

МОНЕТАРНА ПОЛИТИКА В УСЛОВИЯТА НА ИНТЕРНАЦИОНАЛИЗАЦИЯ НА ПАРИТЕ И ВНЕДРЯВАНЕТО НА ЕЛЕКТРОННИ ПАРИ

Гл. ас. д-р Асен Радев
Катедра “Обща теория на икономиката”
СА “Д. А. Ценов”

Резюме

Възникването и широкото разпространение на електронните пари поражда нови, изключително важни въпроси за икономическата теория и практика. Един от тези въпроси е този за монетарната политика в условията на интернационализация на парите и широко приложение на електронните пари. В студията се разглеждат въпроси като: съвременното състояние на процеса на **денационализацията** на парите; развитието на **глобалния валутен пазар** и валутната субституция като основни форми на **интернационализацията на парите**; ролята на централната банка и нейните възможности да води успешна монетарна политика при ускорената интернационализация на парите; възможните **последиви** от интернационализацията на парите за **развиващите се** и развитите страни; назрялата необходимост от **премахване на емисионния монопол** на ЦБ и преминаване към частно емитиране на пари и към пазарна конфигурация на световното валутно пространство.

JEL: E52, E58

Денационализацията (интернационализацията) на парите е предизвикана от ускоряващия се непрекъснато процес на глобализация на националните икономики. Движени от дерегулацията и натиска на конкуренцията и технологичните промени, финансовите и парични системи систематично се

интегрират и предлагат все по-голям избор от валути за опериране от страна на бизнеса и инвеститорите. Независимо от усилията на отделните националните правителства за запазване на удобните за тях национални пари и емисионен монопол, световните конвертируеми валути все по-остро се конкурират за сфери на употреба, за потребителското доверие и за проникване в чужди парични ареали. В резултат на това регионите на използване на конвертируемите валути започват рязко да се отделят от регионите, намиращи се под правната юрисдикция на съответната държава. Затова съвременните парични мрежи на конвертируемите валути не могат да се идентифицират с границите на държавите, които ги емитират, а по скоро са мрежи на потребителите на тази валута, не познаващи национални, етнически, географски или каквито и да било други граници.

1. Интернационализация на парите – факти и данни

Водещи в този процес на интернационализация на парите са няколко основни, т.н. конвертируеми валути: на първо място американският долар; еврото – валута официално интернационализирана в рамките на ЕМС, но широко използвана и извън неговите рамки; японската йена – използвана в далечно-източния регион на света. Тези (в по-ограничен мащаб и някои други) валути се използват често: първо, като средство за парични трансакции между различни страни (световни пари); и второ, като средство за вътрешни трансакции (вместо националната валута) в чужди държави.

И двете са резултат от силна пазарна конкуренция и естествен подбор на валутите, движени от могъщите пазарни сили. В наши дни много национални пари изпитват растящата конкуренция на чужди валути на „собствена територия”, което доказва, че националните

валути не осигуряват непременно доверие и ефективност на потребителите.

Доказателство за рязкото нарастване на валутната интернационализация е глобалният пазар на чужда валута. Според банката за международен сетълмент (BIS),¹ на глобалния пазар на чужда валута среднодневният оборот на американския долар е \$1.9 трилиона през април 2004 година, и е нараснал с 57% в сравнение с 2001 година. Композицията на разменяните валути е доминирана от американския долар, с 89% от транзакциите; следван от еврото - 37%; йената - 20%; и английската лира - 17%. Най-търгуваната двойка валути са долар – евро с 28% от глобалния оборот, следвана от двойката долар – йена, с 17%, и двойката долар – английска лира – 14%.

Растящата валутна интернационализация се доказва и при развитието на международните пазари на финансови активи (банкови депозити и заеми, акции и облигации). Глобалното финансово богатство на света не само че нараства, но и във все по-голяма степен се споделя между различните страни. От около 1 трилион долара през 1981 година, споделеното финансово богатство на света нараства на 4.5 трилиона долара. Съгласно МВФ,² през 1997 г., то вече е над 6 трилиона долара. Съгласно BIS³, през 2005 година сумата на частно декларираните финансови активи нараства на 30 трилиона долара. От тях 41.8% са деноминирани в долари, а 39.8% в евро. Относителният дял на долара е спаднал за 3 години с 4%, а на еврото се е повишил с повече от 5%. Което означава, че по отношение на частно притежаваните финансови активи еврото завоюва позиции не само по отношение на долара, но и по

¹ Triennial Central Bank Survey 2004 - BIS - March 2005

² International Monetary Fund (1999), Results of the 1997 Coordinated Portfolio Investment Survey (Washington, DC).

³ Вж. <http://www.bis.org/review/r051212a.pdf#xml=http://search.atomz.com/search/pdfhelper.tk?sp-o=4,100000,0> проникнато на 21.12.2005.

отношение на другите конвертируеми валута. Централните банки и монетарните власти обаче, изглеждат по-склонни да държат доларови авоари. От 3.8 трилиона валутни резерви, държани от тях, около 60% са деноминирани в долари и само около 25% в евро.

Подобно развитие търпи и другата форма на интернационализация (денационализация) на парите – **валутната субституция**. Тя се изразява в рязкото повишаване на обема на конвертируемите валути, опериращи извън границите на техните страни. Водещ при валутната субституция е отново доларът.⁴ По данни на федералната резервна система, през 2002 година, от общо 620 млрд. долара в циркулация, 435 млрд. са извън границите на САЩ. От тях в Европа – 67 млрд., в Русия – 178 млрд., в Близкия изток – 84 млрд., в Африка – 18 млрд., в Латинска Америка – 123 млрд. Както се вижда от приведените данни, над 70% от емитираните в САЩ долари циркулират извън пределите на страната и илюстрират внушителните размери на валутната субституция.

Характерна в това отношение беше и ролята на германската марка, преди интродукцията на еврото. Съгласно данни на Бундес банк⁵, извън нейните граници функционираха от 30 до 40% от емитираните от нея марки. В абсолютна стойност това прави между 65 и 90 млрд. дойче марки. Наследникът на дойче марката след 2002 година – еврото, с още по-бързи темпове участва във валутната субституция. Еврото, по темпове на обслужването на през гранични валутни операции, вече изпреварва дори долара. В далечния изток, основна заместваща националните пари валута е японската йена.

⁴ The Federal Reserve Bank of New York's experience of managing cross-border migration of US dollar banknotes - BIS papers No 15, part 18, April 2003 Проникнато на 20.12.2005.

