

**I** – са инвестициите в икономиката; **G** – са правителствените покупки; **E** – е експортът; **S** – са спестяванията; **T** – са данъците; **M** – е импортът.

Ясно се вижда, че нарастването на инвестициите в народното стопанство води при равни други условия до растеж на вноса.

В българския случай става дума за наличие през последните години на значителен входящ поток от преки чуждестранни инвестиции. Той нараства от 1,103 милиарда евро през 2000 година на 6,517 милиарда през 2007 година, което означава 5,9 пъти . Развитието по години на притока от

---

<sup>2</sup> Hyman D, *Economics*, IRWIN, Boston, 1989, стр. 674

преки чуждестранни инвестиции може да бъде проследен на долуприведената графика.

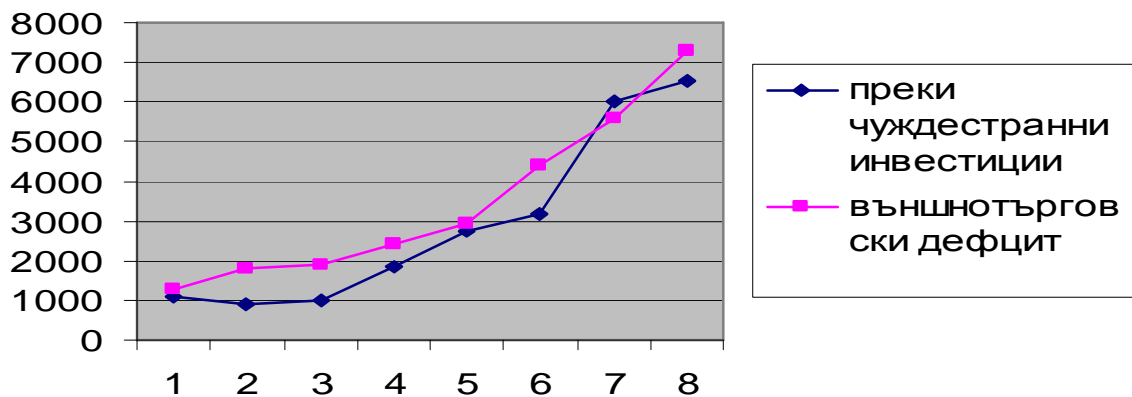
#### **ГРАФИКА №14**



За визирания от нас период общата сума на директните задгранични капиталовложения влезли в България възлиза на 23,248 милиарда евро. Пряката съпоставка между тази сума и сумата на външнотърговския ни дефицит 2000-2007 година, възлизаща на 27,583 милиарда евро предварително говори за наличие на съответствие. И тъй като тук се касае за насрещни парични потоци, намираме за уместно да се изчисли покривност. Тя възлиза на 84,3%. На Графика № 15 може да се проследи развитието на двата потока през отделните години.

#### **ГРАФИКА №15**

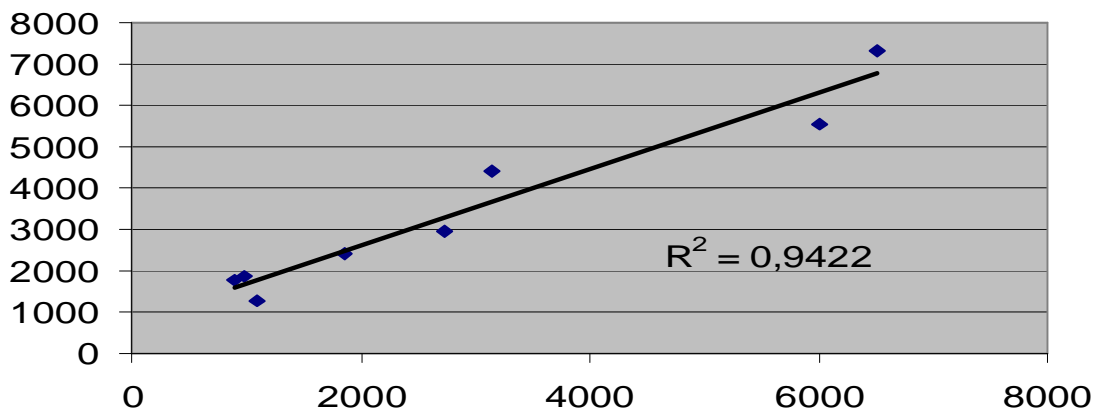
### Преки чуждестранни инвестиции у нас и търговски дефицит на България 2000-2007 г. (в млн евро)



А зависимостта на външнотърговското отрицателно салдо по години от навлизането на преки чуждестранни инвестиции у нас може да се види по-долу. Изведената зависимост е право пропорционална, корелацията в случая е 0,97, което дава основание категорично да се твърди, че пасивът в нашата външна търговия в преобладаващата си част се дължи на притока на чуждестранни директни капиталовложения в България.

