

**Подход за анализ и оценка на  
взаимодействието между  
фискалната и паричната  
политика при противоположни  
парични режими: представяне на  
емпирични резултати за периода  
2006-2013 г.**

докторант Димитър Златинов

# Актуалност на изследването

Мащабният характер на световната финансова и икономическа криза налагат задълбочено изследване на:

- \* провежданата макроикономическа политика и възможностите на фискалните и монетарните власти да координират своите действия;
- \* ефектите от взаимодействието на двете политики при различни парични режими;
- \* възможностите за координиране на мерките на фискалната и паричната политика в условията на Паричен съвет и при плаващ валутен курс;
- \* ефективността на провежданата макроикономическа политика спрямо паричния режим.

# Референтни страни за изследването

За целите на изследването на взаимодействието между фискалната и паричната политика при противоположни парични режими се избират България и Чехия, поради:

- \* сходния период на установяване на паричния режим: България е страна с Паричен съвет от м. юли 1997 г., а Чехия е с управлявано плаващ валутен курс от м. юни 1997 г.;
- \* обстоятелството, че и двете страни са малки отворени икономики, функционирали в условията на планова икономика, а в момента държави-членки на ЕС;
- \* възможността освен съпоставка между фиксиран и управлявано плаващ (плаващ валутен курс, но с възможност за интервенции на централната банка) да се съпостави и Паричният съвет с таргетирането на инфлацията като противоположни парични режими.

# Цел на изследването

Да се определи необходимата макроикономическа политика, която фискалните и монетарните власти е необходимо да провеждат с оглед постигане на максимален синергичен ефект върху икономиката като цяло посредством определяне на комбинациите между:

- \* бюджетния излишък, който приемаме за обобщен измерител на провежданата фискална политика в двете страни
- и
- \* нормата на задължителните минимални резерви (ЗМР), изведена като основен инструмент на паричната политика за целите на изследването и за двете страни, с оглед използване на сходен инструментариум

# Изследователски подход

Взаимодействието между мерките на фискалната и паричната политика се изследва посредством **подход**, насочен към определяне на равновесните комбинации между бюджетното салдо и нормата на ЗМР, при които са изпълнени бюджетните ограничения на всеки един от икономическите сектори: реален (частен), външен, публичен и паричен сектор. Подходът позволява да се направи:

- \* позитивна оценка каква е текущо провежданата макроикономическа политика и до каква степен фискалните и паричните власти координират своите действия

и

- \* нормативен анализ на провежданата фискална и парична политика при съпоставка между отчетните стойности на бюджетното салдо и нормата на ЗМР и равновесните техни величини за всеки от икономическите сектори.

# Оценка на макроикономическата политика

Определя се видът на провежданата фискална и парична политика, базирайки се на критерии за оценяване на техния експанзионистичен, рестриктивен или неутрален характер.

Използва се модифициран подход на индексите на фискалната и паричната политика от изследване на системните банкови кризи в периода 1970-2007 г. (Laeven&Valencia, 2008) като поради:

- \* късите стационарни времеви редове от данни;
- \* разрывите в икономическото развитие;
- \* промените в статистическите методологии;
- \* целта да се определи видът на реално провежданата макроикономическа политика, без да се прецизира нейният дискреционен елемент, което би позволило използването на структурното бюджетно салдо;
- \* липсата на методология за определяне на структурна норма на ЗМР

изследваме промяната на бюджетното салдо и нормата на ЗМР спрямо предходната година.

# Критерии за оценка на макроикономическата политика

- \* ако  $BS_t - BS_{t-1} < 0$ , където  $BS_t$  е стойността на бюджетния излишък, определяме провежданата фискална политика в период  $t$  като **експанзионистична**;
- \* ако  $BS_t - BS_{t-1} > 0$ , провежданата фискална политика в период  $t$  е **рестриктивна**;
- \* ако  $BS_t - BS_{t-1} = 0$ , провежданата фискална политика в период  $t$  е **неутрална**.

и:

- \* ако  $rd_t - rd_{t-1} < 0$ , където  $rd_t$  е нормата на ЗМР, определяме провежданата парична политика в период  $t$  като **експанзионистична**;
- \* ако  $rd_t - rd_{t-1} > 0$ , провежданата парична политика в период  $t$  е **рестриктивна**;
- \* ако  $rd_t - rd_{t-1} = 0$ , провежданата парична политика в период  $t$  е **неутрална**.

# Анализ на макроикономическата политика

Съпоставят се отчетните стойности на бюджетното салдо и нормата на ЗМР с техните стойности, при които всеки един от икономическите сектори изпълнява своето бюджетно ограничение. За тази цел бюджетните ограничения на икономическите сектори се представят като функция на две променливи –  $BS_t$  и  $rd_t$ , а всички други променливи, от които зависят те, се обединяват в параметри, при което:

$$\text{фискален сектор: FS: } BS_t = \frac{A_2}{A_1} rd_t + \frac{A_3}{A_1}$$

$$\text{паричен сектор: FM: } BS_t = \frac{B_2}{B_1} rd_t + \frac{B_3}{B_1}$$

$$\text{външен сектор: FF: } BS_t = \frac{C_2}{C_1} rd_t + \frac{C_3}{C_1}$$

$$\text{реален сектор: FP: } BS_t = \frac{D_2}{D_1} rd_t + \frac{D_3}{D_1}$$

където параметрите  $A$ ,  $B$ ,  $C$  и  $D$  съдържат всички останали променливи от бюджетните ограничения.



# Анализ на макроикономическата политика

Тъй като е налице несъответствие между броя на неизвестните променливи и уравненията, не може да бъде намерена стойността на бюджетното салдо и нормата на ЗМР, при която и четирите икономически сектори са в равновесие. Ето защо се определят равновесните стойности на двата показателя за всеки един от секторите посредством решаване на следните четири линейни системи :

*	фискален сектор	$\left  \begin{array}{l} FS: BS^*_t = \frac{A_2}{A_1} rd_t + \frac{A_3}{A_1} \\ FS: BS_t = \frac{A_2}{A_1} rd^*_t + \frac{A_3}{A_1} \end{array} \right.$	паричен сектор	$\left  \begin{array}{l} FM: BS^*_t = \frac{B_2}{B_1} rd_t + \frac{B_3}{B_1} \\ FM: BS_t = \frac{B_2}{B_1} rd^*_t + \frac{B_3}{B_1} \end{array} \right.$
*	външен сектор	$\left  \begin{array}{l} FF: BS^*_t = \frac{C_2}{C_1} rd_t + \frac{C_3}{C_1} \\ FF: BS_t = \frac{C_2}{C_1} rd^*_t + \frac{C_3}{C_1} \end{array} \right.$	реален сектор	$\left  \begin{array}{l} FP: BS^*_t = \frac{D_2}{D_1} rd_t + \frac{D_3}{D_1} \\ FP: BS_t = \frac{D_2}{D_1} rd^*_t + \frac{D_3}{D_1} \end{array} \right.$

където  $BS^*_t$  е равновесната стойност на бюджетния излишък и  $rd^*_t$  е равновесната норма на ЗМР, при които се изпълняват бюджетните ограничения на съответните сектори. Равновесните стойности на бюджетното салдо/нормата на ЗМР се намират при допускане, че липсва координация между провежданите макроикономически политики и нормата на ЗМР/бюджетния излишък се определя дискреционно от паричните/фискалните власти.