⁵ Bundesbank (1995), „The Circulation of Deutsche Mark Abroad, “ Monthly Report 47:7 (July), 65-71.

Според данни на Bank of Japan⁶, през 1995 година, около 10% от намиращите се в обръщение 370 млрд. йени, са циркулирали в съседни на Япония страни. Подобно е положението и с други, по-малко използвани за валутна субституция валути – Британската лира стерлинг, Швейцарският франк, Канадският долар. Съгласно тези данни глобалната сума на конвертируемите валути, циркулиращи извън националните им граници, е над 600 млрд. долара, и очевидно продължава да расте.

Обратната страна на медала в този процес са страните, които, не успявайки да създадат и съхранят доверието и покупателната сила на собствената си национална валута, са принудени да понасят негативите от монетарната субституция. Почти всички развиващи се страни, разполагащи със собствена валута и централна банка, са силно въввлечени в процеса на валутна субституция. Броят на страните и степента на субституцията е трудно да бъдат изчислени. Някои източници⁷ твърдят, че 25 до 35% от валутата, функционираща общо в светът, циркулира извън страната в която е емитирана.

Растяща конкуренция има не само между парите, емитирани със държавна санкция, но и все още по-рядко срещаните **частни пари**. Частните пари, дори в епохата на тоталния емисионен монопол на централните банки, съществуват на много места по света и даже успешно конкурират държавно санкционирани пари.⁸ Частните пари циркулират във вътрешен и интернационален оборот. Във вътрешен оборот те не са нещо повече от институционализирана система на многостранен бартер и не могат да циркулират извън

⁶ <http://www.boj.or.jp/en/ronbun/00/data/cwp00e14.pdf>, Проникнато на 22.12.2005.

⁷ Krueger, Russell and Ha, Jiming (1996), „Measurement of Cocirculation of Currencies, “

⁸ Williamson, S. 1999. “Private Money,” Journal of Money, Credit, and Banking 54, 85-108.

Solomon, Lewis D. (1996), Rethinking Our Centralized Monetary System: The Case for a System of Local Currencies (Westport, CN: Praeger).

рамките на институционализация и зад граница. На международно ниво, частните заместители на националните пари съществуват от дълго време като т.н. „изкуствени валутни единици”.

Те са нестандартни, алтернативни на националните пари в международен оборот парични единици създадени, за да изпълняват една или повече парични функции в международен план. Практически повечето от формите на изкуствени пари изпълняват най-често функциите на мярка на стойността и натрупване на стойност, отколкото средство за размяна. В близкото минало такава форма на изкуствени пари, които бяха използвани в по-значителна степен на международните пазари беше „ЕКЮ” то – старата европейска валутна единица, създадена в рамките на Европейската монетарна система (EMS) през 1979 г. Сега тя е изместена от еврото, в рамките на Европейския монетарен съюз(EMU). Макар и да беше използвано с известен успех на глобалния финансов пазар, ЕКЮ – то рядко беше използвано за частни транзакции.

Подобна функция изпълняваше в рамките на бившия Съвет за икономическа взаимопомощ (СИВ) т.н. „преводна рубла”. С нейна помощ се осъществяваха разчетите между страните на вече бившия социалистически лагер, в много ограничен план тя беше употребявана и за частни транзакции, доколкото тогава те можеха да бъдат действително частни. Функционираща форма на изкуствени пари в международен оборот сега са само специалните права за тираж (Special Drawing Rights), емитирани в рамките на Международния валутен фонд (МФВ). Те се използват за търговия между държавите членки на фонда и между отделните страни членки и самият фонд, без обаче да намират приложение в частни транзакции в международен план.⁹

⁹ Вж. <http://fx.sauder.ubc.ca/SDR.html> - проникнато на 22.12.2005.

Има строги индикации за това, че в близко бъдеще конкуренцията на валутните пазари ще включи един значително по-широк набор от валути, в това число и на частно емитирани валути. Най-силният индикатор за това е бързото развитие и внедряване на **електронните пари**. В един свят, който вече е свикнал на голям избор на валути (макар и национални), вече не изглежда като аномалия включването в менюто на нови и атрактивни виртуални пари - **частно емитирани е-пари**. В исторически план изглежда съвсем логично развитието на електронните пари да сложи край на относително кратката ера на емисионен и валутен монопол на ЦБ, и да опосредства завръщането на валутната конкуренция както във вътрешен, така и в международен план. Така ще се затвори историческият цикъл: валутна конкуренция (епохата на свободното банкиране) – държавен емисионен и валутен монопол (ера на ЦБ) – свободна емисионна и валутна конкуренция в условията на е-пари.

2. Централни банки, монетарна политика и електронни пари

Нека се върнем към основния, поставен от нас въпрос: как е-парите ще засегнат способността на ЦБ да управлява икономиката в макро мащаб и има ли изобщо бъдеще подобна институция? Монетарната политика вече е силно компроментирана в много страни, които допуснаха хиперинфлация и валутна субституция в големи мащаби. Може обаче да се смята, че най-неочаквано и очевидно беше това компроментиране в Япония, която в края на миналия век попадна в т.н. „капан на ликвидността” (liquidity trap).¹⁰ В продължение на няколко години Bank of Japan не можеше да се справи с дефлацията и спадащия неудържимо лихвен процент, което

¹⁰ Вж. <http://web.mit.edu/krugman/www/liquid.html>, Проникнато на 22.12.2005.

предизвика съответните дискусии за потентността на монетарната политика изобщо.

Въпросът е, какви допълнителни усложнения за централните банки и водената от тях монетарна политика се прибавят от факта на появата и широкото приложение на е-парите? Анализът на този въпрос вероятно ще даде различен резултат за различните страни.

За начало ще започнем с констатацията, че централните банки традиционно провеждат монетарната политика чрез манипулиране на националните валути. Целта на тези манипулации е да се поддържа съответствие между агрегатното търсене и производството и агрегатното предлагане. Дотолкова, доколкото агрегатното търсене, спестяването и инвестициите не може да се регулират директно от правителството, дотолкова се налага да се използват индиректни методи, за да се постигнат крайните макроикономически цели. Централната банка има за задача да го прави чрез управление на количеството пари в обръщение.