**ГРАФИКА №16**

### Зависимост на търговския дефицит от притока на преки чуждестранни инвестиции в България 2000-2007 г.



По същата логика може да бъде съпоставена общата сума на преките чуждестранни инвестиции у нас за периода 2000-2007 години с общата сума на дефицита по текущата сметка на платежния баланс. Последната е равна на 17,809 милиарда евро. Покривността от страна на входящия поток от преки чуждестранни инвестиции в случая възлиза на 130,5%.

Зависимостта на дефицита по текущата сметка на платежния баланс на нашата страна по години за периода 2000-2008 година от притока на преки чуждестранни инвестиции е илюстрирана на графиката непосредствено по-долу:

### ГРАФИКА №17



Тук се касае за корелация от 0,97, която само по себе си говори за изключително голяма „позитивна“ зависимост. Визираната взаимосвързаност на дефицита по текущата сметка и входящите чуждестранни инвестиции е доказателство дори с по-голяма значимост от показаната по-горе зависимост на дефицита по външната търговия от притока на задгранични капитали в страната.

Това е така, защото в текущата сметка освен експорта и импорта се отчитат също други икономически задгранични активности на българските икономически агенти, примерно тези в областта на услугите, на първо място туризма, отразяват се също така преводите на българите работещи зад граница и т.н.

Направените в текста дотук изводи относно причините за наличието на отрицателно външнотърговско салдо и съответно за дефицит по текущата сметка подлежат на допълнително прецизиране. Въпросът е в това, че при досегашните наши изчисления не бе отчетено още едно значимо развитие в нашия платежен баланс, открило се през

разглеждания период 2000-2007 година, а именно нарастването на външната задлъжнялост, на така наречените „други инвестиции-пасиви“.

В контекста се наблюдава рязко покачване на ежегодните показатели по тази статия на платежния баланс. Ако през 2000 година сумата по нея е възлизала на 332,6 милиона евро, то през 2007 година тя набъбва на 5,254 милиарда, или 15,8 пъти. Спрямо последните две години растежът също е голям: 2007/ 2005 година 2,8 пъти, 2007/2006 година 1,6 пъти.

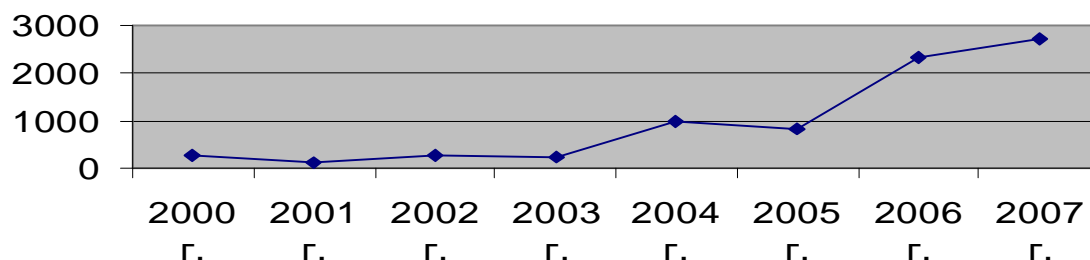
За целия период 2000-2008 година общата сума по статията „други инвестиции-пасиви“ възлиза на 13,632 милиарда евро.

От тази сума най-значимо е нарастването по подстатията отразяваща външната задлъжнялост на нефинасовия сектор. Общо за периода това нарастване възлиза на 7,753 милиарда евро, което е равно на дял от 56,9% от цялото увеличение по разглежданата статия на платежния баланс.

Растежът на задграничните задължения на българския нефинасов сектор може да се проследи по Графика №18. На това място трябва задължително да се отбележи скокът от 884,3 милиона евро за 2005 година на 2,333 милиарда през 2006 година и до 2, 709 милиарда през 2007 година.

### **ГРАФИКА №18**

### Нарастване на външната задлъжнялост на нефинансовия сектор в България 2000-2007 г. в млн евро



Успоредно с показаното нараства и външната задлъжнялост на търговските банки. За периода 2000-2007 година акумулирано тя достига 1,591 милиарда евро. Това прави 11,7% от общата сума по статията „други инвестиции-пасиви“ за целия период 2000-2008 година.

Получените от български компании търговски кредити също бележат увеличение през периода 2000-2007 година. За целия период това увеличение възлиза на сумата от 1,031 милиарда евро, което е равностойно на дял от 7,6%.