# Критерии за анализ на макроикономическата политика

Посредством съпоставяне на отчетните и равновесните стойности на бюджетното салдо и нормата на ЗМР можем да анализираме от нормативна гледна точка провежданата макроикономическа политика при следния критерий:

- \* ако  $BS_t - BS_t^* < 0$ , е необходимо провеждането на **по-експанзионистична** фискална политика в период  $t$ ;
- \* ако  $BS_t - BS_t^* > 0$ , е необходимо провеждането на **по-рестриктивна** фискална политика в период  $t$ ;
- \* ако  $BS_t - BS_t^* = 0$ , **не е необходима промяна в провежданата фискална политика** в период  $t$  от гледна точка на уравнивяването на дадения сектор;

и:

- \* ако  $rd_t - rd_t^* < 0$ , е необходимо провеждането на **по-експанзионистична** парична политика в период  $t$ ;
- \* ако  $rd_t - rd_t^* > 0$ , е необходимо провеждането на **по-рестриктивна** парична политика в период  $t$ ;
- \* ако  $rd_t - rd_t^* = 0$ , **не е необходима промяна в провежданата парична политика** в период  $t$  от гледна точка на балансирането на дадения сектор.

# Анализ на макроикономическата политика

Подходът позволява да се определят равновесните стойности на бюджетното салдо и нормата на ЗМР поотделно за фискалния и паричния сектор и за външния и реалния сектор. Така е възможно да се очертае какво трябва да е взаимодействието между двете макроикономически политики с оглед постигането на баланс между техните фундаментални икономически цели, свързани със състоянието на външния и реалния сектор, и поддържането на устойчива фискална позиция на страната и монетарна стабилност, посредством решаване на следните системи линейни уравнения, които задават равновесните стойности на бюджетното салдо и нормата на ЗМР при удовлетворяване на бюджетното ограничение на:

\* фискалния и паричния сектор

$$\begin{aligned} FS: BS^*_t &= \frac{A_2}{A_1} rd^*_t + \frac{A_3}{A_1} \\ FM: BS^*_t &= \frac{B_2}{B_1} rd^*_t + \frac{B_3}{B_1} \end{aligned}$$

\* външния и реалния сектор

$$\begin{aligned} FF: BS^*_t &= \frac{C_2}{C_1} rd^*_t + \frac{C_3}{C_1} \\ FP: BS^*_t &= \frac{D_2}{D_1} rd^*_t + \frac{D_3}{D_1} \end{aligned}$$

# Структура на подхода

Бюджетните ограничения на икономическите сектори се извеждат в съответствие с определените зависимости между икономическите сектори в Polak (1957), Easterly (1989), Serven (1990) и Ненова (2006):.

- \* **реален (частен) сектор**, който включва домакинствата и нефинансовите предприятия:

$$I_p = S_p + FDI_p + NFB_p + \Delta NDC_p - \Delta M2 - NB$$

- \* **фискален сектор**:

$$I_g = S_g + NFB_g + \Delta NDC_g + NB$$

- \* **външен сектор**, чието бюджетно ограничение се извежда при съчетаване на подхода на абсорбцията и монетарния подход към Платежния баланс

$$\Delta NFA = CAB + FK = \Delta M2 - \Delta NDC$$

- \* **паричен сектор**:

$$\Delta M2 = -\Delta RES + \Delta NDC_g + \Delta NDC_p$$

# Моделиране на бюджетните ограничения

- \* Отчитат се специфичните канали на промените в богатството на икономическите субекти, ефекта на акселератора и нелинейните ефекти на фискалната политика.
- \* Чрез обвързването на лихвения процент по кредитите с рисковата премия на страната, представена като функция на бюджетния излишък и равнището на националния доход, пряко се моделира ефектът на изтласкването (crowding-out effect) и индиректно ефектът от повишеното търсене на пари в икономиката, изразяващ се чрез повишаването на номиналния БВП.
- \* Бюджетното салдо се разглежда както спрямо източниците на формирането му, така и спрямо източниците на финансирането му като се моделират поотделно основните групи данъчни приходи, а правителствените разходи се приемат за екзогенна величина.
- \* Отражават се и институционалните зависимости между фискалната и паричната политика посредством връзката между коефициента на инфлация и правителствените разходи в случая на Чехия и депозита на правителството в Българската народна банка.
- \* Отчита се силната връзка между паричния и външния сектор съгласно монетарния подход към платежния баланс, което се отразява и посредством променливите, определящи бюджетните ограничения на двата сектора.
- \* Бюджетното ограничение на външния сектор и на реалния сектор се моделира по подхода на абсорбцията.

# Тестване на подхода

- \* При изчисляване на бюджетните ограничения се използват годишни данни за периода 2006-2013 г., през който е достъпна статистическа информация за всяка от включените в бюджетните ограничения променливи при съпоставима методология.
- \* Избраният референтен времеви интервал е подходящ и поради спецификата му, че обхваща 3 години преди световната финансова и икономическа криза от 2008 г., както и 5 години от нейното проявление.
- \* Използвайки регресионен анализ, са оценени 27 коефициента на чувствителност на включените при извеждането на бюджетните ограничения показатели.
- \* Изчислена е стойността на 47 параметъра, включени при намирането на числовите стойности на съответните бюджетни ограничения, както и са намерени равновесните стойности на бюджетното салдо и нормата на ЗМР чрез решаване на 32 системи линейни уравнения.

# Резултати – оценка на макроикономическата политика

Провеждана макроикономическа политика за периода 2006-2013 г.

Година	Бюджетно салдо (млн. национална валута)		Норма на ЗМР (%)		Вид на провежданата политика*			
	BG	CZ	BG	CZ	Фискална		Парична	
					BG	CZ	BG	CZ
2005	474.1	-101353.0	0.08	0.02				
2006	969.5	-79079.0	0.08	0.02	R	R	N	N
2007	698.7	-26603.0	0.12	0.02	E	R	R	N
2008	1156.7	-84610.0	0.10	0.02	R	E	E	N
2009	-2960.6	-216239.0	0.10	0.02	E	E	N	N
2010	-2328.0	-174517.0	0.10	0.02	R	R	N	N
2011	-1589.7	-114986.0	0.10	0.02	R	R	N	N
2012	-405.1	-161547.0	0.10	0.02	R	E	N	N
2013	-989.1	-53213.0	0.10	0.02	E	R	N	N

\*Провеждането на експанзионистична политика се отбелязва с “Е”, рестриктивна политика се отбелязва с “R”, а на неутрална политика се отбелязва с “N”.

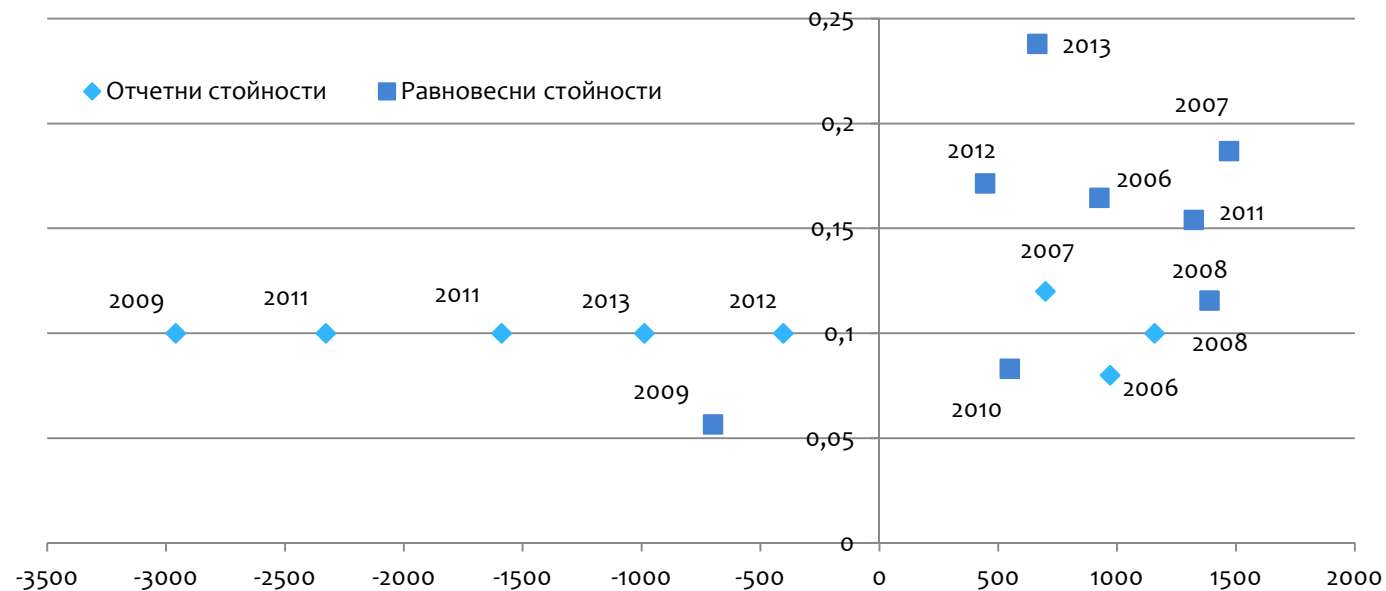
# Резултати – оценка на макроикономическата политика