Главният проблем на това управление е фактът, че не целият паричен обем може да бъде контролиран директно и ефективно. Паричното предлагане намира израз в монетарните агрегати, които могат да бъдат калкулирани по множество начини.¹¹ Основните парични агрегати са: агрегатът M_0 , отразяващ сърцевината на паричната маса и обхващащ банкнотите и монетите в циркулация (парите на ЦБ); агрегатът M_1 , който прибавя към M_0 парите намиращи се в разплащателни сметки (депозити до поискване); агрегатът M_2 , който съдържа спестовните и срочни депозити; агрегатите M_3 и M_4 , съдържащи в добавка още по-малко ликвидни

¹¹ Dinah Maclean, Analyzing the Monetary Aggregates, Department of Monetary and Financial Analysis, 2001 г. Вж. <http://www.bankofcanada.ca/en/review/2001/maclean.pdf>, проникнато на 23.12.2005

активи (застрахователни и пенсионни полици, корпоративни и държавни ценна книжа).

От изброените парични форми, формиращи отделните парични агрегати, под непосредствения контрол на ЦБ са само банкнотите и монетите в обръщение. Това е твърде малък обем, защото реално функциониращата парична маса е много по-голяма. Така например, масата на депозитите в много страни, многократно превъзхожда обема на банкнотите и монетите в обръщение. Освен това, с годините, става все по-трудно да се диференцират парите, държани за трансакции, от парите, държани за спестяване.

Депозитите, известни още като банков пари, се създават не от ЦБ, а от системата от търговски банки, и са базирани върху големината на съществуващите парични резерви. Затова ЦБ трябва да намери механизъм, с който да контролира процеса на създаването на депозити, респективно депозитната мултипликация или депозитното разрушаване. Обикновено този механизъм е насочен към манипулиране на банковите резерви, като се разчита това да повлияе на паричната маса и съответно достъпът на широката публика до кредитен ресурс. Най-разпространеният метод за контрол на банковите резерви са операциите на открития пазар(ООП). Те позволяват да се контролира общия обем на банковите резерви. Другият основен инструмент за контрол на банковите резерви в политиката на дисконтов процент (ДП), чрез който се контролира цената, по която паричните резерви се търгуват между ЦБ и търговските банки, или между търговските банки, без участието на централна банка.¹²

Операциите на открития пазар се изразяват в покупко-продажба на широко търгувани финансови инструменти (обикновено държавни ценни книжа). Участници в търговията са

¹² Третия основен монетарен инструмент – задължителните резерви, е със „затихващи функции” и затова не е обект на настоящия анализ.

ЦБ, от една страна, и широката публика, от друга страна. Дисконтовият процент е лихвата, с която ЦБ си служи при продажбата на резерви (рефинансиране) на търговските банки, или при заемане на „дисконтовото гише”, редисконтиране или купуване на активи на търговските банки.

Въздействията на ЦБ чрез монетарните инструменти създават една серия от взаимни въздействия между монетарни величини и макро показателите на реалната икономика, които обикновено се наричат трансмисионен механизъм на монетарната политика. Най-кратко той може да бъде описан така: монетарни инструменти (ОПП, ДП) → банкови резерви → създаване на депозити → агрегатни разходи. Две основни заключения могат да бъдат направени. Първо, след като нито едно от звената на монетарната трансмисия не действа автоматично, винаги може да се очаква разминаване между решенията на централната банка и действителното поведение на агрегатните разходи. Затова Централната банка реално може да влезе в ролята на институция, включваща и изключваща паричното кранче, без от това да протичат никакви реални желани последствия в макроикономически план. Не е изключено даже и протичането на такива въздействия, които да са крайно нежелателни в макро план (инфлация, дефлация, стагнация). Второ, след като нито една от връзките не може да бъде заобиколена (подмината), то може да се очакват големи времеви лагове при осъществяването на очакваните взаимни въздействия между монетарните и реалните икономически агрегати. Следователно, не може да се очаква, че като средство за осъществяване на публичните приоритети, монетарната политика ще действа с очакваната от монетарните власти бързина. От друга страна, контролът върху монетарните агрегати не може да бъде нито много точен, нито много бърз. Това едва ли винаги се разбира от монетарните власти. Напротив дотогава, докогато националната валута продължава да е

единствената валута, оперираща в националните граници, централната банка има основание да мисли, че може ефективно да управлява макроикономическото развитие.

При отсъствието на какъвто и да е атрактивен заместител на националната валута, номиналното търсене няма много опции за развитие и вероятно ще се стикова, по-малко или повече, с изменението на агрегатното предлагане. Връзката между търсенето и предлагането ще бъде неустойчива и при евентуално намаляване на паричното предлагане (примерно при намаляване на скоростта на паричното обръщение), за централната банка ще бъде трудно да го увеличи, като го „бутне с конец”. Връзката може да стане по тясна и непосредствена само при водене на рестриктивна политика. И то, при условие че съществува монопол на централната банка върху банковите резерви и липсата на възможност за валутна субституция. Следователно, националните пари могат да максимизират практическото влияние на монетарната политика само при определени условия и при воденето на монетарна рестрикция.

3. Последици от денационализацията на парите

Съвсем очевидно е, че когато пазарните агенти придобият възможност и право да избират между различни привлекателни валути, директната зависимост между агрегатното търсене и паричното предлагане, която ЦБ поддържа, изчезва. Централната банка може все още да поддържа известно влияние върху сумарното парично предлагане, но то е само за сметка на собствените допълнителни емисии или съкращаване на емисии на пари. Но, в зависимост от степента в която търговците и инвеститорите имат достъп да алтернативни валути, измененията в паричните резерви на ЦБ ще имат все по-намаляващ ефект върху нивото на агрегатното търсене. Практическият ефект на монетарната политика ще става все

по незначителен и се увеличават потенциалните шансове да поява на инфлация, дефлация или стагнация.

Несъмнено е важно да се открият корените на проблема за намаляващата регулативна потентност на ЦБ. Аналитически, ЦБ има проблеми по два основни въпроса – контрола и автономията. Контролът се отнася до способността на ЦБ да управлява паричното предлагане. Автономията, за разлика от контрола, се отнася до способността на ЦБ да управлява агрегатното търсене.

Предизвикателството на паричната интернационализация за ЦБ очевидно е насочено по-скоро към нейната автономия, отколкото към контрола. Интернационализацията на валутите не нарушава нито връзката между инструментите на монетарната политика, нито пък връзката между банковите резерви и създаването на депозити и депозитната мултипликация. Способността на ЦБ да контролира монетарните агрегати, деноминирани в националната валута, не е директно засегната. Нарушена е до известна степен възможността да управлява агрегатното търсене – т.е., автономията на ЦБ. Това нарушение се дължи на конкурентната заплаха предизвикана от циркулацията на чужди валути вътре в националните граници – интернационализацията на парите и валутната субституция. Валутната субституция, която е невъзможна без валутната интернационализация, води до алтернативни вериги на търсене, които променят цените и заетостта. Освен това, те водят и до необходимостта от алтернативни системи на сетълмент, които не се влияят директно от установените в страната традиционни инструменти. Както Ч. Фридман пише; „валутната субституция отваря вратите за широка конкуренция между националните клирингови механизми, дори и когато всеки от тях е поддържан от централни банки на различни страни в собствената им валута”.¹³ С

¹³ Freedman, Charles (2000), „Monetary Policy Implementation: Past, Present and Future - Will the Advent of Electronic Money Lead to the Demise of Central Banking?,” paper prepared for a Conference on the Future of Monetary Policy and Banking (Washington, DC: World Bank, 11 July).