Но да се върнем към дефицита по текущата сметка на платежния баланс. Зависимостта му от притока на чуждестранни инвестиции бе доказана по-горе, но, както подчертахме, в изчисленията трябва да се вземе предвид още един фактор. Той се състои именно от нарастването на задлъжнялостта на финансовия, на нефинансовия сектор плюс отпуснатите от чужбина търговски кредити. Ето как се развива тя през годините:

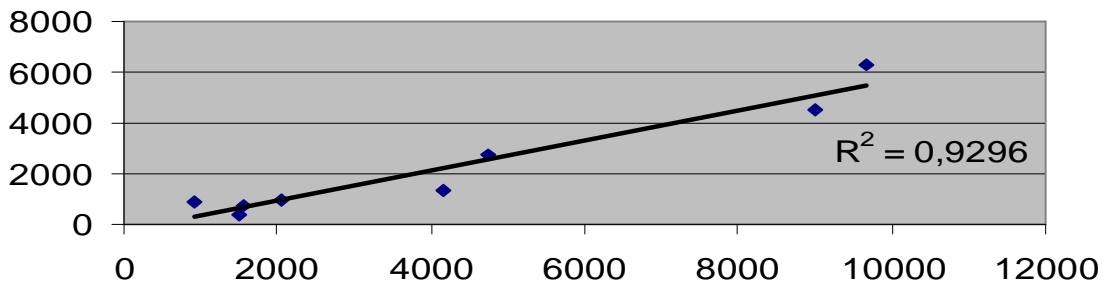
### ГРАФИКА №19



Зависимостта на дефицита по текущата сметка на платежния баланс от притока на преки чуждестранни инвестиции и нарастването на задлъжнялостта на частния сектор у нас за периода 2000-2007 година изглежда така:

### ГРАФИКА №20

**Зависимост на дефицита по  
текущата сметка на платежния  
баланс на България от притока на  
директни чуждестранни инвестиции  
и нарастването на външната  
задлъжнялост на частния сектор  
2000-2007 г.**

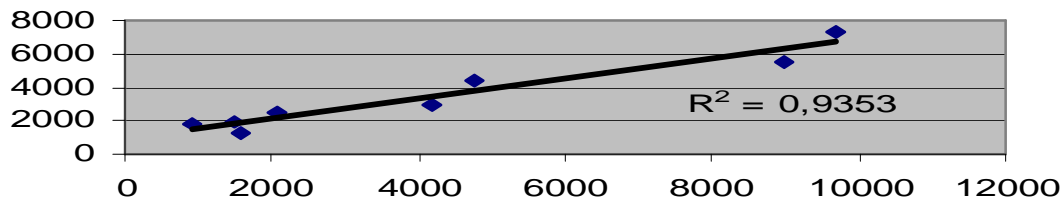


От горната графика е видно, че резултатите са еднозначни. Зависимостта е право пропорционална, корелацията между дефицита по текущата сметка и притока на директни капиталовложения плюс нарастването на задлъжнялостта на частния сектор у нас за периода е 0,96,

Приведеното може да се счита за напълно достатъчно като доказателствен материал, но ще го допълним с графика показваща зависимостта на негативното външнотърговско салдо от входящия пряк инвестиционен поток и нарастването на задлъжнялостта към чужбина на частния сектор в България.

**ГРАФИКА №21**

**Зависимост на външотърговския дефицит на България от притока на преки чуждестранни инвестиции и нарастването на външната задлъжнялост на частния сектор 2000-2007 г.**



Резултатите и тук потвърждават тези, изведени по-горе, корелационната зависимост отново е голяма - 0,97.

Изводите, които могат да бъдат направени от доказването на зависимостта, на резултатността, на негативното салдо по текущата сметка на платежния баланс на България, респективно на дефицита по търговския й баланс, от притока на директни капиталовложения и нарастването на външните задължения на частния сектор по необходимост са в посока цялостно преосмисляне на официалната макроикономическата политика, провеждана у нас през последните години.

Поддържането на 3%, а вече и 3,5% бюджетен излишък, бе обосновавано с необходимостта от съдържане на нарастването на пасива по текущата сметка, с необходимостта от ограничаване търсенето на импортни стоки. Външотърговският дисонанс обаче, както видяхме, не е плод на някакъв излишък от вътрешно търсене, а съпътстващ продукт на навлизането в страната на чуждия капитал, както и продукт на външното финансиране на местния капитал.

В контекста става дума за протичащ през последните години „отвън навътре” процес на цялостна модернизация на нашата икономика. На

графиката по-долу например се вижда снижението на енергоемкостта на българското стопанство на единица продукт през последното десетилетие.