- \* През разглеждания референтен период в България и Чехия се провежда сходна макроикономическа политика.
- \* Преди световната финансова и икономическа криза в България приоритетно се поддържа бюджетен излишък, който се съчетава с повишаване на нормата на задължителните минимални резерви през 2006 г. и видът на провежданата макроикономическа политика може да бъде определен като рестриктивен. След началото на кризата започва да се поддържа бюджетен дефицит, който постепенно се стеснява до 2012 г. и се съчетава с неутрална парична политика.
- \* В Чехия неутралността на паричната политика се отдава на спецификата на паричния режим, при който слабо се използват промените в задължителните минимални резерви като инструмент на паричната политика, но последователно се намалява сконтовият лихвен процент след 2008 г. до 0,05 % през 2012 г.



# ВГ резултати – фискален сектор

Равновесни стойности на бюджетното салдо и нормата на ЗМР от гледна точка на равновесието на фискалния сектор в **България**



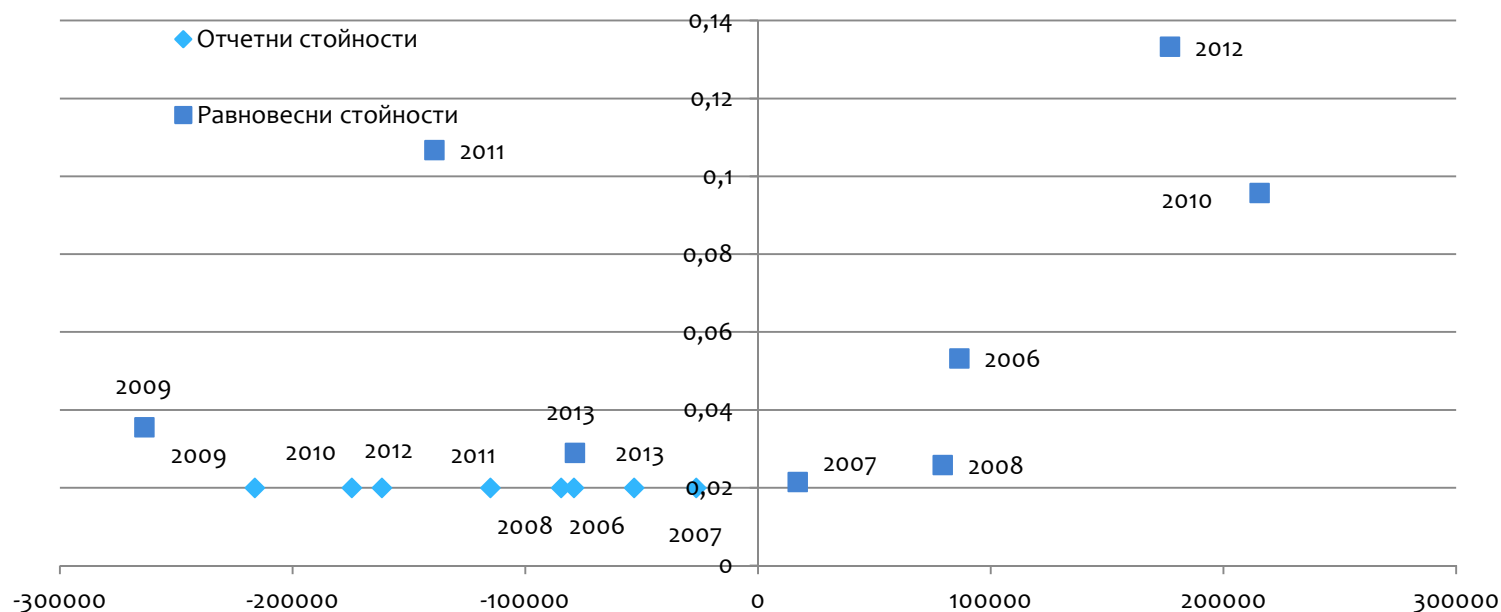
На абсцисата са разположени стойностите на бюджетното салдо (млн. национална валута), а на ординатата – нормата на ЗМР (%).

# ВГ резултати – фискален сектор

- \* В периода 2007-2013 г. фискалните власти е трябвало да поддържат още по-рестриктивна фискална политика с приоритетно формиране на бюджетни излишъци в годините между 2010 г. и 2013 г. поради наблюдавания спад на данъчните приходи в този период и необходимостта от провеждане на фискална консолидация.
- \* Паричната политика, която би подпомогнала изпълнението на бюджетното ограничение на фискалния сектор, приоритетно е рестриктивна като само в две от изследваните години (2009 г. и 2012 г.) понижаването на нормата на ЗМР до 6 % би подпомогнало постигането на бюджетното ограничение на фискалния сектор посредством стимулиране на инфлацията при наблюдавания спад на БВП.
- \* В условията на Паричен съвет балансирането на публичния сектор изисква координация между фискалните и паричните власти и следване на рестриктивна парична политика.

# CZ резултати – фискален сектор

Равновесни стойности на бюджетното салдо и нормата на ЗМР от гледна точка на равновесието на фискалния сектор в Чехия



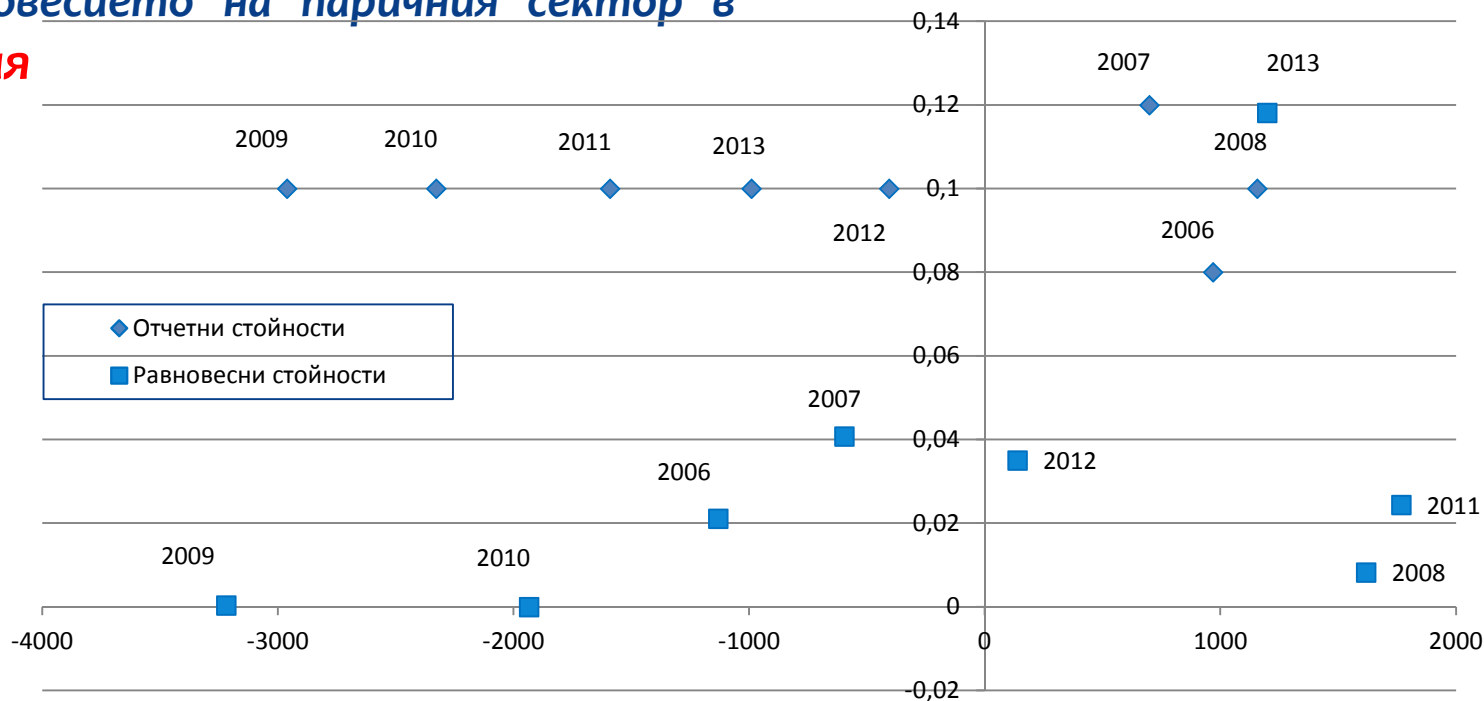
На абсцисата са разположени стойностите на бюджетното салдо (млн. национална валута), а на ординатата – нормата на ЗМР (%).

