

ВЛАДИМИР ХРИСТОВ СИРКАРОВ

**ПРЕДИЗВИКАТЕЛСТВА ПРЕД
СЪВРЕМЕННАТА ПАРИЧНА
ПОЛИТИКА И ОПТИМИЗИРАНЕ НА
УПРАВЛЕНИЕТО НА ПАРИЧНИТЕ
АГРЕГАТИ**

АВТОРЕФЕРАТ

**НА ДИСЕРТАЦИЯ ЗА ПРИСЪЖДАНЕ НА ОБРАЗОВАТЕЛНА И
НАУЧНА СТЕПЕН “ДОКТОР” ПО ДОКТОРСКА ПРОГРАМА
“ФИНАНСИ, ПАРИЧНО ОБРЪЩЕНИЕ, КРЕДИТ И
ЗАСТРАХОВКА (ФИНАНСИ)”**

*Научен ръководител:
Доц. д-р Александър Петров Ганчев*

**Свищов
2021 г.**

Дисертационният труд е обсъден и насочен за защита по реда на Закона за развитие на академичния състав от катедра „Финанси и кредит” на Стопанска академия „Димитър А. Ценов” – Свищов на заседание, проведено на 19.11.2021 г.

Дисертационната разработка има общ обем от 198 стандартни страници и съдържа: въведение – 7 страници, основен текст, поместен в три глави – 175 страници, заключение – 5 страници, списък на цитираните и използвани литературни източници – 104 броя и декларация за оригиналност. Дисертационният труд е илюстриран с 31 фигури, 11 таблици и едно уравнение.

Откритото заседание на научното жури за защита на дисертационния труд ще се състои на 11.02.2022 г. от 11.00 часа в Заседателна зала „Ректорат“ на Стопанска академия „Димитър А. Ценов” – Свищов.

Материалите по защитата са на разположение на интересуващите се в Отдел „Докторантура и академично развитие“ на Стопанска академия „Димитър А. Ценов” – Свищов.

I. ОБЩА ХАРАКТЕРИСТИКА НА ДИСЕРТАЦИОННИЯ ТРУД

1. АКТУАЛНОСТ НА ТЕМАТА

Парите са универсално средство за размяна, средство за запазване на стойността и единица за разчет. Фундаменталната функция на парите е използването им за разменно средство. Това е основата, върху която се гради тяхната роля в икономическите отношения. В своите трудове икономистът Мъри Ротбард споделя, че парите са универсално разменно средство, чрез което се търгуват всички останали стоки и услуги и че то фактически представлява окончателното плащане на извършените покупко-продажби на пазара (Rothbard, 1978, р. 144). От гледна точка на своето историческо развитие парите са се появили като изцяло пазарен феномен, без каквато и да е държавна законодателна инициатива. Това твърдение се доказва от Регресионната теорема на Лудвиг фон Мизес, чрез която се прави праксеологичен анализ на пределната полезност на парите и достигането до историческия момент, когато дадена стока се превръща в разменно средство. Според теоремата на Мизес естествената, тоест пазарната поява на ново разменно средство стъпва на вече съществуващ ценови механизъм, а не се налага с принуда или чрез закон.

От гледна точка на своята роля в икономиката парите имат фундаментално значение за изграждането на ценовите системи и развитието на кредитния пазар. Без естественото преминаване на хората към индиректната размяна, опосредствана от пари, разделението на труда, търговията и икономическият просперитет като цяло нямаше да са възможни. Парите обаче не са константен феномен, а явление, което търпи непрекъснато изменение. В исторически план се наблюдава ясната траектория на тяхната промяна от преобладаващи златни и сребърни пари през парични разписки с относително високи нива на стоково обезпечение до парична система с напълно необезпечени пари. Например по време на класическия

златен стандарт голяма част от базовите пари всъщност са представлявали физическо злато и/или сребро. Постепенно златото поема основната парична функция – универсално разменно средство в търговските отношения. Златните монети и хартиените банкноти, които представляват разписки за определено количество златни монети, имат относително голям дял в общото парично предлагане. Основно предимство на стоковия стандарт е, че той позволява изолирането на политическите интереси от управлението на паричната политика. Икономистът Лудвиг фон Мизес споделя, че превъзходството на златния стандарт се състои във факта, че стойността на златото се развива независимо от политическите действия (Mises, 1923-1931, p. 90). При паричен режим със стоково обезпечени пари, ако паричното предлагане бъде разширено прекалено много, кредитната активност ще се увеличи, а лихвените нива ще се понижат, което ще доведе до изтегляне на златни резерви от икономиката. Изискването за стоково обезпечение обаче принуждава правителствата и централните банки отново да повишат лихвите и да редуцират паричното предлагане и съответно да ограничат кредитната експанзия. По този начин дефицитът на платежния баланс бързо и почти автоматично ще бъде коригиран.

С течение на времето и преминаването през двете световни войни правителствата предприемат стъпки към все по-мощно увеличаване на хартиените парични заместители в сравнение с количеството на стоковите пари. Това е стимул за обезценяване на парите и води до много по-лесно генериране на стоково необезпечен кредит от банковия сектор. От разменния златен стандарт през 20-те години на миналия век до паричната система от Бретън Уудс след 1944 година се наблюдава все по-ясната визия за разширяване на паричното предлагане при ограничено златно обезпечение. Желанието на правителствата и централните банки да притежават пълен контрол над управлението на паричното предлагане и кредитната активност се осъществи на практика, след като американският президент Ричард Никсън окончателно прекъсна съществуването на

златния стандарт през 1971 г. Посоченото се оказва повратна точка в историческото развитие на паричните системи, защото светът преминава към изцяло необезпечени пари под пълния контрол на централните банки и националните законодателства.

Премахването на златното покритие на парите и в частност това на щатския долар през 1971 г. обаче постави големи предизвикателства пред коректното дефиниране на парите и паричните заместители. Нещо повече, то открито постави проблема за прецизното отчитане на паричната база и парите, създавани през банковата система. Следствие от него е и разработването на технология за измерване на количеството пари в икономиката. Тоест премахването на златното покритие на парите постави проблема за наличието на измерители, познати днес като парични агрегати, чрез които да се следи и управлява паричното предлагане. Тези парични агрегати са важни, защото, ако количеството пари в икономиката не може да бъде дефинирано правилно от теоретична гледна точка и измерено коректно на емпирично ниво, провеждането на адекватна и далновидна парична политика е поставено пред сериозни рискове.

Господстващите днес виждания по отношение дефинирането на паричното предлагане и съответно неговото измерване са две и произтичат от постановките на кейнсианската и монетаристката икономически школи. Двете монетарни концепции, които се използват от всяка една централна банка по света, обаче се основават на неточно и непълно дефиниране на парите и паричните заместители. От това произтичат съответни грешки и пропуски при дефинирането и изчисляването на паричните агрегати, използвани понастоящем от централните банки. Така основавайки се в голяма степен на емпирични корелации и индуктивни статистически техники се оказва, че определянето на паричното предлагане на практика не се структурира коректно. В конкретен план голяма част от грешките при калкулиране на паричните агрегати и тяхното последващо управление става чрез включване в измерването на паричното предлагане на ликвидни

активи, които не отговарят на устойчива парична дефиниция. От друга страна, от обема на паричното предлагане пък се изключват парични категории, които би трябвало да са част от него.

През последните десетилетия се наблюдава все по-голяма намеса на централните банки в икономическата и финансовата система. Нещо повече, през последните години централните банки драстично разшириха своето влияние върху макроикономическите процеси, особено чрез политиките си, насочени към преодоляване на кризисни периоди. Тази активна парична политика на централните банки поставя още по-силен акцент върху дефиницията на парите, калкулирането на паричните агрегати и отчитането на тяхното влияние върху икономиката. В подобна ситуация всяко некоректно структуриране на измерителите на паричното предлагане може да има много негативни ефекти върху бизнес калкулацията, ценовата система и стимулите за потребление и спестяване. Ето защо всеки преглед и критичен анализ на съществуващите подходи и инструменти за количествена дефиниция на паричното предлагане в условията на разхлабени парични политики са навременни. Нещо повече, такъв преглед и анализ са наложителни от гледна точка на процесите в глобалните финанси след кризата от 2008 г. и наскоро разразилата се криза, породена от COVID-19. Така всички разкрити недостатъци в процеса на изчисляване на паричното предлагане и предложения за промяна или оптимизиране начина на управление на паричните процеси в икономиката са от полза за решаването на дилемата, пред която стоят политиците и централните банкери днес. Тази дилема е породена именно от активната парична политика, която се състои в избора, дали да се продължи подобна разхлабена парична политика, което ще породи риск от инфлация, или да се прибегне към нейното затягане, което може да доведе до съществено забавяне на икономическия растеж.