### ГРАФИКА №22



В подкрепа на тезата за модернизиранието на нашата икономика може да се използва фактът, че вносът на инвестиционни стоки съставлява група с второ по значение място в българския импорт – след тази на суровините и материалите. Делът на инвестиционните стоки е 26,2% от общия внос (2006 г). Суровините и материалите, които са с дял от 36,7% от нашия внос са стоки, имащи пряко отношение към развитието на производството и модернизацията на икономиката.

Същото в някаква степен и за групата на енергоресурсите, които са с импортен дял от 21,6%. Делът от 14,9% на потребителски стоки не може да се приеме за сериозно свидетелство за наличието на „потребителски уклон” във вноса на България.

В условията на финансова криза, в които се намираме, неминуемо нараства търсенето на финансови ресурси в икономиката. Поддържането на бюджетен излишък се оказва, следователно, не само безсмислено с оглед стратегическото макроикономическо мислене, но и текущо – в аспект преодоляване на рецесията от 2008 година.

Правилата на антицикличното регулиране еднозначно предписват при криза на икономиката да бъде предоставено достатъчно количество пари. Обратното действие би могло само да затвърди отрицателните тенденции и задълбочи последствията от тях.

Социалните приоритети при разходването на държавните средства са естествено на дневен ред в страна като България, с ниско равнище на доходите и в условия на предизборна политическа нестабилност. Обичайното „раздаване на пари“ под формата добавки към пенсии и заплати, закономерен резултат не на последно място от песимистично консервативния подход към съставянето на държавния бюджет през последните години, не са най-добрият избор при криза.

Защото ударното нарастване на потребителското търсене в края на годината оказва пряк натиск върху цените в посока нагоре. За предпочитане е парите от „излишъка над излишъка“ и от самия досегашен излишък последователно и равномерно да бъдат насочвани с предимство към изграждането на инфраструктура, което от своя страна дава възможност за своеобразното им „стерилизиране“. Говорим за немалки суми и както тяхното изваждане от икономическия оборот, така и тяхното неконтролирано връщане в него може да се окаже опасно.

При анализа на подстатията „депозити на нерезиденти-пасиви”, слагаема в статията „други инвестиции-пасиви” на платежния баланс за периода 2000-2007 година се натъкваме на редица интересни и многозначителни факти, които изискват подробен анализ и адекватно тълкуване.

Общата сума на нарастването по подстатията „депозити на нерезиденти-пасиви” за 2000-2007 година достига 3,920 милиарда евро или 28,8% от цялото нарастване по статията „други инвестиции-пасиви”<sup>3</sup>. Ето как са се развивали депозитите на нерезиденти у нас по години през разглеждания период.

### ГРАФИКА №23



Особеността в контекста, която ясно се вижда и на горната графика е, че от посочените 3,920 милиарда евро депозити на нерезиденти 51,8% (2,029 милиарда) идват у нас само през 2007 година. А тези 2,029 милиарда евро съставляват цели 64,1% от „плюса” по общия баланс за 2007 година.

<sup>3</sup> Приведените в тази част данни и направените изчисления се базират на информация почерпена от сайта на БНБ – [bnb.bg](http://bnb.bg), статистика

Ако същият този актив по общия баланс (3,164 милиарда евро) го сравним със сумата по статията „други инвестиции-пасиви“ за 2007 г, а именно 5,254 милиарда евро, то последната е 1,75 по-голяма. Изводът, който може да се направи на това място е, че за конкретната година плюсет по общият баланс се е получил в резултат на заемане на средства от различни задгранични източници, съществена част от които са депозитите на нерезиденти.

За целия период 2000-2007 година активът по общия баланс възлиза сума сумарум на 8,894 милиарда евро, което е равно на 65,2% от общата сума по статията „други инвестиции-пасиви“. От 8,894 милиарда евро „плюс“ по платежния баланс като увеличение на резервите на БНБ са влезли 8,437 милиарда евро.

От въпросните 8,437 милиарда евро нарастване резервите на БНБ за периода 2000-2007 година депозитите на нерезиденти съставляват цели 46,5%. Влезлите у нас само през 2007 година депозити на нерезиденти от своя страна се равняват на 24% от цялото нарастване на резервите на БНБ за осемте анализирани години.

В контекста може да бъдат направени още изчисления за изясняване на общата картина. Депозитите на нерезиденти в българската банкова система са по същността си задължения, пасив, на нашите търговски банки към чужбина. С това разбиране вече можем да получим друг, но същностно аналогичен, поглед върху развитието на външната задлъжнялост на финансовия сектор на България за периода 2000 - 2007 година. Последната е отразена на Графика № 24 като сума от кредитите, получени от чужбина от българските търговски банки и нарастването на депозитите на нерезиденти в тях.