други думи казано - колкото по-голяма и по-интензивна е валутната конкуренция между чужди валути в дадена страна, толкова по-слабо ефективна ще бъде нейната ЦБ и монетарна политика.

Много съвременни икономисти споделят възгледа на Ф. Фон Хайек, че отслабването на позициите на ЦБ не е чак толкова негативно явление. Доказателства според тях има достатъчно, стига да се проследят всички злоупотреби и престъпления на държавния валутен монопол. **Държавната бюрокрация, веднъж разбрала колко лесно могат да се правят цели състояния от парични емисии, много често се подава на изкушението да извлича от тези емисии повече сенъораж, отколкото икономиката може да понесе.** Резултатът винаги е само един – инфлация, или даже хиперинфлация. Технически сенъоражът е резултат от това, че централната банка не плаща лихва по нейните задължения, но получава такава по нейните активи. Разликата е чиста печалба за монетарните власти и оттам за бюрократичната машина.

Сенъоражът, сам по себе си и в нормален мащаб, не е инфлационна заплаха – реалната икономика обикновено покрива допълнителното количество пари от сенъоража чрез икономическия растеж. Но той може да се превърне в непосилен „инфлационен данък” за цялото население, ако апетитът на държавната бюрокрация не бъде обуздан. Затова, според Ф. фон Хайек, единственият начин да се обуздае този апетит и да бъде спряна инфлацията е да се разчита на дисциплината, създавана от свободната конкуренция.¹⁴ За целта е необходимо да се ограничи или премахне изцяло валутният монопол на държавата и емисията на пари да се остави изцяло в ръцете на частни финансови институции.

Едва ли историческите доказателства за ефективност от епохата на свободното банкиране са достатъчни, за да ни убедят, че

¹⁴Hayek, Friedrich (1990), Denationalization of Money - The Argument Refined, third edition (London: Institute of Economic Affairs).

неограничената конкуренция ще доведе до по-ефективна парична система, отколкото традиционната централна банка. Може даже да се допусне, както мнозина правят, че резултатът ще бъде катастрофален за икономиката - частната конкуренция за сенъораж ще доведе бързо до хиперинфлация.

Истинският проблем тук лежи в неясния характер на финансовите пазари, които включват в себе си и паричните пазари. Вродена черта на всички финансови пазари, както още Д. М. Кейнс твърди, е взаимозависимостта на очакванията на икономическите агенти, която води до стадно поведение и множество равновесие. Като резултат - икономиката става болезнено чувствителна към мании, паники и катастрофи.¹⁵ Те бързо преминават всякакви граници и трезви оценки и завладяват общественото съзнание, създавайки нестабилност, срещу които трябва да се бори ЦБ. Предизвикателствата пред централните банки не са изобщо непоследователни.

Фактически, последствията от интернационализацията на парите изискват фундаментална промяна в природата на монетарното управление. В рамките на отделна страна, тази промяна би имала характера на преход от валутен монопол към валутен олигопол.¹⁶ В международен план, след демонетизацията на златото и премахването на неговият монопол, почти монополна власт имаше американският долар. В днешни дни, както вече беше посочено, валутният монопол на долара е сериозно разклатен. Еврото, йената, британската лира все по-силно конкурират долара. Това води международните финансови пазари към олигополна структура, в която доларът е все още „доминиращата фирма”. Настъплението на електронните пари и евентуалното премахване на емисионния

¹⁵ Kindleberger, Charles P. (1989), *Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crises*, revised edition (New York: Basic Books).

¹⁶ Cohen, Benjamin J. (2000), *The Geography of Money* (Ithaca, NY: Cornell University Press).

монопол на централните банки, вероятно ще засили конкурентността на олигополната структура. Много вероятно е в близко бъдеще това да доведе и до формирането на валутна монополистично конкурентна структура.

Независимо от факта, че вече губят изключителния монопол върху контрола на паричното предлагане, централните банки все още могат да имат силно влияние върху номиналното агрегатно търсене. Тази загуба ще зависи от това, с какъв успех те се конкурират с другите национални валути и с частно емитираните обикновени или е-пари, вътре или навън от страната.

Следователно с денационализацията на парите **монетарната политика трябва радикално да се трансформира в качествено отношение**. Докато преди връзката и с агрегатното търсене се приемаше от само себе си за даденост, сега използването на валутата трябва да се култивира, доверието в нея трябва да се пази и разширява. Докато преди централните банки действаха от позицията на безспорната власт, сега те трябва сами да развиват различни пазарни стратегии, предназначени да оформят и управляват търсенето на пари. Монетарната политика става нещо като състезание на конкурентите в пазарна лоялност. Прицел на монетарната политика стават едновременно и външните, и вътрешните потенциални и реални потребители на валутата. Целта на монетарната политика е да поддържа и увеличава употребата на националната валута.

В условията на всеобхватна валутна конкуренция, всяка централна банка произвежда и се стреми да пласира своя собствена марка пари. Всички национални валути са диференцирани по множество признаци продукти и всяка централна банка има своя „стратегия да засили доверието и търсенето на своята специфична

парична стока”¹⁷. Търсенето може да се засили както с инвестиране в репутацията и доверието към валутата, така и чрез рестриктивни мерки, касаещи материята на законово платажно средство, получаваните от широката публика провизии. Тук може да се включат естествено и различни мерки за финансови репресии - като например ограничения на размяната и търговията с капитал. Може да се направи заключение, че с **ускоряването на денационализацията на парите няма да има централна банка, която напълно да избегне олигополната конкуренция.** Съвременната конкуренция вече не е ограничена предимно между най-важните конвертируеми валути. В нея вземат активно участие и британската лира стерлинг и швейцарския франк, но няма причина да се включат и всички други валути, които спечелят доверието на потребителите, включително и е-валути. Паричният олигопол е глобален и непрекъснато се преобразува. Няма страна, която да може да избегне включването си в него. Предизвикателствата на валутната интернационализация и е-парите са валидни за всички.