На фона на гореизложеното е важно да се каже, че ограничително условие за коректното измерване на паричното предлагане и дефиницията

на паричните агрегати е изискването за наличие на точна дефиниция на парите в контекста на парична система, функционираща изцяло с необезпечени пари. В такава система парите трябва да изпълняват функцията на окончателно платежно средство при всички трансакции. С други думи, парите трябва да могат изцяло да погасяват дълга, възникнал в една сделка. Именно желанието да бъде изведена подобна дефиниция на парите и паричното предлагане в условията на парична система и да бъде разработена методология за оптимизиране на изчисляването или управлението на паричното предлагане, мотивира провеждането на настоящото дисертационно изследване. Във връзка с това актуалността на дисертационния труд се определя от следните аргументи:

Първо. Важността на парите и паричното предлагане за динамиката на основни макроикономически променливи в условията на парични системи, използващи необезпечени пари.

Второ. Наличието на методологически недостатъци в съществуващите към момента начини за измерване на паричното предлагане.

Трето. Важността на правилното и коректно измерване и управление на паричното предлагане и паричните агрегати в условията на силно разхлабени парични политики от страна на водещите централни банки през последните десетилетия.

2. ОБЕКТ И ПРЕДМЕТ НА ИЗСЛЕДВАНЕТО

Обект на изследване в дисертационния труд е паричното предлагане, а негов **предмет** – инструментариумът за измерване на паричното предлагане и дефинирането на неговите теоретични, монетарни и количествени характеристики.

3. ЦЕЛИ И ЗАДАЧИ НА ИЗСЛЕДВАНЕТО

Основната **цел** на дисертационния труд е комплексното изследване на възможностите за оптимизиране на изчисляването на паричното предлагане чрез конструиране на паричен агрегат, който съответства на теоретичната основа за парите като универсално средство за размяна. На тази основа в дисертационната разработка се обособяват осем задачи, чието последователно изпълнение ще доведе до реализирането на целта на изследването. Тяхната същност, съдържание и специфика се дефинира, както следва:

Първо. Извършване на системен анализ на парите като икономически феномен и дефиниция на паричните заместители.

Второ. Извършване на хронологичен анализ на основните етапи в развитието на паричните системи.

Трето. Изследване на характеристиките на паричните системи в условията на необезпечени пари.

Четвърто. Извеждане на методологическа дефиниция на класическите концепции за неговото измерване.

Пето. Извеждане на недостатъците на класическите инструменти за измерване на паричното предлагане.

Шесто. Изследване на възможностите за оптимизация на начините за изчисляване на паричното предлагане.

Седмо. Изследване на възможността за конструиране на парични агрегати, отразяващи действителното парично предлагане.

Осмо. Провеждане на емпирично изследване за разкриване на количествените характеристики на паричните агрегати и тяхното влияние върху ключови макроикономически променливи.

4. МЕТОДОЛОГИЯ НА ИЗСЛЕДВАНЕТО

Методологията, която се използва в дисертационния труд, включва методите на хронологичния анализ, методите на анализа и синтеза, метода на сравнителния анализ, методите на праксеологията, методите на индукцията и дедукцията, методите на графичния анализ, както и методите на количествения анализ на зависимости.

5. ИЗСЛЕДОВАТЕЛСКА ТЕЗА

Тезата, която се отстоява в дисертационния труд, е, че *класическите парични агрегати в условията на парични системи с необезпечени пари не представят коректно паричното предлагане, поради което съществува възможност за оптимизиране на точността на измерването му посредством паричен агрегат, отчитащ изцяло функцията на парите като окончателно платежно средство при всички възможни транзакции.*

6. ОГРАНИЧИТЕЛНИ УСЛОВИЯ

Основните **ограничителни условия**, при които се извършва дисертационното изследване, са свързани с наличието на подходящи данни за паричното предлагане, неговото измерване и оптимизиране начина на неговото представяне. Ето защо изследването се концентрира само върху паричното предлагане в икономиката на САЩ, за което има точни, сигурни и надеждни данни, позволяващи правилното методологическо тестване и проиграване на теориите, концепциите и измерителите, разглеждани в дисертационния труд.

7. ПРАКТИЧЕСКА ПРИЛОЖИМОСТ

Дисертационният труд има три основни направления на неговата практическа приложимост, както следва:

Първо. Достиженията на дисертационния труд дават възможност на централните банки да разграничат ефективно стандартните пари и паричните заместители от кредитните парични инструменти. Това може да се използва при качествено оптимизиране на управлението на паричното предлагане, което ще резултира в подобряване на ефективността и ефикасността на провежданата парична политика.

Второ. Основните резултати от дисертационната разработка позволяват приоритизиране на функцията на паричните агрегати като основен инструмент в анализа и прогнозите за икономико-финансовата конюнктура от страна на централните банки.

Трето. Приносните моменти на дисертацията дават възможност за по-пълно и прозрачно статистическо измерване на паричните компоненти и тяхното интерпретиране от страна на централните банки и по този начин вземане на адекватни управленски решения.

II. СТРУКТУРА И СЪДЪРЖАНИЕ НА ДИСЕРТАЦИОННИЯ ТРУД

Дисертационният труд е разработен при спазване на изискванията на чл. 27, ал. 2 от Правилника за прилагане на Закона за развитие на академичния състав в Република България. Той има общ обем от 198 стандартни страници и в структурно отношение включва:

Първо. Въведение от 7 стандартни страници.

Второ. Основен текст, съставен от три глави с общ обем от 175 стандартни страници.

Трето. Заключение с обем от 5 стандартни страници.

Четвърто. Списък от 104 използвани литературни и интернет източници, от които 64 са литературни източници и 40 интернет източници, като от всички източници 92 са на английски език, а 12 са на български език.

Пето. Декларация за оригиналност съгласно чл. 68 ал. 2 от Правилника за развитието на академичния състав в СА „Д. А. Ценов“

Във въведението на дисертационната разработка се очертават основните аспекти на нейната актуалност и се дефинират нейните основни научни реквизити – обект, предмет, цел, задачи, теза, методология и ограничителни условия. Първата глава на дисертационното изследване проследява историческото развитие, ролята и функциите на парите. В нея се прави и характеристика на паричните заместители. Във втората глава на дисертационния труд фокусът на разработката се насочва към историческите етапи и еволюционното развитие на паричните системи, както и към анализа на теоретичните концепции за същността, функциите и управлението на паричното предлагане. Третата глава на дисертацията представя методологическите аспекти при оптимизиране управлението на паричното предлагане чрез конструирането и обосноваването на паричен агрегат, отразяващ действителното парично предлагане. В главата се прави

теоретичен и емпиричен сравнителен анализ между този паричен агрегат и официалните класически парични агрегати М1 и М2, публикувани от Федералния резерв на САЩ. На свой ред заключението на разработката обобщава основните резултати от нейното реализиране и най-важните изводи от проведеното изследване. В конкретен план съдържането на дисертацията включва следните основни части:

ВЪВЕДЕНИЕ

ГЛАВА ПЪРВА

ПАРИТЕ КАТО ИКОНОМИЧЕСКИ ФЕНОМЕН – ВЪЗНИКВАНЕ, ЕВОЛЮЦИЯ И РОЛЯ В СТОПАНСКИТЕ ПРОЦЕСИ

1. Хронологичен анализ на развитието на парите като всеобщ еквивалент
2. Методологически характеристики на регресионната теорема на Лудвиг фон Мизес
3. Икономическа и финансова дефиниция на паричните функции
4. Типология на парите и икономически характеристики на паричните заместители

ГЛАВА ВТОРА

ЕВОЛЮЦИОННИ И ТЕОРЕТИЧНИ АСПЕКТИ НА ПАРИЧНИТЕ СИСТЕМИ

1. Еволюционна характеристика на паричните системи от класическия златен стандарт до системата от Бретън Уудс
2. Финансови и исторически характеристики на паричните системи в условията на необезпечени пари
3. Анализ на традиционните концепции за изчисляването и управлението на паричните агрегати

ГЛАВА ТРЕТА

ОПТИМИЗИРАНЕ УПРАВЛЕНИЕТО НА ПАРИЧНИТЕ АГРЕГАТИ – ТЕОРЕТИЧНИ И ЕМПИРИЧНИ АСПЕКТИ

1. Методологическа оптимизация на технологията за измерване на паричното предлагане
2. Подобряване на измерването на паричното предлагане чрез монетарен агрегат, отразяващ действителното предлагане на пари
3. Емпиричен анализ на влиянието на паричното предлагане върху основни макроикономически индикатори

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

ИЗПОЛЗВАНИ ЛИТЕРАТУРНИ И ИНТЕРНЕТ ИЗТОЧНИЦИ

ДЕКЛАРАЦИЯ ЗА ОРИГИНАЛНОСТ

III. КРАТКО ИЗЛОЖЕНИЕ НА ДИСЕРТАЦИОННИЯ ТРУД

ВЪВЕДЕНИЕ

Въведението на дисертацията очертава и обосновава ключовите тематични направления, които се развиват в нейното изложение. Последователно се дава яснота за актуалността и добавената стойност на разглежданияте в разработката теоретични и емпирични постановки. Формулират се обектът, предметът, основните цели и задачи на дисертационния труд. Дефинират се защитаваната теза, основните ограничителни условия и прилаганата методология в изследването. Описва се структурата и съдържанието на отделните части в дисертацията.