## ГРАФИКА №24



Като сума показаната по-горе задлъжнялост възлиза за целия период на 5,511 милиарда евро. По този начин ново натрупаните общи задгранични задължения на търговските банки за периода 2000-2007 година имат дял от 40,4 % от пасивите по статията „други инвестиции – пасиви” на платежния баланс. Това вече класира финансовия сектор на второ място по външна задлъжнялост за периода.

Да си припомним, че на първо място за 2000-2007 година е нефинансовият сектор, чиято външната задлъжнялост има нарастване от 7,753 милиарда евро, което е равно на дял от 56,9% от общото нарастване по статията „други инвестиции – пасиви”.

Съпоставката на общия „плюс” по баланса с развитието на общата външна задлъжнялост на търговските банки, разбрана като сума от получените от тях кредити и приетите от тях депозити на нерезиденти, може да се види на графиката по-долу.

## ГРАФИКА №25



През 2007 година нарастването на външните задължения на българските търговски банки е равно на 70,4% от реализирания „плюс“ по платежния баланс. През 2006 година аналогичният показател е 47,8%.

За целия период, както споменахме, нарастването на задлъжнялостта на банковия ни сектор е равна на 5,511 милиарда евро. Така тя възлиза на 62% от реализирания актив по платежния баланс за периода 2000-2007 година и на 65,3% от нарастването на резервите на БНБ. Казано с други думи, 65,3 % от нарастването на резервите на БНБ за анализирания осем години е резултат от общото външно задлъжняване на българските търговски банки.

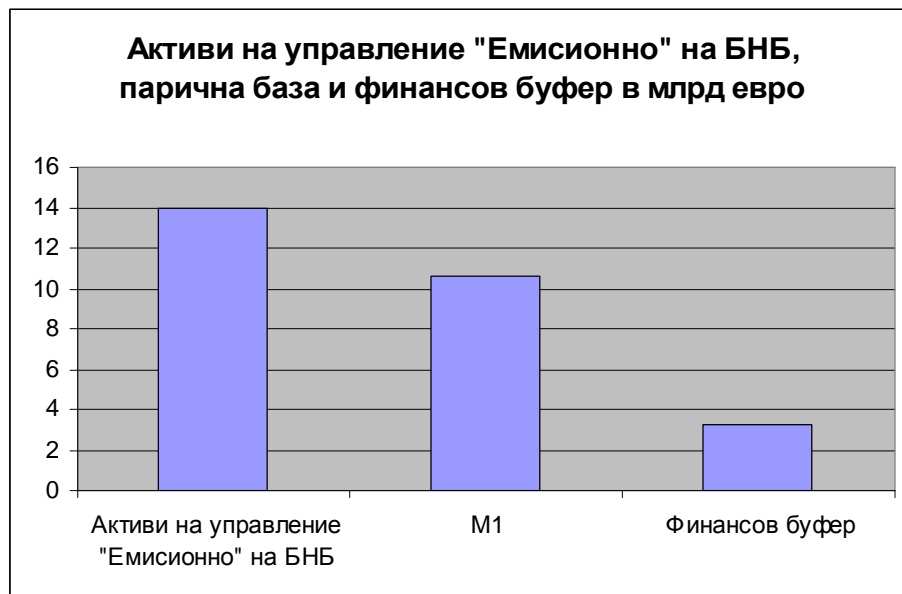
Предварителните изводи, които се налагат дотук от приведените изчисления и наблюдения, като че ли отиват в посока на наличието на известен риск за финансовата стабилност у нас, доколкото увеличаването

на резервите на БНБ за периода 2000-2007 година се дължи изключително на задлъжняването на финансовия и нефинансовия сектор.

Допълнително безпокойство в контекста буди интензивното нарастване през 2007 година на депозитите на нерезиденти, които естествено не са най-добрият инструмент за осигуряване на финансова стабилност в държавата.

Подобни „предпазливи” възгледи за макро финансовата ситуация в България явно се изповядват на правителствено ниво. При наличие на активи на управление „Емисионно” на БНБ, възлезли към август 2008 година на 13,915 милиарда евро, парите в обръщение (M1) са равни на 10,646 милиарда евро. Тоест 3,269 милиарда евро са оставени за резерв. (Вж. Графика № 26)

**ГРАФИКА №26**



За сравнение – задълженията на Централната банка към правителството и бюджетните организации в пасивите на визираното управление възлизат на 5,041 милиарда евро.

Следователно 3,269 милиарда лева са средства, изтеглени от вътрешното парично обръщение в България, под формата най-вече на бюджетен излишък и съответен депозит на правителството в БНБ. Тази твърде голяма сума не работи за българската икономика, а естествено е консервативно вложена в чуждестранни ценни книжа.