4. Последници от денационализацията на парите за развиващите се икономики

Последници, безспорно, ще има, но това не означава, че ще са в еднаква степен. Точно обратното. Универсалното не значи еднакво. Проблемите, с които се сблъскват няколко от облагодетелстваните страни, чиито валути са основни играчи във валутната субституция и интернационализация – САЩ, Европейският съюз и Япония, са доста по-незначителни, отколкото проблемите на страните, които вече са допуснали тяхното валутно пространство да бъде завоювано. Предизвикателството е много по-голямо за страните от Латинска

¹⁷ Choi, Woon Gyu „A Money Demand Function with Output Uncertainty, Monetary Uncertainty, and Financial Innovations
Journal of Money, Credit, and Banking - Volume 35, Number 5, October 2003, pp. 685-709

Америка, Азия, Африка, Средния изток и до неотдавна – за почти всички страни от бившия социалистически блок, където валутната субституция отдавна не изключение, а просто житейски факт. Усложненията, от участието на електронните пари в този процес, ще бъдат сравнително диференцирани за двете групи страни.

Последствията от появата на е-парите и валутната субституция и интернационализация за по-малко конкурентните икономики, ще бъдат по-скоро въпрос на засилване на степента на съществуващите проблеми, отколкото на качествената промяна в тях. Ефектът ще бъде увеличаване на видовете валути, циркулиращи в отделните страни. Това ще доведе до по-нататъшно отслабване на връзката между номиналното агрегатно търсене и паричното предлагане. Колкото повече чужди валути заместват националната, толкова по-малко измененията на монетарните агрегати на националната валута ще повлияват агрегатното търсене. Монетарната политика ще стане още по-слаба.

Главното затруднение ще бъде за централните банки на тези страни. Предизвикателството пред монетарните власти, отнасящо се до запазването на монетарния суверенитет и потентността на монетарната политика, и без електронните пари са достатъчно сериозни. В сравнение с безоблачните дни на националните пари, когато централните банки могат да установят задоволително силна връзка между собствените си решения и номиналното търсене, денационализацията и интернационализацията на валутите поставя сложен проблем; как да се управлява търсенето, след като все по-голяма част от паричното предлагане се осъществява в чужди валути. Върху тях, местната централна банка не може да се осъществява никакъв контрол, нито пък да претендира за някаква част от сенъоража, който облагодетелства чужди банки и бюрокрации. Монетарните власти все още могат да използват монетарните инструменти, за да управляват банковото заемане

деноминирано в национална валута. Но след като потребителите имат достъп до други валути, или се намаляват потенциалните възможности за въздействие върху търсенето чрез изменение на монетарните агрегати, или се появяват трудни да предсказване времеви лагове, които изцяло обезмислят монетарното регулиране.

Подобряването на ефективността на монетарната политика изисква гаранции, че крайните макроикономически цели ще бъдат постигнати. Ключов въпрос тук е: Колко голямо е потенциалното предлагане и търсене на чужда валута и какво количество действително се намира в циркулация. Важно е и какви са възможностите на местните резиденти да превключват между използването на местна и чужда валута, в зависимост от регулаторните мерки на централната банка. Т.е., колко голяма е кръстосаната еластичност на заместването между различните валути. Като резултат, предлагането на националната валута трябва да бъде третирано като остатъчна величина, управлявана, за да допълни очакваното развитие на чуждите компоненти на общото парично предлагане. След като са установени параметрите на субституиращите чужди валути, могат да бъдат приложени съответните монетарни инструменти, които могат да окажат, или не, желаното влияние върху макроикономическото развитие. Макар и сложна, дилемата е потенциално управляема – докато делът на националната валута в общия обем на паричното предлагане не стане твърде малък.

В действителност обаче, като резултат от валутната субституция, във все по-голям брой страни относителния дял на националната валута в общия обем на паричното предлагане, рязко намалява. Данните сочат, че в много от развиващите се и тези със среден доход страни, процентът на „широките пари” – агрегатът M2, изчислен като депозити в чужда валута, е достигнал впечатляващи размери. Дори и без да се взема предвид допълнителния компонент

от чужди валути, опериращи на вътрешния пазар (по дефиниция трудно установим), процентът е твърде изразителен. Като се почне от Полша (20.4%); Унгария (26.6%); Аржентина (43.9%); Перу (64%); Уругвай (76%) и се стигне до Боливия с нейните 82% дял на циркулиращите в страната чужди валути. В около 30 други страни относителният дял на чуждите валути е над 30%, а в други над тридесет страни процентът е под тридесет, но бързо расте. Във всички тези страни, паричното предлагане деноминирано в национална валута е твърде малко, за да може с него да се индуцира забележим ефект върху номиналното търсене. В този смисъл може да очакваме, че електронните пари ще увеличат в чисто количествен план проблемите на централните банки. В качествено отношение обаче, нещата не могат да се променят. Просто към съществуващите в оборот чужди валути ще се прибавят и няколко вида е-пари, което ще намали отново и може би критично делът на националната валута.

За тези страни възможността да водят отделна, национална парична политика вече е под въпрос – с валутната интернационализация и субституция, с прекъсването на връзката между паричното предлагане в национална валута и номиналното търсене. Тяхното монетарно пространство вече е завоювано; техните централни банки вече с всички сили трябва да водят борба за възвръщане на пазарното доверие; техният монетарен и национален суверенитет са залинели. Настъплението на е-парите просто ще ускори този процес, чрез прибавянето на още малко валути в конкурентния казан, някоя от които просто ще придобие по-голям дял и конкурентна сила от националната валута. Конкуренцията, пред която се изправят тези централни банки няма да е нещо ново, просто ще бъде по-интензивна. **По наше мнение е твърде рано и прибързано да се каже, дали загубването на монетарния суверенитет, може да се разглежда като изцяло отрицателно**

явление за тези страни. Губейки монетарен и икономически суверенитет и сенъораж, те може би печелят нещо повече – конкурентен валутен пазар и вътрешна циркулация само на валути, в които съществува безспорно доверие.

5. Последствия от денационализацията на парите за развитите страни, емитенти на свободно конвертируеми валути

За страните притежаващи резервните валути (преди всичко САЩ, Европейския съюз и Япония), нещата стоят много по-добре. Те могат много по-успешно да управляват с помощта на монетарната политика, защото връзката между паричното предлагане и номиналното търсене е по-ясно изразена. Те са конквистадорите на чуждите валутни пространства и като такива се наслаждават на всички облаги от успешната конкуренция. При това, засега никой от тях няма опасение, че може на собствен гръб да изпита вредите от подобна загуба на вътрешния си валутен монопол.¹⁸ За тях разпространението на е-парите (поне да момента на запазването на емисионния валутен монопол и строгата регулация на е-парите)¹⁹, е една проста смяна на вида на парите – от кеш пари към дигитални пари, от видим към невидим носител, от хартия и метал към цифров запис върху електронен носител.