ГЛАВА ПЪРВА

ПАРИТЕ КАТО ИКОНОМИЧЕСКИ ФЕНОМЕН – ВЪЗНИКВАНЕ, ЕВОЛЮЦИЯ И РОЛЯ В СТОПАНСКИТЕ ПРОЦЕСИ

В първата част на дисертационното изследване се проследява историческото развитие, ролята и функциите на парите като икономически феномен. На база на направения анализ се изяснява, че развитието на икономическите взаимоотношения, през призмата на търговията, може да се раздели на три периода. Първият е натуралното стопанство, в който производството се е осъществявало на ниво домакинства, където всяко семейство произвежда нужните стоки и услуги за своя живот. В подобен тип стопанство липсва каквато и да било размяна, засягаща икономически субекти, които не са роднини или близки съседи. В подобно стопанство появата на икономическо благо, което да притежава разменна функция, е невъзможна. Златни или сребърни монети няма да са необходими, по простата причина, че те нито могат да се консумират, нито да бъдат използвани в процеса на произвеждане на нужните блага.

Естественият път на развитие на човешките взаимоотношения отвежда икономическите процеси до директната размяна или т.нар. бартерната икономика. Тоест започва да се осъществява търговия без наличието на пари. Част от произвежданата стока от едни икономически агенти се разменя за част от произвежданата стока на други икономически субекти, като по-този начин и двете страни получават по-голямо удовлетворение в сравнение с времето преди размяната. Това води до разширяване на спектъра от стоки и услуги за потребление. Постепенно бартерната търговия става все по-търсен начин за задоволяване нуждите на хората.

Изследването изяснява, че бартерната търговия се сблъсква с два проблема, които са много трудни за преодоляване. Първият проблем е свързан с неделимостта, която е била често срещано препятствие в опитите да се осъществи директна размяна. Вторият проблем пред бартерната размяна е още по-труден за разрешаване. Така дори да се приеме, че в даден случай неделимостта не е проблематична при възможна размяна, може да е налице пълната липса на съвпадение на потребностите и желанията на двете страни, участващи в размяната.

Дисертационната разработка показва, че решението на двата основни проблема при бартерната търговия се формира при осъзнаването от страна на икономическите агенти на възможността за индиректна размяна. Това ново стъпало за подобряване на ефективността и ефикасността при търговските практики представлява опосредстването на размяната чрез широко прието разменно средство. Първи анализ на процеса на преминаване от бартерна към индиректна размяна прави Аристотел в трактата „Политика“. Според него директната размяна не е част от процеса на създаване на пари. За него процесът по създаване на пари е напълно естествен и е необходим за задоволяване на потребностите на всички потребители. По-сложната форма на размяна се е развила върху фундамента на по-опростена форма. В ситуация, в която жителите на една държава стават все по-зависими от тези на друга – внасят дефицитни стоки

и изнасят тези, от които имат сериозен излишък, парите неизбежно влизат в употреба (Аристотел, 4-ти век пр.н.е). На свой ред британският икономист и философ Адам Смит пише в своя най-известен труд „Богатството на народите“, че е от съществено значение, дали една стока е трайна, лесно преносима и хомогенна, за да има потенциал да се превърне в разменно средство. Смит пояснява качествено обособяване на стоковите пари. Металческите пари могат да се съхраняват с относително по-ниски разходи в сравнение, с която и да е друга стока. Те са оскъдни и изключително трайни, което благоприятства подобряването на ефективността в търговските взаимоотношения. Стоковите пари първо да бъдат разделени на произволен брой части, после отново да се слепят в хомогенно цяло, качествена характеристика, която не се притежава от други по вид трайни и оскъдни стоки (Смит, 1776, стр. 26).

Изяснява се, че в процеса на развитие на търговията хората постепенно осъзнават, че индиректната размяна носи подобряване на общото благосъстояние на участниците в процеса. Така парите придобиват все по-голямо значение в икономиката, а някои стоки с по-добри характеристики започват да придобиват все по-универсален статут, измествайки влиянието на други. Тоест първоначално хората са принудени да използват и екстравагантни стоки, за да опосредстват индиректната размяна, но естественото търсене на удобство и сигурност води до отсяване на много по-малко количество стоки, които да опосредстват размяната. Процесът по стесняване на спектъра от използвани стоки се обуславя и от ефективността на търговията, която е много по-висока при наличието на по-малко на брой алтернативни средства за размяна. Разработката показва, че в този исторически период металите и най-вече благородните такива най-пълно са покривали качествените изисквания за изпълняване на функцията разменно средство. Въпреки това обаче не е имало достатъчни количества от тях за широката им употреба като разменно средство.

Дисертационният труд излага становището, че няма място по света, където благородните метали да не са били в основата на по-организираните парични отношения. Показва се, че още преди повече от 6000 години златото и среброто са привличали хората с красота и ограниченост в предлагането. Златни съкровища от древната тракийска цивилизация са открити още от 4000 г. пр. н.е. в гробница в град Варна. Те са ограничени ресурси, но в сравнение с много други метали са относително по-лесни за извличане и преработка. Дисертацията излага становището, че благородните метали са и равномерно разпределени от географска гледна точка и са били налице различни проявления в използването им – от накити, украшения и архитектурна декорация, през индустриални цели, до употреба като широко прието разменно средство. Именно на тази основа благородните метали са доминирали в процеса на размяната пред всички останали алтернативни стоки, в това число и другите видове метали. Ето защо фокусът в разменните отношения се поставя върху среброто и златото, които придобиват универсален разменен статут за изключително дълъг период, като дори днес златото и среброто могат да изпълняват функцията на паричен заместител.

Анализът показва, че с течение на времето директната употреба на златото и среброто започва все повече да доминира в процеса на размяната. Тези метали представляват стоки, които са делими на изключително малки части. В същото време могат с цената на много ниска загуба на тегло или стойност да се претопят отново в едно цяло. Хомогенността им позволява, всяка разделена част да носи еднаква стойност за единица тегло. Ето защо според френския икономист Жан-Батист Сей благородните метали имат характеристиката да поддържат еднакво качество по целия свят. Златото не се различава по този критерий, независимо дали е дошло от мините в Европа, Америка или от пясъците на Африка. Времето, климатът и влажността нямат силата да изменят качеството: относителното тегло на

всяка конкретна единица злато определя едновременно относителното ѝ качество и стойност за всяка друга единица (Say, 1821, p. 222).

В момента, когато дадена стока стане разменно средство за повечето търговски операции, тогава тази стока се превръща в пари. По този начин парите навлизат на свободния пазар, тъй като пазарните участници започват да избират все по-подходящи стоки като средство за размяна. Естественният процес на качествен избор води до канализирането на все по-малко на брой стоки и увеличава доверието към благородните метали, в частност златото и среброто.

Изложението на дисертационния труд показва, че един от важните моменти в процеса на разбиране същността на парите като икономически феномен е разработването на регресионната теорема на Лудвиг фон Мизес. Чрез нея Мизес интегрира в паричната теория концепцията за пределната полезност, обяснява компонентите на стойността на парите и проследява зараждането и развитието на разменната стойност на средството за размяна. Според австрийския икономист стойността на универсалното средство за размяна, каквото са парите, има два компонента. Първият компонент е директната стойност, а вторият – разменната стойност. Мизес защитава тезата, че търсенето на стоки, които започват да се използват като разменното средство е съставено от два отделни компонента. Единият е търсенето на определената стока за директна употреба, другата е търсенето за индиректна употреба. Друга идентична по семантика дефиниция на търсенето на благородните метали е тяхното приложение за индустриална и монетарна, тоест парична употреба. Разменната стойност на средството за размяна е резултат от натрупващия се ефект от двата типа търсене (Mises, 1949, p. 405).

Чрез посочената дефиниция Мизес представя факта, че търсенето на една стока, която се използва за ежедневни потребителски нужди, има определена първична употреба. В момента, в който тази стока започне да се използва за разменно средство, тя генерира и допълнителна вторична упот-

реба. Общата употреба на тази стока вече е сборът от първичната и вторичната употреба. Мизес обяснява, че сумата от стоките, които може да придобием в замяна на универсалното средство за размяна представлява неговата цена. Следователно цената на средството за размяна се изразява в различно количество и вид стоки и услуги и отчасти се определя от търсенето на тези, които искат да го придобият именно поради неговата разменна функция. Ако в даден момент хората спрат да използват тази стока като средство за размяна, тя ще загуби своето монетарно търсене, т.е. своята разменна стойност и съответно ще понижи своята цена. Със своята регресионна теорема Мизес успява да интегрира теорията за пределната полезност при паричното търсене. Той достига до изводите, че парите не се различават от останалите стоки по линия на намаляващата пределна полезност. Парите се оценяват субективно през призмата на други стоки и услуги с помощта на обективните пазарни цени, които вече съществуват. Основата на регресионната теорема е използването на обективната разменна стойност вчера за извеждане на субективната разменна стойност на парите днес. Мизес споделя, че директната употреба на дадена стока има фундаментално значение в паричната теория. Според него средството за размяна е немислимо, без то да има икономическо минало. Тоест нищо не може да придобие разменната парична функция, ако по-рано вече не е съществувало като икономическо благо, на което хората са определили разменна стойност, много преди то да започне да се търси и като разменно средство (Mises, 1949, p. 423).