# CZ резултати – фискален сектор

- \* Координацията между мерките на фискалната и паричната политика в Чехия при плаващ валутен курс изисква повишаване на нормата на ЗМР, за да бъде изпълнено бюджетното ограничение на фискалния сектор. Ограничаването на ликвидността в икономиката дори в условия на криза би могло да бъде оправдано с непостоянния характер на провежданата в страната фискална политика и ниската степен на координация между фискалните и паричните власти.
- \* Не може да бъде направен еднозначен извод относно необходимата фискална политика, която трябва да бъде провеждана в конкретния период, с оглед балансиране на бюджетния сектор. В годините преди световната икономическа криза тя приоритетно е трябвало да бъде по-рестриктивна, а в годините на кризата по-скоро неутрална, което е в съответствие с наложения в последните години общ извод, че е необходимо да се гарантира натрупването на фискални буфери и поддържане на нисък държавен дълг при възходяща икономическа динамика, позволяващи използването на фискалната политика за стабилизационни цели в периоди на криза.

# ВГ резултати – паричен сектор

Равновесни стойности на бюджетното салдо и нормата на ЗМР от гледна точка на равновесието на паричния сектор в **България**



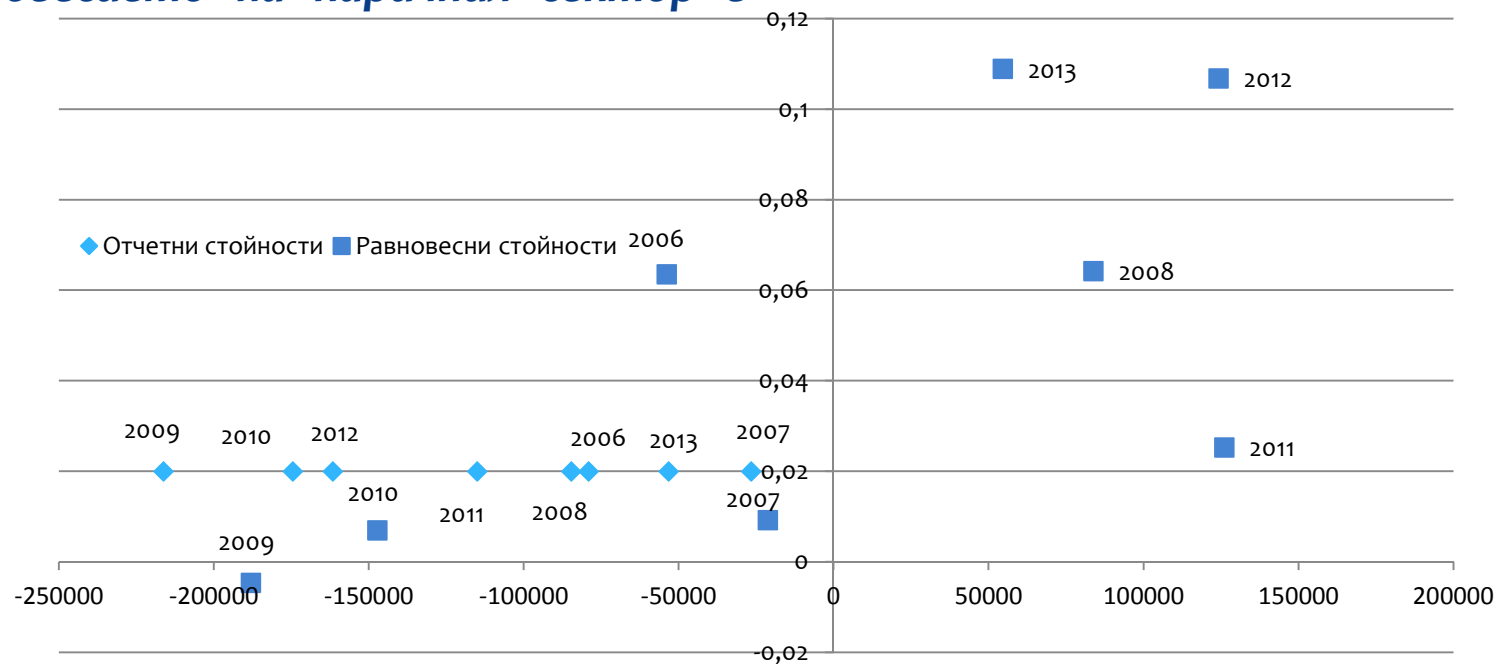
На абсцисата са разположени стойностите на бюджетното салдо (млн. национална валута), а на ординатата – нормата на ЗМР (%).

# VG резултати – паричен сектор

- \* От гледна точка на изпълнение на бюджетното ограничение на паричния сектор в условията на Паричен съвет, е необходимо съчетаване на експанзионистична фискална и парична политика. Изключение правят годините преди кризата, в които оптимално от гледна точка на балансирането на паричния сектор, е провеждането на рестриктивна фискална политика.
- \* Въпреки режима на Паричен съвет в страната, централната банка може да заеме много по-активна роля в провеждането на стабилизационна макроикономическа политика, което не би засегнало равновесието на паричния сектор, поради натрупаната свръхликвидност в банковата система от увеличаването на спестяванията в последните години и ниската кредитна активност в страната при ниска инфлация.
- \* Прекомерното упование във възможностите на фискалната политика да регулира макроикономическото равновесие в страната напълно в съответствие с принципите на Паричния съвет води до неизползван потенциал и натрупана ликвидност в банковия сектор, която успешно би могла да бъде използвана за компенсиране на необходимия рестриктивен характер на фискалната политика.

# CZ резултати – паричен сектор

Равновесни стойности на бюджетното салдо и нормата на ЗМР от гледна точка на равновесието на паричния сектор в Чехия



На абсцисата са разположени стойностите на бюджетното салдо (млн. национална валута), а на ординатата – нормата на ЗМР (%).