Почти точното съвпадение между посочената по-горе сума на нарастването на депозитите на нерезиденти у нас от 3,920 милиарда евро и „буферът“ от 3,269 милиарда евро не би могло да бъде случайно. В казуса е налице, както ще видим, презастраховка на правителството от евентуално масирано изтегляне на депозитите на нерезиденти от нашата банкова система в условията на криза или инцидентно възникнала паника.

Дали, обаче, такава презастраховка е оправдана в условията на валутния борд, който се явява една само регулираща се система, е доста съмнително. Дори визираните депозити на нерезиденти да се приемат за високо рискова експозиция в резервите на БНБ и в един момент по различни причини да решат да напуснат страната, то подобно действие автоматично би намалило парите в обръщение –ще намалее количеството левове, ще се свие паричната база.

В случай, че БНБ все пак се възползва от възможността и в съответствие с принципите на антицикличното регулиране, снабди търговските банки с допълнителния финансов ресурс от кръгло 3 милиарда евро, това решително би се отразило в посока намаляване на лихвите и резултатно би смекчило остротата на настъпващата криза. Ако тогава в един момент депозитите на нерезиденти започнат да изтичат, това естествено не би било добре за развитието на националното ни стопанство,

но просто би ни върнало в парично-финансовата ситуация, в която сме в момента.

Значително по-лош вариант би се случил ако при сегашната ситуация депозитите на нерезиденти стартират своето напускане на страната. Без реакция на БНБ това би свило паричната маса по отношение на днешното ѝ състояние, би затруднило финансовия пазар и допълнително би задълбочило кризата.

Естествено в контекста би могъл да се разиграе и трети мислим вариант, при който БНБ, следейки на напускането на България от страна на депозитите на нерезиденти, своевременно съумява да захрани икономиката с пари в количество, възстановяващо статуквото.

От трите варианта най-подходящ все пак изглежда първият, защото при него се създават най-добрите условия за преодоляването на задаващата се финансова и икономическа криза у нас. А въпросните благоприятстващи условия предполагат в най-малка степен възможността за изтегляне от страната на депозитите на нерезиденти. Поддържането на паричен „буфер“ от 3,269 милиарда евро, равняващ се на 23% от активите на БНБ, изглежда като твърде голям лукс в условията на нарастваща заплахата от рецесия. Уроците от „голямата депресия“ са еднозначни – най-голямата грешка в условията на криза е на икономиката да ѝ се ограничава финансовия ресурс.

В кризисната икономика, както вече подчертахме, трябва да „влезат“ пари, така както понастоящем правят и САЩ, и Европейският съюз. Повтаряме мнението си, че увеличаването на бюджетния излишък от 3 на 3,5% от БВП, каквото е декларираното правителствено намерение, би било насочено срещу темповете на стопански растеж, такова решение определено е лишено от здрава регулативна логика в очертаващата се у нас обстановка.

Не изтеглянето, а инжектирането на финансов ресурс в икономиката е подходящото поведение на държавните органи в обстановка на очертаваща се криза. Финансовото подпомагане на банките естествено означава снижаване на лихвите, което от своя страна би се отразило добре и на бизнеса, и на обикновения потребител. С други думи, смислената намеса на държавата в икономическия живот при условията на криза притежава както чисто икономически, така и не пренебрежимо социално измерение.

На практика понастоящем се очертават два основни начина на употреба, на връщането, на въпросните „буферни“ 3,269 милиарда в паричното обръщение на България, т.е. – в националния стопански оборот.

Първият е намаляването наполовина на процента на задължителните минимални банкови резерви, които сега са на изключително високото равнище от 12% и са достигнали крупната сума от 3,205 милиарда евро. Такова действие от страна на централната банка би освободило за търговските банки свеж ресурс от 1,6 милиарда евро.

Другият начин е част от финансовия „буфер“ да бъде предоставена като средно и дългосрочен заем от БНБ на търговските банки.

Като най-удачна изглежда комбинацията от двата метода, което ще рече, по двете горепосочени линии в паричното обръщение на страната постепенно да се влеят по 1,6 милиарда евро, или заедно 3,2 милиарда. При евентуално ударно нарастване на търсенето с 1/3, на колкото се равнява стойността на досегашния буфер, естествено може да се получи инфлационна вълна.

Затова централната банка би следвало строго да кондиционира както намалението на минималните задължителни резерви, така и отпускането на кредити на търговските банки като постави условието въпросните средства да отидат за изграждането на пътно транспортната и прочие инфраструктура на България.