Изяснява се, че в процеса на зараждането на разменната стойност се достига до ситуация, при която степента на търсенето за разменно средство, генерирана от изпълняването на функцията разменно средство, зависи от разменната му стойност. Мнозина икономисти смятат, че подобна теза поражда неразрешими икономически проблеми и няма смисъл, разсъжденията да продължават. Тяхната основна критика е свързана с оспорване на възможността да се обяснява покупателната сила на парите чрез

търсенето на пари и в същото време търсенето на пари чрез покупателната сила на парите. Според Мизес обаче проблемът е само привиден, защото се корени в приемане на определянето на покупателната сила за непосредственото бъдеще, тоест към предстоящия момент. Преодоляване на този проблемен момент в теоретичното обяснение на процеса става чрез разглеждането на покупателната сила през непосредственото минало, тоест във вече отминалия момент (Mises, 1949, p. 405).

В изложението на дисертационния труд се посочва, че теоремата на Мизес проследява зараждането и развитието на разменната стойност на средството за размяна на база неговата същностна и специфична разменна функция. На тази база Регресионната теорема показва как средството за размяна възниква на база взаимодействието между основните икономически правила, валидни за всички икономически явления. По този начин Мизес оборва твърдението, че парите са възникнали в произволен момент и място в миналото.

Дисертационното изследване посочва, че регресионната теорема на Мизес се изгражда на база праксеологичната дедукция и включва два основни елемента. От една страна, тя дава обяснение на парите през призмата на пределната полезност, но от друга страна, тя обяснява същността и генезиса на парите чрез връщането до момента, в който не са съществували пари в парично изражение. Вторият елемент на теоремата включва развитието на парите от бартерната икономика към паричните отношения. На този фон ключов момент в осъзнаване на идеите на Мизес за парите е, че неговата регресионна теорема не се отнася до всички разменни средства, които някога са се появявали. Тя поставя нуждата от обективна ценова рамка за появата на всяко едно разменно средство. При напълно свободен избор и тогавашните конюнктурни обстоятелства е неизбежно връщане към бартерната търговия. Това от своя страна съвсем логично поставя нуждата от директна употреба и ценови механизъм, върху които да се създаде паричната стойност.

Съществуването на някакъв вид ценова структура е нужно за решението на икономическите субекти да ползват дадена стока за пари. Без наличието на ценови ориентир не е възможно естественото появяване на разменно средство, което да се използва широко в икономическите отношения. Като наука за човешкото действие праксеологията няма никакво отношение към процеса по преминаване на една стока в пари. Регресионната теорема не разглежда въпросите, защо нови валути се появяват в обращение и какви са причините за доверието към тях.

Трябва да се отбележи, че историческият контекст оказва своето голямо влияние върху фундаментите на регресионната теорема. Мизес има ясна отправна точка, която поставя стоките в центъра на паричната теория. В една напълно пазарна среда са напълно възможни дисбаланси в оценяването на ценовите нива на дадена стока. Подобен процес ще доведе до изкривяване на търсенето и предлагането на тази стока, което от своя страна рано или късно ще доведе до постепенно или по-рязко коригиране на цената. Ако по някаква причина се направи опит за промени на средните нива на цените на стоките в обстоятелствата на стоковия пазар, няма фактор, който може да генерира подобно движение (Mises, 1912, p. 128).

В исторически план икономическите школи предлагат различни теоретични концепции по отношение на функциите на парите – кои от тях са първостепенни, кои второстепенни и по какъв начин влияят върху структурирането на паричното предлагане. В основни линии може се отличат три фундаментални функции, които изграждат отговора на проблема за същността на парите като икономическо явление. Това са функциите универсално средство за размяна, средство за запазване на стойността и разчетна единица.

Икономическите функции „средство за размяна“ и „универсално средство за размяна“ имат фундаментална разлика. Именно тази разлика показва коя стока е просто стока и коя стока може да бъде пари. Ето защо, ако не се изведе подобна характеристика на парите, много на брой стоки

ще влязат в дефиницията пари. Според Карл Менгер парите са универсално средство за размяна (Menger, 1892, p. 11), което означава, че трябва да се приемат от всички икономически субекти. Подобни идеи са широко промотирани и от Джон Мейнард Кейнс, както и от други съвременни икономисти. Въпреки различните обстоятелства при разсъжденията на Менгер и Кейнс, реалното прилагане на общи пари за абсолютно всички не е възможно в условията на пазарна икономика и различни национални държави.

В своите трудове Лудвиг фон Мизес излиза от ограничението, че всички субекти трябва да приемат дадено разменно средство, за да може, то да се дефинира като пари. Той ясно посочва, че парите са разменно средство, което е с общоприета и широка употреба (Mises, 1949, p. 398). Мизес показва и че няма теоретична необходимост, абсолютно всички икономически субекти да използват едно разменно средство, за да може, то да удовлетвори в цялост дефиницията за универсалност и съответно да изпълни условията за парична единица. Ето защо широката му употреба е достатъчно условие, въпреки липсата на конкретни количествени параметри.

На свой ред универсалният статут на парите се извежда от необходимостта, те да се дефинират като ефективни в дългосрочен план стоки, служещи за опосредстване на размяната. Обособяването на този статут се крие в пряката връзка между тяхната широка употреба, от една страна, и с функциите на парите като средство за съхранение на стойността и разчетна единица, от друга страна. Тогава, когато дадено средство за размяна придобие функциите средство за съхранение на стойността и единица за разчет, тогава то може, по естествен път да започне да се използва масово и постоянно.

Дисертационният труд представя становището, че първостепенната функция на парите е разменната. Функциите средство за съхраняване на стойността и единица за разчет обаче имат своето важно място и влияние

върху процеса по създаването и функционирането на парите. Тези функции са второстепенни, защото са възникнали след появата на функцията „средство за размяна“, но са ключов елемент за придобиване на универсален статут на разменните средства.

След представянето на произхода, същността и функциите на парите, както и някои от важните теоретични казуси в паричната теория, в първата част на дисертационния труд се прави опит за извършване на генерална класификация на парите на база тяхната същност и форма. На база на нея се обособяват три основни групи пари – натурални пари, непазарно наложени пари и стоково необезпечените пари.

Първата група пари са натуралните пари или парите, които са придобили статут на универсално средство за размяна по изцяло пазарен път. Те са създадени без никаква държавна намеса, а изцяло на база върховенството на правото на частна собственост. Основните типове натурални пари са стоковите пари, паричните сертификати и кредитните пари.

Втората основна група пари са непазарно наложените средства за размяна, които са придобили своя универсален статут на употреба на база принуда и незачитане правата на частна собственост. Основният пример за такъв тип пари са фидуциарните пари, които са парични заместители, но извън групата на натуралните пари. Причината за това е свързана с техния произход и влияние върху паричното предлагане. Фидуциарните пари се създават чрез банковата система и механизма на банкирането с частични резерви. Те не са неутрални към паричното предлагане, каквато характеристика имат стоковите пари до 1971 г. и базовите пари в паричната система след това. Създаването на фидуциарните пари води до повишаване на общото парично предлагане.

Третата основна група пари са необезпечените пари, които са институционално наложени без наличие на стоково покритие. В балансовите активи на централните банки има определени количества монетарно злато и други инструменти в монетарно злато, но те нямат пряка връзка с възмож-

ността за увеличаване на паричната база. Необезпечените пари съществуват благодарение на установеното от държавата задължение за тяхното ползване и могат да се нарекат изцяло държавно контролирани пари. Те са преминали през статута на парични заместители, след което са наложени с декрет за законно платежно средство. Този тип пари са заместители на базовите пари и дълго време са ползвани като универсално платежно средство, което опосредства международната търговията и се използва във финансовата система.

През 70-те години на 20-и век паричната система изпитва огромно напрежение. Тогава използваните парични заместители губят сериозна част от доверието на гражданите. Издателят им вече няма задължението да ги конвертира в базови пари. Издадените парични разписки представляват искове към банката–издател, която няма нито достатъчно ресурс, нито желание да изпълни своите стари задължения. Наложеният им статут на парични заместители позволява времеви буфер за изчакване и осъзнаване на бъдещите промени от техните притежатели. Реално тези разменни средства приемат функциите на кредитни пари, които в тази нова конюнктура се разменят с определен отбив от разменната си стойност.

На основата на изложеното може да се заключи, че теоретичната рамка и емпиричните данни показват, че необезпечените пари не могат да се появят по естествен път. Нещо повече, икономистът Гидо Хюлсман заявява, че всъщност необезпечените пари могат да предложат само и единствено парични услуги. При стоковите пари услугите са два типа – парични и стокови. Следователно цената на необезпечените пари може да се срина до нула, докато при стоковите пари тя ще остане положителна при съществуването на дори малка възможност за директна употреба. Това означава, че необезпечените пари носят риск от последователно и пълно унищожаване на стойността (Hülsmann, 2008, p. 31).

ГЛАВА ВТОРА

ЕВОЛЮЦИОННИ И ТЕОРЕТИЧНИ АСПЕКТИ НА ПАРИЧНИТЕ СИСТЕМИ

Във втората част от дисертационния труд се разглеждат концепциите, свързани с управлението на паричното предлагане. Проследяват се етапите в развитието на световната парична система от класическия златен стандарт до днешната парична система с необезпечени пари. Анализират се и класическите подходи за измерване на паричното предлагане.