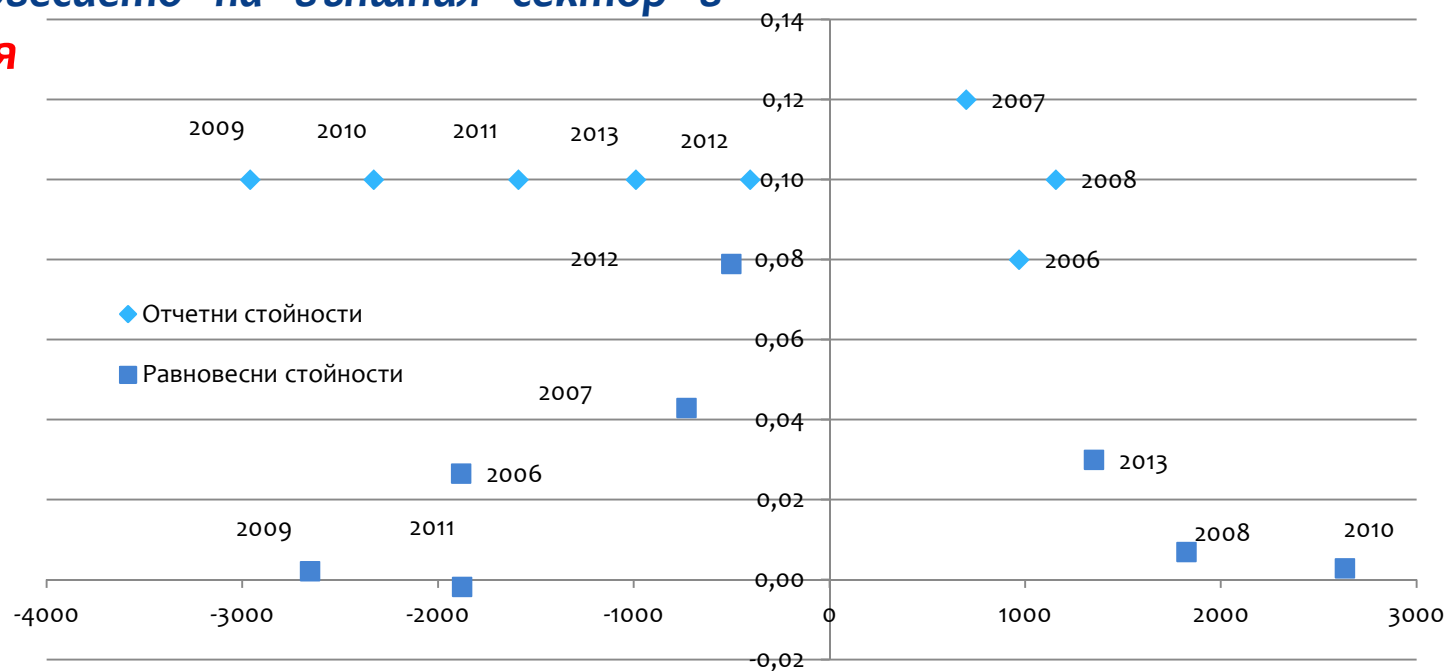
# CZ резултати – паричен сектор

- \* От гледна точка на балансиране на паричния сектор в чешката икономика е необходимо поддържане на рестриктивна фискална политика независимо от фазата на бизнес цикъла, както и независимо от вида на провежданата парична политика, която в преобладаващия случай е също с рестриктивен характер.
- \* Налице е противоположна тенденция, както спрямо препоръките за провеждане на макроикономическата политика в Чехия с оглед постигане на бюджетното ограничение на фискалния сектор, при което приоритетно се очерта поддържането на рестриктивна парична политика, така и спрямо случая на България и необходимостта от поддържане на предимно експанзионистичен характер на паричната политика.
- \* Вероятна причина е слабата и несигурна координация между фискалните и паричните власти при липсата на нормативно установено правило за провеждане на макроикономическа политика, каквото е Паричният съвет.



# ВГ резултати – външен сектор

Равновесни стойности на бюджетното салдо и нормата на ЗМР от гледна точка на равновесието на външния сектор в **България**



На абсцисата са разположени стойностите на бюджетното салдо (млн. национална валута), а на ординатата – нормата на ЗМР (%).

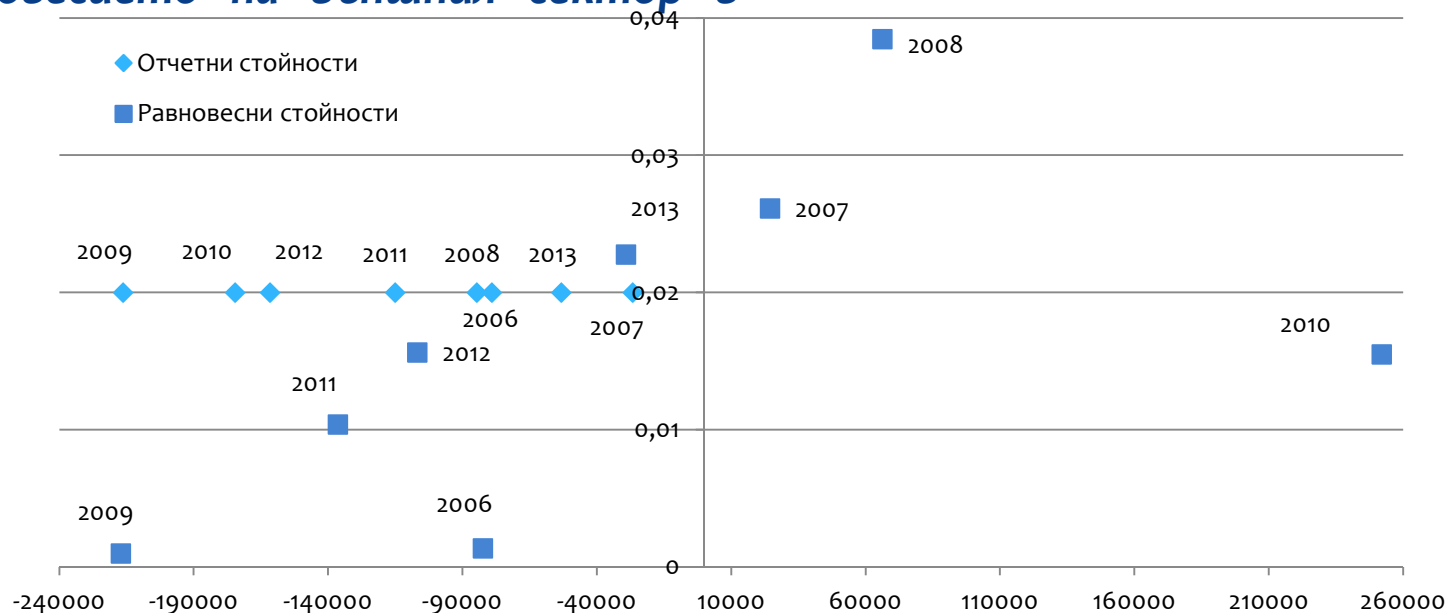
# ВГ резултати – външен сектор

- \* За целия разглеждан период е препоръчително съчетаването на по-експанзионистична парична политика и по-експанзионистична или по-рестриктивна фискална политика в зависимост от конкретно разглеждания период. Разширяването на ликвидността в икономиката посредством провеждане на по-експанзионистична парична политика позволява погасяване на външни задължения и намаляване на натиска от увеличаването на външни заеми. Съчетаването на рестриктивна фискална и експанзионистична парична политика уравнисява и промените в местния лихвен процент.
- \* Получените резултати се различават от хипотезата за силна зависимост между дефицита по текущата сметка и бюджетния дефицит. През 2006 г. и 2007 г. се препоръчва провеждане на по-експанзионистична фискална политика, в които дефицитът по текущата сметка на платежния баланс се задълбочава. Но именно в тези години се наблюдава и съществен приток на капитали по финансовата сметка на Платежния баланс. Провеждането на по-експанзионистична фискална политика в посочените години би довело до привличане на по-големи капиталови потоци в страната посредством повишаването на местния лихвен процент и така чрез допълнително увеличаване на нетното салдо на финансовата сметка външният сектор би постигнал равновесие.