Когато обаче, разпространението на електронните пари изпревари по мащаб националните пари и емисионният монопол на централна банка отиде в историята (а може би и самата централна банка в днешния и вид), тези страни ще усетят за първи път

¹⁸ Вж. Cohen, Benjamin J. (1998), *The Geography of Money* (Ithaca, NY: Cornell University Press).

¹⁹ Bob McDowall, *Financial Regulation of E-Money*, 256. <http://www.it-director.com/article.php?articleid=1578>, проникнато на 12.2005
Regulation of e-money issuers in the UK, <http://www.out-law.com/page-2327>, проникнато на 17.12.2005.

истинска валутна конкуренция на собствената си територия. Ако това се случи, основателно е да се допусне, че първо ще бъдат засегнати страните емитиращи резервни валути, даже преди да имаме някакво чувствително предварително разпространение на е-парите в развиващите се държави. Причината е в новите информационни технологии, които са най-развити именно в тези страни. Те са най-електронизирани, с най-много компютри и най-гъста интернет мрежа, с най-бързо развиваща се е-търговия. On-line достъпът в САЩ, Европа и Япония е по-голям, откъдето и да е другаде по света. Затова е сигурно, че масовото разпространение и доминацията на е-парите, както беше и с тяхната поява, ще обхване първо тези страни.

Когато процесът на разпространение на е-парите достигне известно ниво (засега то още е твърде ниско)²⁰, и започне да носи по-обилни плодове (сеньораж, доверие, икономически растеж, ниски издръжки на паричното обръщение и т.н.), за центровете на резервните валути ще възникнат много нови проблеми. Както при страните с неконкурентни валути, които вече са допуснали инвазия на чужди валути (все още не и на е-пари) в тяхното парично стопанство, паричната популация ще се разрасне, включвайки нови и конкурентни форми на е-пари от различна националност. Това ще разхлаби в значителна степен връзката парично предлагане в национална валута – номинално агрегатно търсене и ще породи проблеми за монетарната политика. За пръв път Федералната резервна система (FRS), Европейската централна банка (ЕЦБ) и Японската банка (BOJ) ще бъдат изправени пред сложната задача да

²⁰ *Bank for International Settlements, Committee on Payment and Settlement Systems, Survey of developments in electronic money and internet and mobile payments, March 2004, (www.bis.org).* Проникнато на 1.11.2005.

управляват номиналното търсене, когато преобладаващия дял от паричното предлагане се състои от чужди електронни или не електронни пари, а не от долари, евро или йени. Тук трябва да се открие същността на проблема, който електронните пари поставят пред резервните центрове. Проблемът не е в нарушаването на способността на централната банка да управлява монетарните агрегати, деноминирани във валутата, която тя емитира. И в резервните центрове, както и във всички други страни, които са изпитали тежобите на валутната субституция, потентността на централната банка да управлява паричното предлагане на собствените си пари няма да бъде директно засегнат. Банковите резерви все още могат да бъдат манипулирани и с това да се поддържа набелязаното ниво на предлагане на собствената валута. Дали това количество обаче, ще бъде изобщо търсено от потребителите?!

Проблемът е най-вече в нарушаването на автономността на централната банка – нейната способност да управлява номиналното агрегатно търсене, в резултата на наличието на множество алтернативни конкурентоспособни чужди (не на националната банка) валути, които постепенно завладяват валутното пространство на страната. Бен Бернаке (настоящ шеф на ФРС) и неговите колеги от Европа и Япония, ще трябва да преоценят водената до момента монетарна политика и почнат да третираят монетарното предлагане в национална валута като остатъчна величина, вземайки под внимание наличността и конкурентоспособността на субституиращи валути във вътрешна циркулация.

Проблемът е в относителния дял на националната валута, в общия обем на валути, оперираща на вътрешния пазар. Твърде е възможно делът на местните пари във вътрешен план стане твърде малък, за да бъде възможно да се управлява агрегатното търсене.

Този въпрос е поставен още в 1999 година²¹, и то управляващия тогава Европейската централна банка. В условията на електронни пари, поставя той остро въпроса: „ще продължават ли добре познатите ни парични единици, еврото, щатският долар, английската лира, и т.н да означават нещо?“ Дали заплахата за конвенционалните резервни валути е реална? Много автори смятат, че е силно преувеличена - не е реална.²² В подкрепа на това твърдение се привеждат три основни аргумента, които с течение на времето звучат все по-неубедително.

Най-напред се твърди, че е изключена възможността частно да се емитират електронни пари. Това е така, защото съществуващите вече национални валути, притежават по наследство доверие и широко разпространение, което електронните пари не могат да завоюват толкова лесно. По думите на Гудхарт например, сценарият с широкото настъпление на електронните пари е невъзможен, защото „обичайните пари имат предимството на първото движение – те са вече тук... Заменянето им с електронни пари е невъзможно.“ Този доста консервативен и скептичен възглед има не един, а няколко съществени недостатъка. **Първо**, той не взема предвид натрупващите се могъщи сили, които напират да променят консервативните сили на пазара – огромните нови възможности, които създава разширяващия се свят на електронната търговия²³. **Второ**, игнорира се също и огромната притегателна сила на

²¹ Issing, Otmar (1999), „Hayek - Currency Competition and European Monetary Union, “ Annual Hayek Memorial Lecture (London: Institute of Economic Affairs, 27 May).

²² Goodhart, Charles A.E. (2000), „Can Central Banking Survive the IT Revolution?, “ paper prepared for a Conference on the Future of Monetary Policy and Banking (Washington, DC: World Bank, 11 July).

Helleiner, Eric (1998), „Electronic Money: A Challenge to the Sovereign State?, “ Journal of International Affairs 51:2 (Spring), 387-409.

Freedman, Charles (2000), „Monetary Policy Implementation: Past, Present and Future - Will the Advent of Electronic Money Lead to the Demise of Central Banking?, “ paper prepared for a Conference on the Future of Monetary Policy and Banking (Washington, DC: World Bank, 11 July).

²³ Вж. <http://www.ecommerce-guide.com/>, Проникнато на 23.4.2005.