В дисертационната разработка се посочва, че еволюцията на световните парични системи може да бъде разделена на няколко основни етапа. Първият е този на класическия златен стандарт, през който са съществували стоковите пари. Това е период на силно ограничена динамика в паричното предлагане, следователно и висока стабилност на парите. Вторият етап протича в рамките на Първата световна война и може да бъде характеризиран като етапа, в който класическият златен стандарт е временно отменен. Разменният златен стандарт като нов етап в развитието на световните парични системи започва след Първата световна война. Той продължава до 1931 г., от която започва етапът на плаващите валутни курсове. Икономическа еволюция на този етап представлява установената през 1944 г. в Бретън Уудс нова световна парична система. При нея водеща роля имат САЩ и щатският долар. Тази система действа до периода 1971–1973 г., когато конвертируемостта на щатския долар в злато напълно се премахва.

Класическият златен стандарт съществува в периода между 1815 и 1914 г., макар че повече държави започват да поддържат златен стандарт едва от началото на 70-те години на 19-и век. Тази парична система представлява обезпечаване на икономическите дейности, като търговия, потребление, спестяване със злато. Паричното предлагане е еквивалентно на предлагането на обработено злато за разменни цели. В тези условия един

щатски долар е фиксиран на курс от 1/20 от унция злато или 20 долара са равни на една унция злато. При британския паунд съотношението е близо 1/4 от унцията. Това означава, че практическите обменни курсове между различните национални валути са фиксирани, не защото те са произволно контролирани от правителството, а по същия начин, по който теглото на един паунд е равен на шестнайсет унции (Rothbard, 1963, p. 89).

Дисертационното изследване посочва, че силният ръст на международната търговия, който се наблюдава в периода на класическия златен стандарт, не е в резултат от наличието на универсални международни пари. Причината за него е стабилността на самите златни пари и тяхното ограничено предлагане. По този начин паричното предлагане има стабилна котва и ограничава правителството да използва обезценяването на парите като основен метод за финансиране на прекомерните си бюджетни дефицити. Ето защо, централно място в организиране на подобен паричен стандарт има стоковата основа на паричната система и използването на силно ограничена стока, а не идеята за единна наднационална парична единица.

Огромно отражение върху банковата система и икономиката на САЩ оказва започналата през август 1914 г. в Европа Първа световна война. Нейното начало предизвиква краткотраен шок върху финансовата система и изтичане на злато извън пределите на САЩ, но американският износ започва да се увеличава само в рамките на няколко месеца и златото отново започва да се завръща в трезорите на американските банки. В резултат на това постепенно паричното предлагане се увеличава, което води до напълно логичен ръст на цените на крайните стоки и услуги.

Стартът на Първата световна война е моментът, в който класическият златен стандарт започва съществено да губи своята изначална концепция. Причините за промяната в световния паричен ред са невъзможността и нежеланието на правителствата да спазват предварително поетите ангажименти за златно покритие на паричните

заместители. Това се дължи на факта, че войната дава повод за рязко увеличаване на паричното предлагане много отвъд съотношенията и задълженията на правителствата за златно обезпечение на парите.

Основен резултат от военните действия и финансовия хаос в Европа по време на Първата световна война е осезаемото увеличение на влиянието на американския долар в рамките на глобалната финансова сцена. Огромните военни разходи принуждават враждуващите държави, постепенно да се откажат от златния стандарт, което води до това, че техните национални валути вече не могат да се конвертират в злато. От друга страна, връзката на долара със златото се запазва. Ето защо в обстановка, където британският паунд и другите европейски валути са подложени на натиск, финансовият свят и бизнесът по света се обръщат към щатския долар като предпочитано средство за размяна.

В следвоенните условия паричните системи на много европейски държави са неустойчиви. Такава е и тази на Великобритания. Това принуждава британските власти да предприемат стъпки за връщане към стабилните международни пари, тоест към златния стандарт. Подобни процеси протичат и в други държави най-вече от Европа. Така през 20-те години на 20-и век много страни правят опит да се върнат към годините на златния стандарт от преди войната чрез въвеждането на модифициран златен стандарт, обозначен като златно-разменен стандарт. Може да се каже, че той стартира през 1926 г. след почти едновременното му приемане от всички държави. При този златно-разменен паричен стандарт централните банки много по-лесно могат да увеличават паричното предлагане и да генерират инфлация в сравнение с класическия златен стандарт. В новите условия само САЩ остават с ангажимента за задължителна обмяна на долари в злато при поискване.

Друго събитие, което маркира значима промяна в световната парична система, е Втората световна война. В нейния край през юли 1944 г. в Бретън Уудс, щата Ню Хемпшир, се провежда международна конфере-

ренция, която очертава новите важни промени в световната парична система. Новата парична система представлява модифициран вариант на златно-разменния стандарт. В нея обаче могат да се открият две съществени разлики с него. Едната е свързана с това, че вместо две водещи валути в лицето на американския долар и британския паунд в новата система подобен водещ статут има само щатският долар. Така при разменно отношение от 35 долара за унция злато американският долар заема еднолична позиция като валута на валутите. Тоест щатският долар става господстваща валута в света. Другата съществена разлика на системата от Бретън Уудс е тази от 20-те години на 20-и век е невъзможността за притежание на злато от страна на гражданите.

Важна последица от конференцията в Бретън Уудс е, че делегатите в нея постигат съгласие и за създаването на две нови финансови институции – Международният валутен фонд (МВФ) и Международната банка за възстановяване и развитие, която сега е известна под името Световна банка. Според основополагащите го документи МВФ има за цел: "Да се насърчава международното парично сътрудничество чрез постоянно работеща институция, която предоставя механизми за консултации и подкрепа по възникнали международни парични проблеми." (Ramlogan & Fritz-Krockow, 2007, pp. 1-4). Всички страни, одобрили създаването на Международния валутен фонд, участват в неговото финансиране чрез валутни квоти на разположение за предоставяне на заеми към страни-членки, изпаднали във временни затруднения по линия на платежния баланс.

Дисертационното изследване посочва, че извън обсъдените клаузи в официалния си учредителен договор от 1944 г. МВФ създава през 1970 г. своя собствена валута, наречена специални права на тираж (СПТ). Тя е популярна в сферата на международните финанси с англоезичното съкращение SDR, произтичащо от наименованието на валутата на английски, а именно Special Drawing Rights. Емитирането на специалните права за ти-

раж се осъществява без изисквания за обезпечение с аргумента, че повишаването на международната ликвидност може да се окаже недостатъчно спрямо макроикономическата активност. Доводите за това се базират на вижданията на Джон Кейнс, които са формирани на база възможните негативните ефекти от недостига на пари и нуждата от засилени държавни и институционални интервенции в сферата на икономиката.

В изложението на дисертационния труд се изтъква, че в периода 1968–1971 г. паричната система от Бретън Уудс не може да функционира устойчиво. Това до голяма степен произтича от факта, че на свободните пазари в Лондон и Цюрих продажбите на американски долари срещу злато се увеличават непрекъснато. Поддържането на разменния курс от 35 долара за унция злато е непосилен за държавите. Постепенно валутните пазари все по-ясно започват да показват, че доларът е силно обезценен. Това от своя страна още повече ускорява разпродажбите на долари в Европа. Натискът върху долара се генерира както на институционално ниво, така и по линия на физическите лица. Така натрупаните дисбаланси в световната валутна система водят до едно от повратните събития в съвременната паричната история. То се случва на 15 август 1971 г., когато американският президент Ричард Никсън затваря т.нар. златен прозорец и окончателно преустановява съществуването на законово регламентирана златна конвертируемост между необезпечените парични заместители и златото. По-късно вследствие на сключеното на 18 декември 1971 г. Смитсъново споразумение (Smithsonian Agreement) от финансовите министри на десетте най-развити страни в света, златното съдържание на американския долар се намалява за първи път от 1934 г. То се редуцира от 35 долара на 38 долара за унция злато. Другите национални валути са ревалоризирани в различна степен спрямо американския долар. От този момент нататък световната парична система започва да функционира единствено при използването на необезпечени пари.

В тази нова ситуация на използване на необезпечени пари в световната финансова система най-голямо предизвикателство става дефинирането и изчисляването на паричното предлагане. Този процес е важен, защото адекватното управление на паричното предлагане има ключова роля за стабилността на финансово-икономическата система. Това поражда нуждата, централните банки да имат на разположение теоретично обосновани и коректно изчислени парични агрегати, за да могат ефективно да изпълняват основния мандат на своята политика, а именно поддържането на ценовата стабилност. През 40-те години на миналия век Федералният резерв започва да публикува нивата на наличните пари, извън парично-финансовите институции, безсрочните разплащателни сметки и срочните депозити. След окончателното преустановяване на златния стандарт и паричната система от Бретан Уудс през 1971 г. Федералният резерв представя на обществеността паричните агрегати M1, M2 и M3, които могат да бъдат определени и като класически парични агрегати.