# CZ резултати – външен сектор

Равновесни стойности на бюджетното салдо и нормата на ЗМР от гледна точка на равновесието на външния сектор в

Чехия



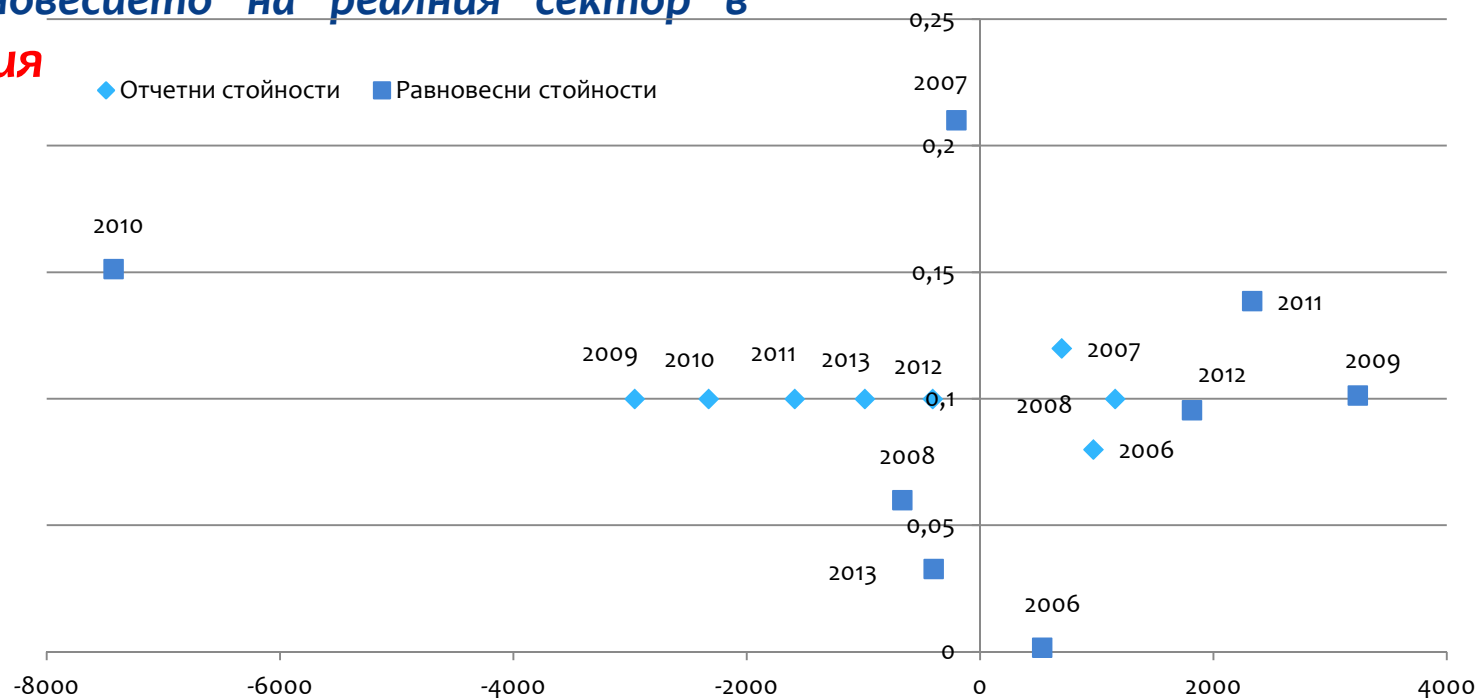
На абсцисата са разположени стойностите на бюджетното салдо (млн. национална валута), а на ординатата – нормата на ЗМР (%).

# CZ резултати – външен сектор

- \* Не може да бъде определена ясна тенденция каква макроикономическа политика трябва да бъде провеждана през разглеждания период в Чехия за осигуряване на балансиран външен сектор. Потвърждава се изводът, че в условията на плаващ валутен курс промените в пазарната среда и непрекъснатата несигурност и колебания, с които се характеризира тя, са водещият фактор за определяне на макроикономическата стратегия.
- \* От гледна точка на фазите на бизнес цикъла се открояват годините 2006-2007 г., през които фискалната и паричната политика се препоръчва да бъдат с рестриктивен характер при значително нарастване на дефицита по текущата сметка на Платежния баланс. Съчетаването на експанзионистична фискална и парична политика през 2009 г. и 2011 г. се свързва с изключително разнопосочните тенденции на увеличаване на нетното салдо на капиталовата и финансовата сметка на Платежния баланс.

# ВГ резултати – реален сектор

Равновесни стойности на бюджетното салдо и нормата на ЗМР от гледна точка на равновесието на реалния сектор в България



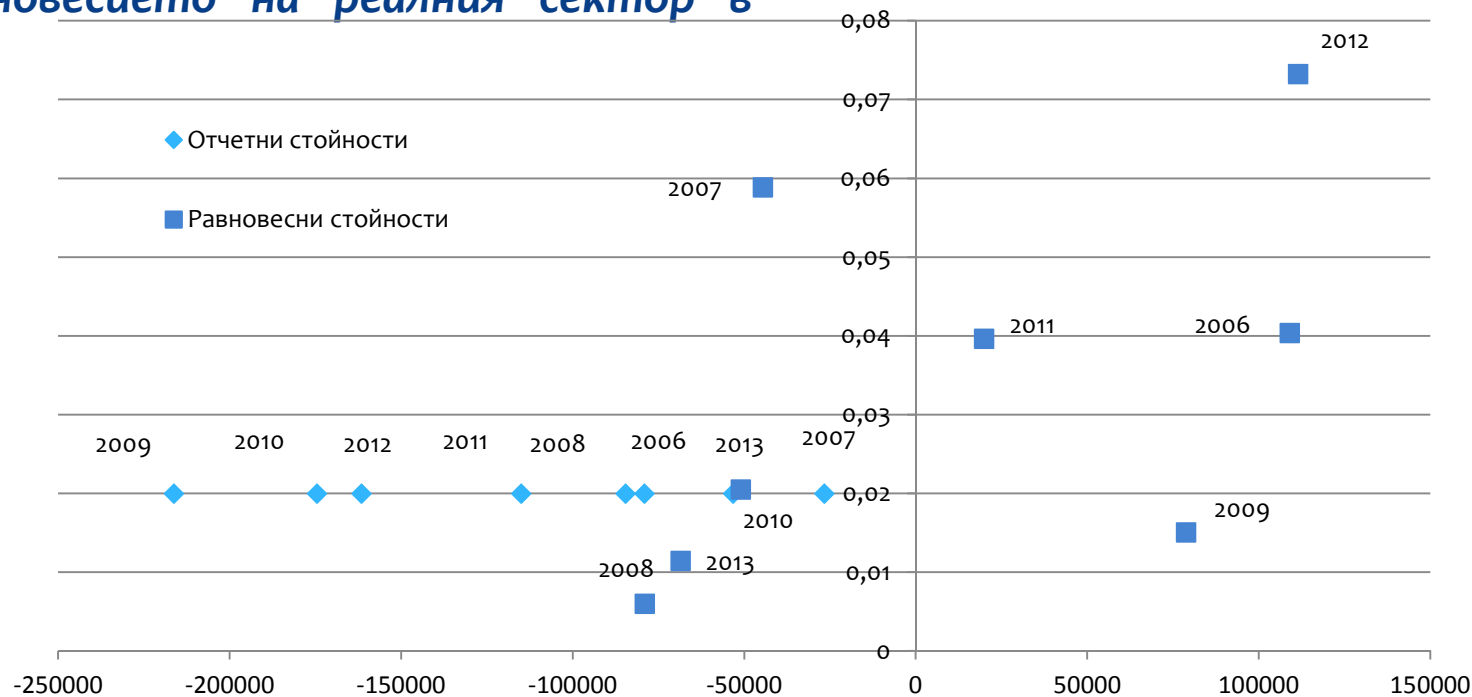
На абсцисата са разположени стойностите на бюджетното салдо (млн. национална валута), а на ординатата – нормата на ЗМР (%).