сеньоража²⁴ и възможностите той да бъде отнет от държавата (бюрокрацията) от бъдещите частни емитери на електронни пари. Това е напълно възможно да се случи и без необходимата държавна санкция, особено като се има предвид силата на лобизма и групите със специални интереси. **Трето**, трябва да се имат предвид и специфичните особености на е-парите,²⁵ които им дават мощни предимства пред конвенционалните - водят да значително намаляване на издръжката на паричното обръщение и безброй удобства за потребителите. А пазарът и конкуренцията (в това число и пазарът на валути), като краен резултат, отсяват винаги пониско разходните решения.

Бързото развитие и внедряване на е-парите във всички аспекти – икономико-теоретически, практически, технологически, социално е очевиден факт, но това не означава все още, че новите, без съществена история и изискващи специфична техника и умения пари, ще завоюват доверие и ще бъдат внедрени за една нощ. Не може обаче да не се признае, че 10 години след появата на е-парите, те вече владеят една много голяма част от паричното пространство, особено в развитите страни. Те все още не са изместили конвенционалните пари, но вече се чувстват твърде удобно като не конвенционални конкуренти.

Дори Гудхарт допуска, че с времето е възможно някои видове дигитални пари да започнат да бъдат широко приемани и наистина да започнат да заместват конвенционални валути във широк спектър”.²⁶

²⁴ Вж. James Robertson. A SUMMARY OF SEIGNIORAGE REFORM, April 2003, <http://www.prosperityuk.com/prosperity/articles/sumsr.html>, проникнато на 12.11.2005.

²⁵ [Dr Phillip M. Hallam-Baker](http://www.itsa.org/payment.html), Electronic Payment Schemes, World Wide Web Consortium. □ , проникнато на 26.2.1.2005.

Electronic Payment Systems Special Interest Group, 2004, <http://www.itsa.org/payment.html>, проникнато на 26.2.2005.

²⁶ Goodhart, Charles A.E. (2000), „Can Central Banking Survive the IT Revolution?“, “ paper prepared for a Conference on the Future of Monetary Policy and Banking (Washington, DC: World Bank, 11 July).

Като пречка пред разпространението на е-парите Гудхарт с основание отбелязва и „невъзможността да се осигури анонимност при транзакциите с е-пари”²⁷. До неотдавна този въпрос не беше лишен от смисъл. Сега обаче трябва да отбележим, че: първо, паричните сметки в конвенционална валута са с все по-смаляващ се дял в общия обем на транзакциите при много икономики; второ, същата заплаха за анонимността съществува при електронните системи за плащане (те вече са на път да бъдат доминиращи – делът на кеш плащанията се стеснява неудържимо) чрез конвенционални пари; трето, развитието на съвременните е-пари доведе до появата на схеми за плащане от типа клиент - клиент (Р то Р) и бизнес - клиент (В то Р), което разрешава въпроса с анонимността на е-парите сега и за в бъдеще; четвърто, за напред е по-вероятно анонимността на е-парите да е техен недостатък (особено за фиска), а не предимство; пето, е-парите от тази гледна точка не са по-различни от конвенционалните пари.

Друг важен въпрос, който поставя Б. Фридман, е за наследените предимства, които има централната банка при предоставянето на системи за плащане. Според него фактът, че централната банка е държавна институция означава, че тя се ползва с същото такова безусловно доверие и подкрепа, с което се ползва и държавата. Това прави и нейния механизъм за сетълмент без рисков и всеобщо използван, в сравнение с всеки друг възможен механизъм, базиран на частно емитирани е-пари. Това становище само отново повдига въпросът за това, как се формира и поддържа доверието в парите.

Действително фактът, че държавата с целия си авторитет стои зад официалната валута, ѝ прибавя известна допълнителна конкурентоспособност. Но това предимство не може да бъде решаваща бариера пред успешното внедряване на нови форми на е-

²⁷ Вж. Цитираното по горе, стр.8.

пари (а защо не и нови конвенционални пари, които са по-конкурентоспособни от старите) и системи за сетълмент. Още повече, че централната банка със своята политика може не само да прибавя доверие, но и често да сменя доверие от националната валута. Примери за това има много, при това не само при развиващите се страни.²⁸

Като подкрепа на становището за невъзможността електронните пари да субституират конвенционалните резервни валути се сочи често и липсата на тревога по въпроса от страна на водещите централни банки.²⁹ В годишния доклад на Банката за международен сетълмент (BIS) се подчертава, че „с внедряването на е-парите ще е извънредно необичайно оперативните техники да бъдат значително коригирани”. Така че, ако централните банки и БИС не се тревожат за влиянието на е-парите върху паричните системи и сетълмента, защо от това трябва да интересуват по-ниските нива в икономическите структури.

Фактически днес можем да кажем, че подобни схващания имаха известно основание за времето на първата генерация електронни пари (Mondex, Digicash), които бяха само форми на предплатени продукти и в същността си малко се различаваха от конвенционалните валути. Десет години по-късно, ние вече не виждаме подобна незаинтересованост, нито от централните банки, нито от BIS, нито даже от по-ниските равнища на монетарните структури. Напротив, централните банки и по-висшите монетарни структури (МВФ, БМС) вече оценяват реалната опасност, по съвременните форми на електронни пари не само да почнат да заместват конвенционалните валути, но и да си създадат собствени

²⁸ Така например фактът, че за последните няколко години американският долар загуби над 30% от стойността си спрямо еврото, не е тайна за никого. Както и не е тайна, че нестабилната покупателна сила на валутата не прибавя доверие в нея, независимо от кого е емитирана и кой стои зад нея.

²⁹ Helleiner, Eric (1998), „Electronic Money: A Challenge to the Sovereign State?”, “ Journal of International Affairs 51:2 (Spring), 387-409.
BIS 66 th Annual Report (1 April 1996 - 31 March 1996) <http://www.bis.org/publ/ar1996e.htm>

системи на сетълмент, изцяло независими от тези създавани от централните банки.³⁰ Почти библейски звучат по този повод думите на тревога и загриженост, произнесени от Мервин Кинг, бивш заместник председател, а сега вече и председател на Английската банка (Bank of England). Той предполага, че „веднъж след като новите електронните валути предоставят възможност на търговците и инвеститорите да заобиколят държавно-санкционираните валути, централните банки ще загубят тяхната способност да упражняват монетарната политика. Наследниците на Бил Гейтс ще изхвърлят от бизнеса наследниците на Алън Грийнспан”³¹. Подобни думи в никакъв случай не излъчват безгрижие и незаинтересованост.