В самото начало паричният агрегат M1 се състои от наличните пари, извън парично-финансовите институции, и депозитите при поискване в търговските банки, които представляват безсрочни разплащателни сметки без лихвени плащания. С течение на времето обаче иновациите в банкирането и финансовите процеси размиват разликите между търговските банки и спестовните институции. Така методът за класификация на паричните измерители се измества към друга основа. Тя се базира на степента на ликвидност и на разграничението между сметките на вложителите с по-малки суми и тези с по-сериозни по обем парични средства.

От края на 80-те години на 20-и век по света и особено в САЩ започва да се формира предпочитание към лихвената политика като основен инструмент в управлението на паричните процеси. Причината за това е свързана с течащите процеси по дерегулиране на много водещи световни икономики. Двата процеса внасят сериозни смущения в дефинирането и измерването на паричното предлагане. По този начин се нарушава стабил-

ността на връзката между конвенционалния и най-тесен паричен агрегат М1 и икономическата активност (Аврамов & Попов, 2003, р. 231). Така М1 започва да има все по-малка описателна способност по отношение на икономическите процеси.

Постепенно се пораждаат съмнения за устойчивата връзка между М2 и индикаторите за икономически растеж. Началото на 90-те години се характеризира с най-ниските от няколко десетилетия стойности на лихвените проценти и дисконтовите норми. Това е стимул, много спестявания да се преместят от спестовните и срочните депозити, които са част от агрегата М2, във взаимни фондове и облигации, които не са включени в нито един от измерителите на паричното предлагане. Въпреки това председателят на Федералния резерв Алън Грийнспан отбеляза през 2008 г., че макар и в по-ниска степен М2 запазва своя статут на водещ индикатор на финансовите процеси в американската икономика (Federal Reserve Bank of New York, 2008).

В навечерието на 21-и век Федералният резерв публично анонсира (Federal Reserve Bank of New York, 2008), че вече не смята динамиката в паричното предлагане в САЩ като основен индикатор, който да аргументира решенията и прогнозите в областта на паричната политика. Така след решение на Председателския борд на директорите на Федералния резерв от 23 март 2006 г. (Federal Reserve Bank of New York, 2008) се преустанови публикуването на паричния агрегат М3. По този начин днес основните парични агрегати, които се публикуват, анализират и използват от Федералния резерв на САЩ, са М1 и М2. По дефиниция те отразяват различната степен на ликвидност или разходност, притежавана от различните парични форми. Тесният агрегат М1 е ограничен до най-ликвидните форми на пари. Той се състои от наличните пари, извън парично-финансовите институции; небанковите пътнически чекове; депозитите при поискване и другите безсрочни разплащателни сметки. Наличните пари заедно с паричните резерви формират т.нар. парична база. Тя има фундаментално значение за

управлението на парите. Резервите представляват депозити, държани от банки и други депозитарни институции по техните сметки във Федералния резерв. От друга страна, M2 включва в себе си M1, плюс спестовните депозитни сметки, срочните депозити под 100 000 долара и фондове на паричния пазар за физически лица. Това прави агрегата много по-широк и голям като обем в сравнение с M1. Именно поради тази причина Федералният резерв, а и много икономически анализатори избират да следят и използват него, а не M1.

Интересен момент в развитието на агрегатите M1 и M2 е настъпилата през месец май 2020 г. промяна в методологията на тяхното изчисляване. Тогава Федералният резерв на САЩ прехвърля в състава на M1 спестовните депозити, включително депозитните сметки на паричния пазар, известни със съкращението MMDA, в търговските банки и спестовните институции. До този момент тези елементи са част от по-широкия агрегат M2. Описаната промяна води до много силно повишаване стойностите на M1 и създава сериозни затруднения в използването на M1 за исторически съпоставки и количествени анализи, включително и корелационни такива с други парични агрегати или икономически променливи.

Представената информация за основните използвани парични агрегати при формирането на паричната политика в САЩ и тяхното историческо развитие свидетелства за наличието на сериозни недостатъци в подхода, по който централната банка на САЩ управлява предлагането на пари. Монетарният анализ на описаните парични агрегати показва още, че те като цяло страдат от методологически пропуски, произтичащи от факта, че съдържат компоненти, които не представляват окончателно платежно средство при всички възможни трансакции в икономиката и не са конвертируеми в налични пари по номинална стойност. При точно дефиниране на стандартни пари и парични заместители всеки паричен агрегат, който включва по правилен начин различните им части, би бил методологически коректен и емпирично точен. Стандартните пари като финансов обект са

лесни за идентифициране, калкулиране и, разбира се, включване в измерване на паричното предлагане. Това е така, защото стандартните пари представляват единствено наличните пари, които се намират извън парично-финансовите институции.

Голямото предизвикателство при точното измерване на паричното предлагане идва по линия на паричните заместители. Причината за това е, че паричните заместители имат сложна природа и на практика представляват съвкупност от различни елементи. Ето защо паричните заместители трябва да бъдат адекватно разбрани и ефективно включени в процеса по измерване на паричното предлагане. Това налага, всяка тяхна форма да бъде внимателно анализирана от гледна точка на теоретичното разбиране за същността на парите и паричните функции, за да се прецени дали тя трябва бъде или не трябва да бъде част от паричното предлагане. От друга страна, важен въпрос, изискващ отговор, е дали има финансови елементи, които не са включени в състава на двата основни парични агрегата M1 и M2. Тоест интерес представлява анализът на това, дали в сферата на паричното предлагане съществуват елементи, които Федералният резерв не взема предвид в своята парична методология, но които задължително трябва да бъдат отчетени при коректното представяне на паричното предлагане в САЩ. На тази база в дисертационният труд се излага становището, че такива компоненти могат да бъдат търсени в позициите, които централната банка на САЩ оповестява в категориите „допълнителни показатели“ и „други допълнителни показатели“. Така на база на това теоретично разбиране и чрез анализ на отделните парични компоненти става възможно да се изгради паричен агрегат, който да е надежден инструмент за управление на паричното предлагане и паричната система от страна на централните банки.

ГЛАВА ТРЕТА

ОПТИМИЗИРАНЕ УПРАВЛЕНИЕТО НА ПАРИЧНИТЕ АГРЕГАТИ – ТЕОРЕТИЧНИ И ЕМПИРИЧНИ АСПЕКТИ

Третата глава на дисертационния труд представя последователно възможностите за методологическа оптимизация на технологията по измерване на паричното предлагане, разработва се, обосновава се и се представя паричен агрегат, притежаващ структура, която му позволява да отразява действителното парично предлагане. По-нататък в изложението на последната глава на дисертационната разработка се прави сравнителен емпиричен анализ между влиянието на агрегата, отразяващ действителното парично предлагане, и агрегатите M1 и M2, публикувани от Федералния резерв на САЩ, върху шест макроикономически променливи, характеризирани американската икономика – потребителски цени, брутен вътрешен продукт, заетост, пазар на акции, пазар на недвижими имоти и баланс по текущата сметка.

В дисертационния труд се показва, че в рамките на паричната теория съществуват различни концепции за същността на парите и измерването на паричното предлагане. Установява се, че през годините различни икономически школи са правили опити за дефиниране на паричното предлагане, но нито една от тях не е извела ясна аргументация, която да интегрира теория и практика по изчисляване на паричните агрегати в едно. Нито Чикагската икономическа школа, която приема паричното предлагане като основната детерминанта на националния доход, нито неокейнсианството стигат до теоретично обоснована и ясна дефиниция за паричното предлагане. Нещо повече, монетаристите срещат огромни затруднения при управлението на паричното предлагане, именно защото също нямат теоретично обоснована концепция за неговото калкулиране.

При изчисляването на паричното предлагане от страна на Федералния резерв се включват парични компоненти, които не попадат в дефини-

цията за пари и парични заместители. От друга страна, съществуват парични инструменти, които би трябвало да са част от паричните агрегати, но не попадат в състава на агрегати като M1 и M2. Това носи голям риск от некоректно определяне на паричното предлагане и грешки при управлението на парите в обращение от страна на централните банки.

Разглеждането на основните компоненти на конвенционалните паричните агрегати в САЩ и ликвидните активи, които са част от паричното предлагане, дава възможност за съпоставка и анализ на това, кои от тях изпълняват дефиницията за пари и парични заместители, кои трябва да отпаднат и кои трябва да се отчитат при изграждането на монетарен агрегат, при който се отчита реалното предлагане на пари.

Наличните пари извън парично-финансовите институции може да се дефинират като стандартни пари в съвременната парична система на САЩ по образец и семантична идентичност със златните пари от времето на системата на стоковия стандарт. Те изпълняват функцията на окончателно средство за размяна на всички стоки и услуги или с други думи представляват универсално платежно средство. Това поставя наличните пари като основната съставна част в структурата на паричното предлагане.

Безсрочните разплащателни сметки, както безлихвените депозити до поискване, така и договорните безсрочни разплащателни сметки, известни със съкращението NOW, представляват искове към налични пари, които са конвертируеми по номинална стойност от вложителя или от трета страна, посочена от вложителя. Тези депозитни сметки се ползват от финансова защита чрез държавната депозитна гаранция. Федералната корпорация за гарантиране на влоговете в САЩ изпълнява тази функция за всички американски банки в случай на изпадане в несъстоятелност. Към 2020 г. тя гарантира депозити до 250 000 долара на вложител (Federal Deposit Insurance Corporation , 2020).