# BG резултати – реален сектор

- \* Не може да бъде изведена еднозначна тенденция какъв макроикономически микс е необходимо да бъде прилаган, за да се установи равновесие на реалния сектор. За 2006 г. и 2008 г., когато има опасения за прегряване на българската икономика, от гледна точка на реалния сектор би било препоръчително да се провежда експанзионистична фискална и парична политика.
- \* От гледна точка на бюджетното ограничение на реалния сектор е било правилно намаляването на нормата на ЗМР до 10 % през 2008 г., а очакванията през 2013 г. са били за провеждане на по-експанзионистична парична политика при спада на крайното потребление на домакинствата и намаляване на притока на преки чуждестранни инвестиции в страната.
- \* В периода 2011-2013 г. фискалната консолидация е желателна от позициите на реалния сектор. Българските домакинства проявяват рикардианско поведение като в условията на криза рисковете, свързани със задълбочаване на бюджетния дефицит и последващото по-скъпо дългово финансиране, се оценяват като по-съществени отколкото положителните краткосрочни ефекти от фискалната експанзия, неподкрепена от възходящо развитие на икономиката.

# CZ резултати – реален сектор

Равновесни стойности на бюджетното салдо и нормата на ЗМР от гледна точка на равновесието на реалния сектор в Чехия



На абсцисата са разположени стойностите на бюджетното салдо (млн. национална валута), а на ординатата – нормата на ЗМР (%).

# CZ резултати – реален сектор

- \* Приоритетно от позициите на реалния сектор е необходимо провеждане на фискална консолидация при съчетаване с рестриктивна парична политика за периода 2011-2012 г. Независимо от фазата на бизнес цикъла и от паричния режим, този извод се потвърждава и за двете страни в конкретно разглеждания период и може да послужи като довод срещу възраженията за изключително негативните ефекти от прилагането на фискална консолидация върху реалния сектор и процикличните ѝ ефекти.
- \* През 2009 г. и 2010 г. провежданата парична политика се оценява като адекватна спрямо баланса на реалния сектор, а през 2013 г., когато чешката икономика две последователни години регистрира отрицателен икономически растеж, се препоръчва провеждане на експанзионистична фискална и парична политика.



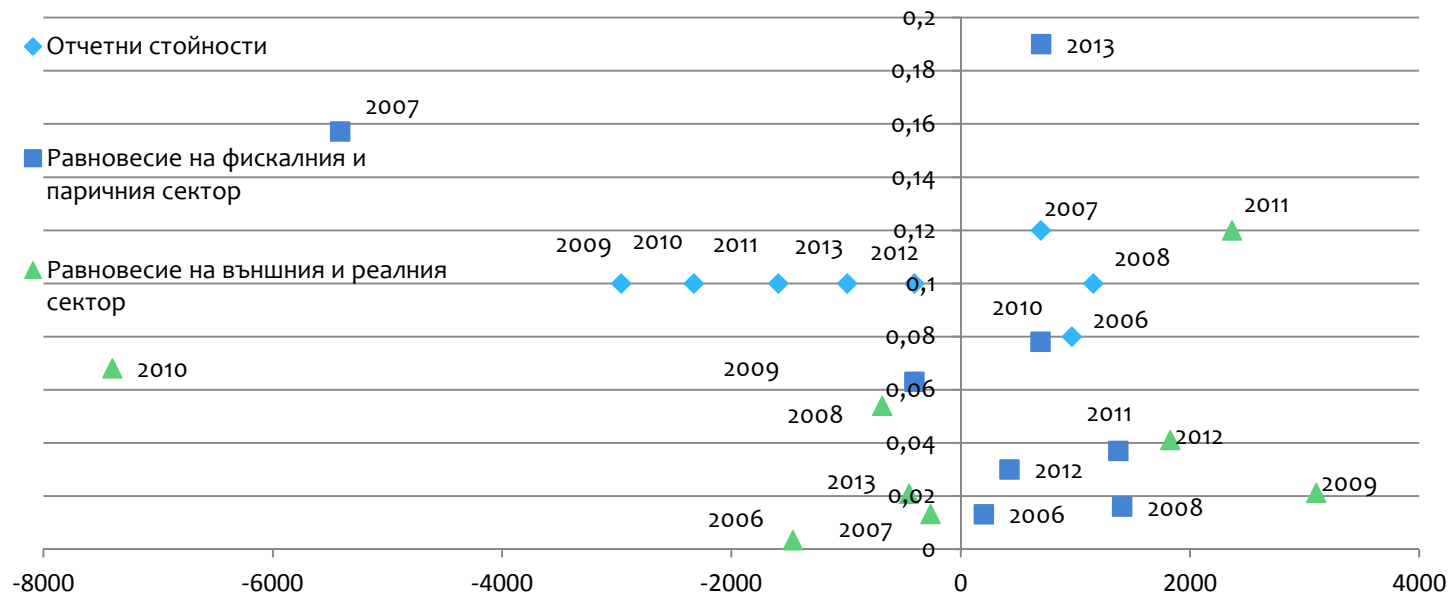
## Препоръки за съчетаване на мерките на фискалната и паричната политика от гледна точка на балансиране на отделните икономически сектори в модела

Икономически сектор/ Държава	Фискален сектор				Паричен сектор				Външен сектор				Реален сектор			
	BG		CZ		BG		CZ		BG		CZ		BG		CZ	
Година/ Политика	фискална	Парична	фискална	Парична	фискална	Парична	фискална	Парична	фискална	Парична	фискална	Парична	фискална	Парична	фискална	Парична
2006	E	R	R	R	R	E	R	R	E	E	E	E	E	E	R	R
2007	R	R	R	N	R	E	R	E	E	E	R	R	E	R	E	R
2008	R	R	R	R	E	E	R	R	R	E	R	R	E	E	R	E
2009	R	E	E	R	R	E	R	E	R	E	E	E	R	N	R	N
2010	R	R	R	R	E	E	R	E	R	E	R	N	E	R	R	N
2011	R	R	E	R	E	E	R	R	E	E	E	E	R	R	R	R
2012	R	E	R	R	E	E	R	R	E	E	R	N	R	N	R	R
2013	R	R	E	R	E	R	R	R	R	E	R	N	R	E	E	E

\*Провеждането на експанзионистична политика се отбелязва с “E”, рестриктивна политика се отбелязва с “R”, а на неутрална политика се отбелязва с “N”.