#### **4. Изводи и насоки за икономическата политика в контекста на текущата финансова криза**

**Първо,** генерирането на фискални излишъци представлява спестяване на публичния сектор, което има негативно въздействие върху вътрешното търсене, без същевременно да води до свиване на дефицита по текущата сметка. Това поведение на икономиката е в съответствие с подхода на рационалните очаквания и структурния недостиг.

**Второ,** положителното салдо на бюджета неизбежно създава политически напрежения, свързани с неговото използване. Ако излишъкът бъде „изхарчен“, то това не е нищо друго, освен увеличаване на непредвидените държавни разходи, при това без необходимите гаранции за прозрачност, ефективност и ефикасност.

**Трето,** ако излишъкът бъде натрупан в Управление „Емисионно“ на БНБ, то това е равносилно на изземване на ликвидност и провеждането на рестриктивна парична политика.

**Четвърто,** както показва опитът на САЩ, Великобритания, ЕС и останалите държави с развита пазарна икономика, борбата с настъпващата финансова криза изисква инжектиране на ресурси във финансовия сектор, а не изтегляне на такива под формата на свръхрезерви.

**Пето,** ключов момент, както от теоретична гледна точка, така и в контекста на практиката на текущото антикризисно регулиране, е координирането на фискалната и монетарната политика.

**Шесто,** основно изискване в настоящия момент е тясно съгласуване с политиките на останалите държави от ЕС, както и съобразяване с основните насоки на паричната политика на ЕЦБ.

**Седмо,** следва да се предвидят мерки не само за подобряване на финансовия надзор, стабилизиране на вътрешното кредитиране и

капиталовия пазара, но и за допълнителна капитализация на банковия сектор, в т.ч. на държавната Банка за развитие. Допълнителните ресурси следва да бъдат насочени предимно към насърчаване на износа.

**Осмо,** необходимо е да се подкрепи специално дребния и средния сектор. В период на кризи и ограничаване на кредита, именно малките предприятия се оказват извън финансовия пазар.

**Девето,** спецификата на българския паричен съвет изисква икономическата политика да се ориентира не толкова към регулиране на текущата конюнктура, колкото към създаване на условия за дългосрочен растеж, т.е. устойчиво нарастване на вътрешния кредит и вътрешните спестявания, при относително свиване на склонността за ползване на външни финансови ресурси.

Основната непосредствена задача на БНБ и правителството на този етап трябва да бъде стабилизирането на външните позиции на банковия сектор.

С оглед на това, БНБ би следвало да пристъпи към постепенно намаляване на изискуемите минимални задължителни резерви, като за целта трябва да бъде реализирано постепенното им свиване, примерно наполовина.

По-високи резервни изисквания могат да се запазят за средствата, привлечани от банките от външни източници, с оглед намаляване на външната експозиция на банковите институции.

Задачата на правителството е още по-сложна.

От една страна, то трябва да избягва извършването на прекомерни разходи, за да не ускори инфлацията в този силно рисков момент. От друга, частният сектор се нуждае от свеж вътрешен ресурс, с който да консолидира своите външни позиции и да поддържа висока инвестиционна активност.

Един от начините тези две конфликтни цели да се реализират едновременно, е излишъкът и свръх резервите да се прехвърлят в пенсионния фонд<sup>4</sup>, като ресурсите на фонда се инвестират в български ценни книжа и депозити в банковия сектор, с ангажимент от страна на банките за предоставяне на инвестиционни заеми на реалния сектор.

Прехвърлянето на фискален ресурс може да бъде извършено и директно<sup>5</sup>, подобно на инвестирането на фискалния резерв под формата на правителствени депозити в търговските банки, извършено в периода 2001-2002 г. от правителството по НДСВ.

Подобна политика ще доведе до подобряване на външните финансови позиции на частния сектор, примерно до равнището от 2001-2002 г., като същевременно външната уязвимост на българската икономика ще се сведе до приемливо равнище.

## **ИЗПОЛЗВАНА ЛИТЕРАТУРА**

---

<sup>4</sup> Това би могъл да бъде все още несъществуващия „сребърен“ фонд, като се предвиди ресурсите на фонда да бъдат задължително насочвани предимно към вътрешния финансов пазар, противно на първоначалните планове за този фонд.

<sup>5</sup> Едно странните опасения по повод прехвърлянето на фискалния резерв от БНБ в търговските банки е това, че тези ресурси могат да бъдат изнесени извън страната. Трябва да се знае, че фискалните депозити в БНБ, в съответствие с правилата на паричния съвет се инвестират 100% извън страната, главно в ДЦК на страните от еврозоната, при изключително ниска доходност. Прехвърлянето на резервите от БНБ в търговските банки е същевременно прехвърляне на ресурсите отвън навътре. Търговските банки не са заинтересовани да върнат този ресурс обратно, тъй като те самите в момента вземат назаем отвън за да инвестират в България. Освен това, инвестирането извън страната би означавало в повечето случаи заемането на дълга валутна позиция, което се санкционира в съответствие с Базелските изисквания за капиталова адекватност. При всяко положение, от гледна точка на насочването на ресурс към българската икономика, прехвърлянето на фискални депозити от БНБ към търговските банки може единствено да подобри нещата.