От икономическа гледна точка небанковите пътнически чекове представляват кредитно искане към инвестиционното портфолио на ком-

панията, която го издава. Салерно споделя, че пътническите чекове не са окончателно средство за разплащане, защото изплатените суми по получените чекове в крайна сметка се записват като задължение по депозитната сметка на AMEX или VISA. Ако компанията издател изпадне в неплатежоспособност, то притежателите на пътнически чекове ще са в позицията на кредитори, но без никакви държавни гаранции за изплащане на техните вземания (Salerno, 2010, p. 120).

Небанковите пътнически чекове не изпълняват нито един от двата основни принципа за парични заместители и логично не трябва да влизат в състава на паричен агрегат, отразяващ действителното парично предлагане. Спестовните депозити в търговските банки имат идентични характеристики с безсрочните разплащателни сметки. Те могат да се обменят в налични пари при поискване и размяната да се извършва по номинална стойност. Също така спестовните депозити попадат под държавна гаранция и следователно приемат статут на нискорисков паричен инструмент. Така на база на разгледаните аргументи в третата част на дисертационния труд се достига до становището, че наличните пари, безсрочните разплащателни сметки и спестовните депозити отговарят на теоретичната концепция за пари и парични заместители и могат да бъдат поставени в структурата на паричен агрегат, отразяващ действителното парично предлагане.

Депозитните сметки на паричния пазар, популярни със съкращението MMDA, представляват хибриден паричен инструмент между безсрочните разплащателни сметки и спестовните депозити. Те изискват обезпечаване до определена сума и са конвертируеми в налични пари при поискване. Това обосновава тяхното включване в концепцията за измерването на фактическото парично предлагане.

За разлика от депозитните сметки на паричния пазар фондовете на паричния пазар, известни в САЩ със съкращението MMMF, не покриват критериите за участие в състава на паричното предлагане. Процесът при

тяхното структуриране представлява депозиране на налични пари към инвестиционен фонд, който впоследствие ги инвестира в инструменти на паричния пазар. Съвкупността от активите се управлява от портфейлни мениджъри. Това е чиста форма на кредитна транзакция, която не води до промяна в количеството на паричното предлагане, а само до промяна на собствеността. Включването на инвестираните средства от фондовете на паричния пазар в структурата на паричното предлагане на практика ще доведе до двойно отчитане на едни и същи икономически ресурси, което не е желателно. От друга страна, фондовете на паричния пазар не притежават характеристиките на безсрочните разплащателни сметки, защото не служат за окончателно средство за разплащане и не са конвертируеми в налични пари по номинал.

Подобна на ситуацията с фондовете на паричния пазар е и ситуацията при кредитните карти. Последните не покриват условието за окончателно средство за разплащане, защото тяхното използване за покупка на стоки или услуги не освобождава дълговата позиция, създадена в текущата транзакция. Срочните депозити над 100 хил. долара, основно големите по размер депозитни сертификати, обозначавани в англоезичната финансова практика като CD, са финансови инструменти, които не могат да се изтеглят предсрочно, защото имат ясно установен падеж съгласно договор. По този начин депозитни сертификати не покриват изискването за конвертируемост в налични пари при поискване и по номинална стойност, което означава, че те трябва да се изключат от структурата на паричното предлагане.

По различен начин стои проблемът, свързан с решението, дали срочните депозити под 100 хил. долара трябва да намерят място в структурата на паричен показател, отразяващ действителното парично предлагане. Тук става въпрос за малките по размер депозитни сертификати до 100 хиляди долара. Те по правило имат много нисък рисков профил, защото са държавно гарантирани от Федералната корпорация за гарантиране на влого-

вете. Съществуват аргументирани становища и критики, че посочените характеристики, свързани с ниския риск, не са достатъчни за покриване на дефиницията за паричен заместител, защото при предсрочното погасяване на срочните депозити до 100 хиляди долара се дължат наказателни такси. Това от своя страна влиза в колизия с условието за конвертиране по номинал. Проблемът с невъзможността за конвертиране в налични пари по номинал обаче може да се преодолее чрез калкулиране на т.нар. обратно изкупуване, при което има изтегляне на вложените средства по текущи стойности. Сумата може да се изведе след приспадане на наказателните такси. В днешния почти изцяло дигитализиран и силно конкурентен финансов сектор възможността за предсрочно прекратяване на малките срочни депозитни договори и изтегляне на средствата се извършва изключително бързо, а дисконтовата тежест е относително малка. Друга важна особеност на депозитните сертификати до 100 хиляди долара е големият им мащаб. Това означава, че тяхното включване в паричен агрегат ще има съществено влияние върху общата величина на паричното предлагане. Ето защо невъзможността на депозитните сертификати да се конвертират предсрочно в налични пари по номинал, не трябва да бъде единствената и на практика главна причина за тяхното изключване от обхвата на действителното паричното предлагане. Посоченото е валидно дори и при по-голяма наказателна тежест на дисконтирането в случай на предсрочно изтегляне.

В дисертационния труд се излага становище, че съществуват парични инструменти, които не фигурират в структурата на официалните парични агрегати в САЩ, но изпълняват основните характеристики на паричните заместители и отговарят на принципните условия за участие в процеса по измерване на действителното парично предлагане. Такива инструменти са депозитните сметки при поискване, другите безсрочни депозити на държавата, чуждестранните финансови институции и чуждестранните банки, които се държат в баланса на централната банка и/или националните търговски банки не присъстват в нито един официален

паричен агрегат в САЩ. Включването на този тип депозитни сметки в размера на действителното парично предлагане безспорно е съществено различие от агрегати като M1 и M2, в чийто състав описаните типове депозитни сметки не фигурират.

След обосноваването на елементите, които изграждат действителното парично предлагане, в дисертационния труд се пристъпва към конструирането на паричен агрегат, отразяващ действителното предлагане на пари. Този агрегат се изгражда на база паричната теория на Австрийската икономическа школа. Тъй като целта на предложението монетарен инструмент е да измери действителното парично предлагане, то в изследването той се обозначава като агрегат „Действително парично предлагане“, чието наименование на английски език е Actual Money Supply или съкратено AMS. Техническата база за изграждане на AMS се формира от паричния агрегат, разработен от икономистите Мъри Ротбард и Джоузеф Салерно (Salerno, 2010), популярен в англоезичната финансова литература с името True Money Supply (TMS). С конструирането на AMS се постига интегриране на необезпечените пари към основните парични функции – универсално разменно средство, средство за съхранение на стойност и разчетна единица. До голяма степен агрегатът AMS покрива философията при изграждането състава на паричното предлагане на Ротбард с една съществена разлика. Тя се изразява във включването на сročните депозити под 100 хил. долара в състава на паричния агрегат. На пръв поглед разликата е само една, но в действителност тя е много голяма и от идейно, и от емпирично естество.

В конкретен план AMS включва: наличните пари, извън парично финансовите институции; безсрочните разплащателни сметки, които не генерират лихвени доходи; категорията други безсрочни разплащателни сметки; спестовните депозити, включително депозитните сметки на паричния пазар; сročните депозити под 100 хил. долара без IRA и Keogh сметките; държавни депозити при поискване и спестовни депозити в тър-

говските банки; държавните депозитни сметки във Федералния резерв; депозитите при поискване и спестовните депозити на чуждестранни банки и чуждестранни официални институции в търговските банки.

В дисертационната разработка се излага виждането, че според своя обем AMS се доближава до агрегата M2, но в действителност методологически той седи много по-близо до агрегата M1, защото от класическите парични агрегати той най-пълно се доближава до теоретичната матрица, отразяваща същността и функциите на парите и паричните заместители. Това означава, че коректният сравнителен анализ, чийто фокус не са само количествените, но и качествените измерения на паричното предлагане, налага AMS да бъде сравняван повече с M1, а не толкова с M2. По този начин може да се покаже много точно разликата в тълкуването и използването на парите и паричните заместители през дефинициите на Федералния резерв и на теорията за парите и кредита на Австрийската икономическа школа.

В заключителните части на третата част на дисертацията се прави количествен анализ на влиянието на паричните агрегати M1, M2 и AMS върху основни макроикономически индикатори за икономиката на САЩ. Анализът се прави с цел да се покажат силата и посоката на влиянието на различните форми на паричното предлагане върху ключови икономически променливи и то за развита пазарна икономика и капиталов пазар като американските. Един такъв анализ може да разкрие: детайлните количествени разлики между M1, M2 и AMS; дали AMS е реален конкурент на M1 и M2; дали AMS апроксимира добре икономическите процеси; причините за някои от проблемите в икономиката на САЩ и върху какво е по-удачно да се фокусира политиката на Федералния резерв – инфлацията, динамиката на финансовите пазари или заетостта.