# ВГ резултати – общо равновесие

Равновесни стойности на бюджетното салдо и нормата на ЗМР от гледна точка на равновесието на фискалния и паричния сектор и на реалния и външния сектор в **България**



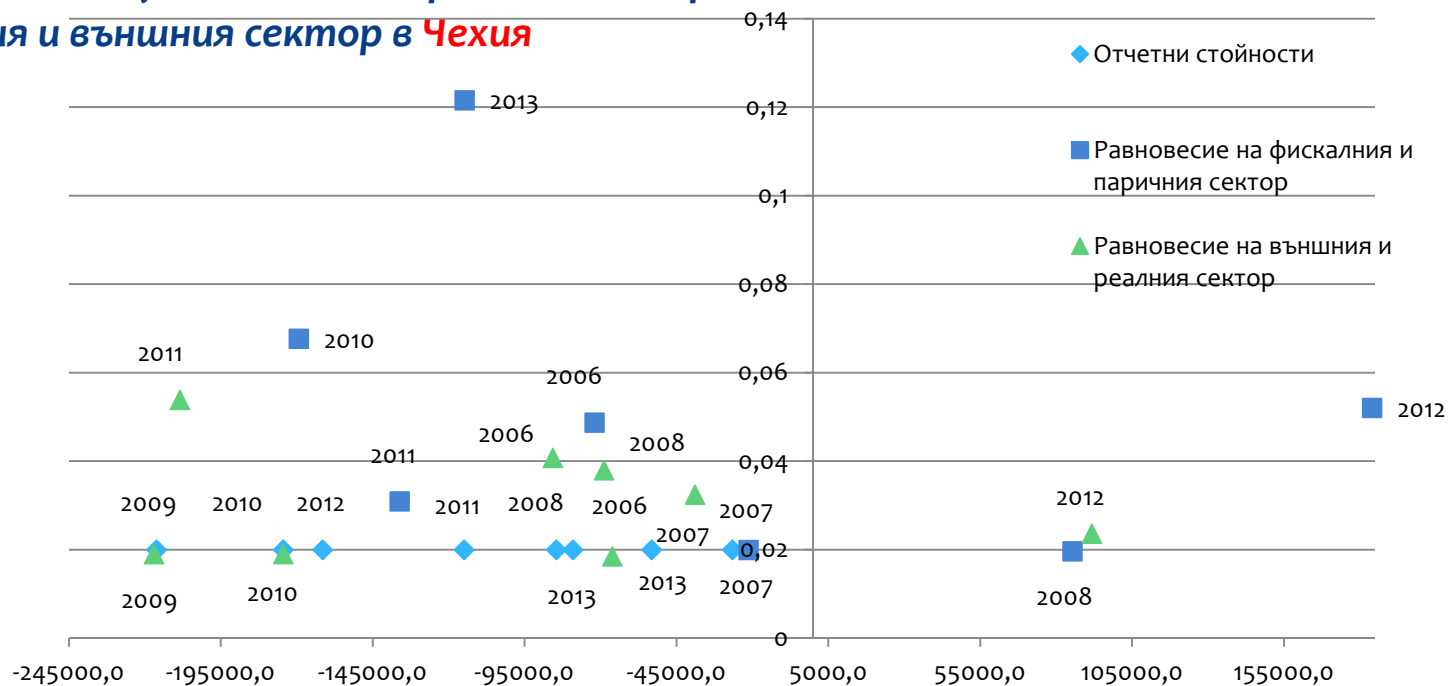
На абсцисата са разположени стойностите на бюджетното салдо (млн. национална валута), а на ординатата – нормата на ЗМР (%).

# ВГ резултати – общо равновесие

- \* Избраната макроикономическа стратегия в условията на Паричен съвет в България за периода 2006-2013 г. е на съчетаване на рестриктивна фискална и неутрална парична политика.
- \* От гледна точка на едновременното равновесие на фискалния и паричния сектор провеждането на рестриктивна фискална политика е правилно, но трябва да бъде съчетано с експанзионистична парична политика. По-предпазливото използване на нормата на ЗМР обаче може да бъде мотивирано с ангажимента за поддържане на Паричния съвет в страната, който може да бъде подкопан от честата промяна на паричната политика и при съмнения за способността на централната банка да поддържа равнището на международните валутни резерви.
- \* Същевременно постигането на равновесие на външния и реалния сектор се свързва със съчетаване на експанзионистична фискална и експанзионистична парична политика, което не е изненадващо, но е в противоречие с рикардианското поведение на домакинствата демонстрирано по-рано от подхода.

# CZ резултати – общо равновесие

Равновесни стойности на бюджетното салдо и нормата на ЗМР от гледна точка на равновесието на фискалния и паричния сектор и на реалния и външния сектор в Чехия



На абсцисата са разположени стойностите на бюджетното салдо (млн. национална валута), а на ординатата – нормата на ЗМР (%). Поради високата равновесна стойност на бюджетното салдо от гледна точка на баланса на фискалния и паричния сектор през 2009 г. точката не е показана на графиката.

# CZ резултати – общо равновесие

- \* От гледна точка на едновременното равновесие на фискалния и паричния сектор съчетаването на рестриктивна фискална и рестриктивна парична политика се очертава като правилна стратегия спрямо получените резултати от прилагането на подхода за Чехия.
- \* Липсата на нормативно установен ангажимент за поддържане на определена политика, за разлика от условията на Паричен съвет, и много по-голямата дискреция при провеждане на макроикономическа политика при плаващ валутен курс са най-вероятните предпоставки за наблюдаваната слаба степен на координиране на действията на фискалните и паричните власти, което обуславя необходимостта от взаимно следване на рестриктивна политика за постигане на равновесие на фискалния и паричния сектор.
- \* Относно равновесието на външния и реалния сектор се наблюдава необходимост от следване на антагонистична стратегия за провеждане на макроикономическа политика при съчетаване на експанзионистична фискална с рестриктивна парична политика.

## Препоръки за съчетаване на мерките на фискалната и паричната политика от гледна точка на балансиране на фискалния и паричния сектор и реалния и външния сектор

Икономически сектор/Държава	Провеждана политика				Фискален и паричен сектор				Външен и реален сектор			
	BG		CZ		BG		CZ		BG		CZ	
Година/ Политика	Фискална	Парична	Фискална	Парична	Фискална	Парична	Фискална	Парична	Фискална	Парична	Фискална	Парична
2006	R	N	R	N	E	E	R	R	E	E	E	R
2007	E	R	R	N	E	R	R	N	E	E	E	R
2008	R	E	E	N	R	E	R	N	E	E	R	R
2009	E	N	E	N	R	E	R	R	R	E	E	N
2010	R	N	R	N	R	E	R	R	E	E	N	N
2011	R	N	R	N	R	E	E	R	R	R	E	R
2012	R	N	E	N	R	E	R	R	R	E	R	N

\*Провеждането на експанзионистична политика се отбелязва с “E”, рестриктивна политика се отбелязва с “R”, а на неутрална политика се отбелязва с “N”.

# Предимства на представения ПОДХОД

- \* Преодолява се субординацията между фискалната и паричната политика в условията на Паричен съвет чрез пълноправното разглеждане на паричната политика въпреки ограничените ѝ възможности като инструмент за постигане на макроикономическа стабилизация.
- \* Проследяват се променливите, от които зависят бюджетните ограничения на отделните сектори, и възможностите на фискалната и паричната политика да оказват номинални и реални ефекти върху реалния и външния сектор, както и взаимозависимостите между икономическите сектори.
- \* Подходът може да бъде използван не само като метод за открояване на взаимодействието между двете макроикономически политики, но и за анализиране на техните възможности за повлияване на икономическата среда.
- \* Използването на разработения подход за пространна оценка на взаимодействието между фискалната и паричната политика в различни времеви периоди и при различни изходни ограничения също е възможно.

# Недостатъци на представения ПОДХОД

- \* Използването на подхода за позитивна оценка на провежданата макроикономическа политика посредством промените на бюджетното салдо и нормата на ЗМР спрямо предходната година може да съдържа недостатъци, напр. конкретно свиване на бюджетния дефицит да бъде оценено от подхода като провеждане на рестриктивна фискална политика, без да се отчита реалната величина на самия бюджетен дефицит.
- \* Липсата на аналитично решение за равновесните стойности на параметрите на фискалната и паричната политика за всички икономически сектори правят резултатите от подхода зависими от използваните емпирични данни.



# Генерален извод

- \* От гледна точка на състоянието и стабилността на фискалния и паричния сектор за периода 2006-2013 г. подходът показва, че е уместно съчетаване на рестриктивна фискална и експанзионистична парична политика в условията на Паричен съвет в България и рестриктивна фискална и рестриктивна парична политика в Чехия.
- \* От позициите на реалния и външния сектор резултатите от подхода показват, че независимо от паричния режим е уместно провеждане на антагонистична макроикономическа политика от страна на фискалните и паричните власти.



БЛАГОДАРЯ ЗА  
ВНИМАНИЕТО!