Има и друг вид защитници на държавния валутен монопол и централните банки. Те смятат, че с разпространението на е-парите, рисковете за държавно-санкционираните валути и потентността на монетарната политика се засилват, но все пак централните банки ще запазят традиционните си възможности за манипулиране на агрегатното търсене. Те имат възможностите да го направят, защото могат да използват принудителната сила на държавата. Те могат и ще използват регулаторни инструменти по отношение на всички новопоявили се форми на е-пари. Още по-малко вероятно е, те да си позволят да загубят емисионния монопол върху националната валута. В екстремалния случай, те могат да се опитат даже да обявят за незаконни всички е-пари. Впрочем, днес това едва ли е възможно вече. Една от принципните характеристики на валутното кибер-пространство е независимостта му от националните територии и кибер-пространства. Производителите на е-пари ще могат

³⁰ Вж. Organisation, governance and activities - BIS 75th Annual Report - June 2005.

<http://search.ATOMZ.com/search/?sp-a=sp09132b00&sp-q=report+by+the+Bank+for+International+Settlements+&Search.x=13&Search.y=12>, проникнато на 21.12.2005.

Alan Greenspan, Regulating Electronic Money, http://www.cato.org/pubs/policy_report/cpr-19n2-1.html, проникнато на 27.12.2005.

³¹ King, Mervyn (1999), „Challenges for Monetary Policy: New and Old, “ Bank of England Quarterly Bulletin 39, 397-415.

безболезнено да избягнат опитите за регулиране, чрез простото си преместване под друга юрисдикция, също така както бизнеса избягва тежкото данъчно бреме чрез регистрирането си в офшорните зони. Опитите да се разшири валутната регулация върху е-парите практически са обречени на неуспех. Нещо повече, най-вероятно е те да ощетят прилагащата ги държава. Пътищата, по които може да стане това са много, но при всички случаи може рязко да намали търсенето на националната валута, да се увеличат загубите от сенъораж, да се породят проблеми за фиска, да се увеличи издръжката на паричното обръщение, да се намали способността за влияние върху агрегатното търсене и т.н. И не на последно място, страната да изпита прелестите на валутната субституция вътре в националното си валутно пространство.

Има и мнения, че централната банка може да запази монетарна самостоятелност не чрез регулиране на е-парите, а чрез влияние върху лихвения процент.³² По думите на Ч. Фридман: „Дори и при екстремална ситуация, когато развитието на мрежовите е-пари позволява алтернативен сетълмент, изцяло независим от този на централната банка, централните банки ще запазват възможността си да влияят на търсенето, чрез влияние върху лихвения процент. Централните банки могат да влияят върху лихвения процент чрез монетарните инструменти (ООП и дисконтовия процент) на е-парите, също както влияят сега на емитираните от тях национални валути. Много спорен е въпросът, доколко е възможно да се контролира по този начин валута, която емитират и контролират други субекти. Централните банки трябва да изградят „затвори“ за е-валутите, точно така както сега държат резервите във чужда валута.

³² Вж. Freedman, Charles (2000), „Monetary Policy Implementation: Past, Present and Future - Will the Advent of Electronic Money Lead to the Demise of Central Banking?“, “ paper prepared for a Conference on the Future of Monetary Policy and Banking (Washington, DC: World Bank, 11 July). Goodhart, Charles A.E. (2000), „Can Central Banking Survive the IT Revolution?“, “ paper prepared for a Conference on the Future of Monetary Policy and Banking (Washington, DC: World Bank, 11 July). Woodford, Michael (2000), „Monetary Policy in a World Without Money“, “ paper prepared for a Conference on the Future of Monetary Policy and Banking (Washington, DC: World Bank, 11 July).

Но и това не би било същото, като тяхната сегашна и традиционна сила да създават или отнемат национални пари при съответната нужда. Опитите за разширяване на регулацията чрез лихвените проценти, със същата сила могат да се обърнат срещу прилагащите регулацията и да създадат вече дискутираните по-горе отрицателни ефекти.

Можем да обобщим, че заплахата за центрoвете на резервните валути и тяхната монетарна политика са напълно реални. И то не че те ще загубят контрола върху предлагането на националните валута, а защото е-парите могат да са разпространяват и използват независимо от националните граници и бързо се разраства тяхната употреба. Те стават все по търсени и удобни за употреба. Доверието в тях се засилва и расте тяхната конкурентоспособност. С разширяването и на мащабите на употреба и достигане на критичната граница от потребители, процесът ще става лавинообразен. Монетарният суверенитет и автономността на монетарната политика все повече ще намаляват. Това, което очаква центрoвете на резервни валути в близко бъдеще вероятно е същото, което се случи в по-слабо развитите икономики. Електронните пари, единното електронното валутно пространство, електронната търговия вече са повседневен факт за милиарди човешки същества. Много скоро ще станем свидетели и на масови частно емитирани електронни пари, на разчупване на емисионния монопол на ЦБ и на не ограничавана от националните граници валутна конкуренция.

Заклучение

Дългоочакваната ера на електронните пари, макар че е изцяло естествено развитие в контекста развитието на електронните технологии и бързата глобализация, ще окаже съществено влияние на ефективността на монетарната политика. Светът изглежда, че се

движи обратно към времето преди няколко века, когато през граничната циркулация на парите е обичайно явление, а частно емитираните пари са правило, а не изключение.

Днешното развитие на вътрешните и международната валутно-финансова системи е доста парадоксално. Вече повече от 30 години следовниците на Фридрих фон Хайек призовават към денационализация на парите и премахване на емисионния валутен монопол на централните банки.³³ Успехът не идва, или е много частичен и слаб. В същото време правителствата и централните банки ожесточено се съпротивляват на всеки опит да се засегне техният суверените и монопол върху валутните въпроси. Икономическата логика обаче е неумолима. Това, което не беше постигнато чрез силата на интелектуалното убеждаване и доказване (но пък така почвата беше подготвена), стана факт като резултат от технологичните иновации и глобализацията. С внедряването на е-парите се създават предпоставките за частното емитиране на пари и ликвидиране на монопола върху валутните емисии. За добро или за лошо, желанието на Хайек за неограничена валутна конкуренция е на път да се сбъдне. Той, както винаги, виждаше по-далече. В недалечното бъдеще правителствата, както изглежда, ще трябва да търсят нови форми за макро регулиране, които да допълнят или направо да заместят все по-малко потентната монетарна политика.

³³Вж. Hayek, Friedrich (1990), *Denationalisation of Money - The Argument Refined*, third edition (London: Institute of Economic Affairs). [This monograph was first published in 1976 under the title *Choice in Currency: A Way to Stop Inflation* (London: Institute of Economic Affairs).]