Количественото изследване на влиянието на паричното предлагане и паричните агрегати върху ключови икономически променливи, характеризиращи икономиката на САЩ, се извършва чрез еднофакторен

линеен регресионен анализ. Направените емпирични анализи показват, че зависимостите „пари–индекс на потребителски цени“ и „пари–брутен вътрешен продукт“ са най-силни. Тези заключения са подкрепени от изключително високите нива на доверителност, при които са значими приложените регресионни модели и техните коефициенти. На практика констатираната висока степен на влияние на паричните агрегати M1, M2 и AMS върху ключовите икономически променливи, характеризиращи икономиката на САЩ, формира сериозна база за преосмисляне ролята на паричните агрегати и отделяне на по-голямо внимание на тяхната същност, структура, роля и динамика. От друга страна, емпиричните резултати показват, че AMS е напълно коректен и представителен паричен агрегат, който отчита динамиката на стандартните пари и паричните заместители. По своята логика той е пряк конкурент на паричния агрегат M1, но притежава способност да описва динамиката на ключови макроикономически променливи от икономиката на САЩ, която е характерна за далеч по-широкия паричен агрегат M2. Ето защо наличието на паричен агрегат като AMS дава много повече яснота за икономическите процеси и динамиката на паричното предлагане при изграждането на механизми и политики от страна на Федералния резерв. От друга страна, много силните регресионни зависимости между AMS и индекса на потребителските цени, брутният вътрешен продукт, баланса по текущата сметка, заетостта, цените на недвижимите имоти и котировките на пазарите на акции дават възможност за директното управление на паричния агрегат, с по-голяма тежест в сравнение с прилагането на политики по промяна на лихвените проценти или използване инструменти като директните количествени улеснения.

Статистическата валидност на силните връзки фактор–резултат в проведеното емпирично изследването дава перспективите за изготвянето на по-коректни и по-точни прогнози по отношение на паричната политика, базирана на монетарен агрегат от типа на AMS. Данните показват, че дина-

миката на коректно отчитаното парично предлагане трябва да участва в конструирането на индикаторите, които отчитат устойчивостта на различните икономически сектори. Нещо повече, резултатите от емпиричното изследване и изводите, базирани на тях, показват, че паричните изменения на икономическите процеси не трябва да бъдат пренебрегвани при анализа и превенцията на икономическите диспропорции.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Заключението синтезира основните теоретични и емпирични резултати от проведеното дисертационно изследване. В него ясно и аргументирано се дефинират изводите по отношение обекта на изследване. Формулират се и насоки за качествени промени в структурата на предмета на разработката. Също така в съкратен и систематизиран порядък се разглежда изпълнението на заложените цели и задачи на дисертацията.

IV. НАСОКИ ЗА БЪДЕЩИ ИЗСЛЕДВАНИЯ ПО ТЕМАТА НА ДИСЕРТАЦИОННИЯ ТРУД

Крайните резултати от проведеното дисертационно изследване дават много добри и разнообразни перспективи за провеждането на допълнителни проучвания по проблемите, засегнати в дисертационния труд. Основна предпоставка за тях е наличието на относително малък брой задълбочени теоретични и емпирични изследвания по специфичната материя за оптимизиране измерването и управлението на паричните агрегати. Поради това е възможно да бъдат добавени нови щрихи към академичния дебат и практическите решения в областта на паричната политика чрез бъдещи изследвания, насочени към:

Първо. Създаване на модифициран механизъм за структуриране и управление на паричното предлагане, който да подобри ефективността и ефикасността на решенията от страна на Федералния резерв или всяка друга централна банка.

Второ. Разработване и проверка на адекватността на методологията за използване на паричните агрегати като инструмент за прогнозиране и моделиране динамиката на основните макроикономически индикатори, отрязващи икономическото поведение на домакинствата, бизнеса и държавата.

Трето. Извършване на сравнителен анализ между стоковия стандарт, необезпечената парична система и криптовалутите, който да интегрира паричната история с бъдещата перспектива за иновации при средствата за размяна.

Четвърто. Провеждането на теоретичен и емпиричен анализ на влиянието на криптовалутите върху паричното предлагане, основните парични агрегати и икономическите процеси.

V. СПРАВКА ЗА НАУЧНИТЕ ПРИНОСИ В ДИСЕРТАЦИОННИЯ ТРУД

На база на постигнатите в дисертационния труд резултати могат да бъдат формулирани шест основни негови приносни моменти, както следва:

Първо. Изведена е дедуктивно обоснована концепция за парите като универсално разменно средство, което не възниква в произволен момент в миналото и чиято икономическа същност не се различава от останалите стоки по своята намаляваща пределна полезност. На нейна основа се прави класификационна характеристика на паричните форми и тяхното разделяне в три групи – натурални пари, непазарно наложени пари и стоково необезпечените пари.

Второ. Дефинират се основните етапи на развитие на паричните системи в света и са изведени техните основни финансово-икономически характеристики от гледна точка на промените, до които те водят по отношение управлението на паричното предлагане и оптимизирането на паричната политика.

Трето. Разкрива се, че класическите парични агрегати M1 и M2 не представят коректно паричното предлагане, защото липсата на точна методологическа дефиниция на стандартните пари и паричните заместители при тяхното изграждане води до това, че те включат елементи, които нямат парични характеристики поради невъзможността им, чрез тях да бъдат пряко погасявани монетарни задължения, възникнали при всяка възможна икономическа транзакция.

Четвърто. Извършена е методологическа оптимизация на технологията по структуриране и измерване на паричното предлагане, посредством която се определя кои компоненти на стандартните пари и паричните заместители трябва да участват в процеса по измерване на паричното предлагане.

Пето. Предлага се и се обосновава нов паричен агрегат AMS (Actual Money Supply), отразяващ действителното парично предлагане и позволяващ разграничаване на икономическите ефекти, породени от кредитните трансакции и незабавните икономически трансакции, изолиране на макроикономическото влияние на стандартните пари и паричните заместители и провеждането на ефективна и ефикасна парична политика от страна на централните банки.

Шесто. Чрез емпиричен анализ се доказва, че паричният агрегат AMS има сходна с агрегата M2 и много по-силна от агрегата M1 способност да описва динамиката на основни макроикономически променливи за икономиката на САЩ и че приоритетът на паричната политика на Федералния резерв на САЩ трябва да бъде поставен основно върху ценовата стабилност, а не върху заетостта.

VI. ПУБЛИКАЦИИ ПО ТЕМАТА НА ДИСЕРТАЦИОННИЯ ТРУД

Студии

Сиркаров, В. (2020). Еволюция на паричните системи и изоставянето на златния стандарт като фактор за финансовите кризи. Свищов. Годишен алманах „Научни изследвания на докторанти“, ISSN: 1313-6542, брой XIII, Академично издателство „Ценов“, с. 5-24. Студията е публикувана на: <https://almanahnid.uni-svishtov.bg/title.asp?title=2637>

Статии

Сиркаров, В. (2021). Оптимизиране на паричните агрегати от гледна точка на Австрийската парична теория – възможности и ефекти. Списание „Диалог“, ISSN: 1311-9206, бр. 3, с. 79-95. Статията е публикувана на: <https://dialogue.uni-svishtov.bg/title.asp?title=2685>

Сиркаров, В. (2020). Криптовалутата биткойн като пари – монетарен анализ чрез регресионната теорема на Лудвиг фон Мизес. Списание „Диалог“, ISSN: 1311-9206, бр. 4, с. 65-78. Статията е публикувана на: <https://dialogue.uni-svishtov.bg/title.asp?title=1584>

Доклади

Сиркаров, В. (2021). Ефекти върху паричната политика в резултат от намаляването на наличните пари в обращение. Сборник доклади от Международна научно-практическа конференция "Устойчиво развитие и социално-икономическа кохезия през XXI век – тенденции и предизвикателства", посветена на 85 години от създаването на Стопанска академия „Димитър А. Ценов“, Свищов, 8-9 ноември 2021 г., том I, ISBN 978-954-23-2067-8, Академично издателство „Ценов“, с. 398-404. Докладът е публикуван на: <https://dlib.uni-svishtov.bg/bitstream/handle/10610/4505/Tom1.pdf>

VII. ДЕКЛАРАЦИЯ ЗА ОРИГИНАЛНОСТ

съгласно чл. 68 ал. 2 от Правилника за развитието на академичния състав в СА „Д. А. Ценов“

Долуподписаният Владимир Христов Сиркаров с докторантски номер D020217153 декларирам, че:

Първо. Дисертационният труд на тема „Предизвикателства пред съвременната парична политика и оптимизиране на управлението на паричните агрегати“ е моя собствена, оригинална и автентична научна разработка, като в нея са изложени собствени идеи, анализи, текстове и коментари, базирани на достоверна информация, съответстваща на обективната истина.

Второ. При написването на дисертационния труд са спазени изискванията на Закона за развитието на академичния състав и Закона за авторското и сродните му права.

Трето. Научните резултати, които са получени, описани и/или публикувани от други автори, са цитирани в текста на дисертацията съгласно установените стандарти и са посочени надлежно в библиографията на дисертационната разработка.

Четвърто. Постигнатите в моя дисертационен труд резултати и неговите приноси моменти не са заимствани от изследвания и публикации, в които нямам участие.

**Подписът е заличен на основание
Регламент/ЕС/2016/679 на ЕС**

гр. Свищов
30.11.2021 г.

/Владимир Христов Сиркаров/