Barbosa-Filho N, Rada C., Taylor L., Zamparelli L.(2006), “Fiscal, Foreign, and Private net Borrowing: Widely Accepted Theories Don’t Closely Fit the Facts”, Internet;

Barro, Robert J. (1974) “Are Government Bonds Net Worth?” Journal of Political Economy, 82:1095-1117;

Bernanke, Ben (2005) “The Global Saving Glut and the US Current Account Deficit”, <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2005/200503102/default.htm>

Canzoneri, M., R. Cumby and B. Diba (2002), „Should the European Central Bank and the Federal Reserve be concerned about fiscal policy?”, in Rethinking Stabilisation Policy, Federal Reserve Bank of Kansas City;

Leeper, E. (1991), „Equilibria under active and passive monetary policies”, Journal of Monetary Economics, 27, pp. 129–47;

Polak, J. J. (1957) "Monetary Analysis of Income Formation and Payments Problems", International Monetary Fund Staff Papers, 6: 1-50;

Sargent, T. J. and N. Wallace (1981), “Some unpleasant monetarist arithmetic”, Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review, Fall, pp. 1–17;

Sims, C. (1994), „A simple model for the study of the price level and the interaction of monetary and fiscal policy”, Economic Theory, 4, pp. 381–99;

Woodford, M. (1994), „Monetary policy and fiscal solvency in a cash in dvance economy”, Economic Theory, 4, pp. 345–80;

## **ПРИЛОЖЕНИЕ:**

### **Pairwise Granger Causality Tests**

Pairwise Granger Causality Tests

Date: 09/24/08 Time: 10:57

Sample: 1998:01 2008:07

Lags: 1

Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Probability
CBRBNB does not Granger Cause CBNFA	126	1.09722	0.29693

CBNFA does not Granger Cause CBRBNB      0.08595      0.76988

Pairwise Granger Causality Tests

Date: 09/24/08 Time: 11:00

Sample: 1998:01 2008:07

Lags: 1

Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Probability
FR does not Granger Cause CBNFA	126	6.10343	0.01486
CBNFA does not Granger Cause FR		8.51411	0.00419

Pairwise Granger Causality Tests

Date: 09/24/08 Time: 11:01

Sample: 1998:01 2008:07

Lags: 1

Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Probability
FR does not Granger Cause CBRBNB	126	15.5540	0.00013
CBRBNB does not Granger Cause FR		8.80260	0.00362

Pairwise Granger Causality Tests

Date: 09/23/08 Time: 13:43

Sample: 1998:01 2008:07

Lags: 2

Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Probability
CBRBNB does not Granger Cause CBNFA	125	6.39179	0.00230
CBNFA does not Granger Cause CBRBNB		0.00643	0.99359

Pairwise Granger Causality Tests

Date: 09/24/08 Time: 11:06

Sample: 1998:01 2008:07

Lags: 2

Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Probability
FR does not Granger Cause CBNFA	125	3.68400	0.02801
CBNFA does not Granger Cause FR		4.51245	0.01290

Pairwise Granger Causality Tests

Date: 09/24/08 Time: 11:07

Sample: 1998:01 2008:07

Lags: 2

Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Probability
FR does not Granger Cause CBRBNB	125	7.51582	0.00084
CBRBNB does not Granger Cause FR		5.03769	0.00793

Pairwise Granger Causality Tests

Date: 09/23/08 Time: 13:41

Sample: 1998:01 2008:07

Lags: 3

Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Probability
------------------	-----	-------------	-------------

FR does not Granger Cause CBNFA	124	6.12549	0.00066
CBNFA does not Granger Cause FR		3.12560	0.02853

Pairwise Granger Causality Tests

Date: 09/24/08 Time: 11:08

Sample: 1998:01 2008:07

Lags: 3

Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Probability
CBRBNB does not Granger Cause CBNFA	124	3.85675	0.01130
CBNFA does not Granger Cause CBRBNB		1.47306	0.22548

Pairwise Granger Causality Tests

Date: 09/24/08 Time: 11:09

Sample: 1998:01 2008:07

Lags: 3

Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Probability
CBRBNB does not Granger Cause FR	124	3.76820	0.01264
FR does not Granger Cause CBRBNB		6.43440	0.00045