

СТОПАНСКИТЕ СУБЕКТИ В УСЛОВИЯТА НА КРИЗА¹

Мариана Георгиева
Специалност "Икономика на индустрията",
III курс
СА "Д. А. Ценов" - Свищов

Резюме

Финансовите кризи не са ново явление за паричната история. Международната статистика обаче показва, че тяхното проявление е с по-голяма честота от началото на 80-те години на 20-ти век. Сътресенията във финансовата сфера през последните две десетилетия имат свои отличителни характеристики. Либерализацията и нарасналата интеграция на финансовите пазари въвеждат някои нови елементи при изследването на кризите и развитието им започва да се различава от развитието на предходните. Последица от либерализацията и международната интеграция на пазарите на финансови услуги е бързото разпространение на кризите и отражението им в интернационален аспект.

Ключови думи: финансови кризи, финансова либерализация, идентифициране на кризи, взаимно влияние между кризите, мерки за избягване на кризи.

JEL: G01

Abstract

Financial crises are not a new phenomenon for monetary history. International statistics, however, that their manifestation is more frequent at the beginning of the 80-ies of the 20th century. Shocks in the financial sector over the past two decades have their own distinctive characteristics. Liberalization and increased integration of financial markets, introducing some new elements in the study of crises and their development begins to differ from the previous development. Consequence of liberalization and international integration of financial services markets in the rapid spread of the crises and its impact in international development.

Keywords: financial crisis, financial liberalization, identification of crises, mutual influence between crises, measures for avoiding of crises

JEL: G01

1. Видове финансови кризи

Финансовите кризи се класифицират по различни начини от изследователите. Една част от учените, посветили свои трудове на изследваната материя, разглеждат финансовите кризи като цяло, а други ги разделят основно на валутна, банкова и дългова криза.

¹ Материалът е получил втора награда на студентския конкурс на Съюза на икономистите за млади икономисти през 2009 година.

Финансова криза настъпва, когато има голямо свиване на търсенето на финансови активи в икономиката. Това е ситуация, при която значителна част от финансовите институции притежават пасиви, надвишаващи пазарната стойност на активите им. Последниците са тегления на ликвидност от системата, промени в инвеститорските портфейли, колапс на финансови предприятия и правителствени интервенции във финансовия сектор.

Рязката смяна на поведението на инвеститорите относно притежаваните от тях запаси от финансови инструменти може да се дължи на различни причини, основните от които са:

- Съмнения относно способността на банките да удовлетворят изцяло и без забава масивно теглене на ликвидност.
- Спад на доверието към публичния сектор относно обслужването на вътрешните и външните му задължения - кредиторите загубват увереността си във възможностите на държавата да акумулира достатъчно чуждестранна валута и национални парични единици за погашения по външния и вътрешния ѝ дълг.
- Голяма девалвация на националната валута.
- Масивно изтичане на паричен капитал към чужбина и изчерпване на валутните резерви на страната.
- Дълбока рецесия в икономиката.
- Колебливи и неадекватни действия на паричната власт в страната.
- Висока инфлация.
- Недоверие към нефинансовите предприятия от гледна точка на възможностите им за погасяване на задълженията им към банки и доставчици.

Поставяйки ударението върху информационните проблеми, финансовата криза е *“... нелинейно разрушаване на финансовите пазари, при което проблемите с асиметрията на информацията и моралния хазарт се задълбочават до такава степен, че финансовите пазари стават неспособни ефективно да преразпределят ресурси и да ги насочват към най-продуктивните инвестиции”*².

Валутна криза се случва, когато има спекулативна атака срещу валутния курс, която резултира в девалвация на националната парична единица или се налага паричните власти да защитават валутния курс чрез употреба на голямо количество от валутните резерви на страната и/или рязко да повишат местните лихвени проценти. Често валутната криза се асоциира със събития като различни форми на капиталов

² **Mishkin, F.**, Understanding Financial Crises: A Developing Country Perspective, NBER WP 5600 / 1997, p. 17.

Мариана Георгиева

контрол, временно “затваряне” на валутните пазари, неопределено преустановяване на конвертируемостта на местната парична единица.

При режим на фиксиран валутен курс сигурен знак за валутна криза е изоставянето от властите на фиксирания паритет. Тук вътрешната кредитна експанзия води до постепенна загуба на международни резерви и спекулативна атака върху местната парична единица. Натискът върху курса изчерпва разполагаемите валутни резерви и принуждава паричните власти да прекратят изпълнението на ангажимента си за покупко-продажба на резервна валута по фиксираното съотношение³.

Банкова криза е състояние на банковата система, при което значителна част от участниците в нея преустановяват нормалното функциониране на дейността си по обслужване на своите кредитори и депозитори с финансови активи и извършване на разплащания. Това е ситуация, при която настоящи или потенциални масирани тегления на ликвидност (runs) или фалити принуждават засегнатите банки да прекратят вътрешната обръщаемост на техните пасиви или правителството да предприеме мерки за недопускане на подобно развитие чрез разширени интервенции на финансовите пазари⁴.

При съпоставянето на банковите балансови активи и пасиви се формулира друго определение за криза на кредитните институции: *“Под банкова криза разбираме лавинообразни фалити на значителна част от търговските банки поради неликвидност или неплатежоспособност. Икономически фалит на отделна търговска банка имаме тогава, когато собствения ѝ капитал става отрицателен или когато тя е неспособна да продължи да оперира без загуба на собствен капитал. Това е моментът, когато актуализираната стойност на нейните активи е по-ниска от актуализираната стойност на пасивите ѝ”*⁵.

Разглеждането на финансовите кризи по света за периода от 1970 г. насам е в подкрепа на тезата, че те са се увеличили значително през последните години. На таблица 1 са представени статистически резултати за честотата на проявление на сътресенията на банковия и валутния пазар.

³ “Валутната криза е съпътствана от изоставяне режима на фиксиран валутен курс или рязка обезценка при плаващ валутен курс. Тези събития често са придружавани от съществена загуба на резерви”. Berg, A., C. Jarvis, M. Stone, A. Zanello, Re-Establishing Credible Nominal Anchor After a Financial Crisis: A Review of Recent Experience, IMF WP 76 / 2003, p. 5.

⁴ Financial Crises: Characteristics and Indicators of Vulnerability, IMF World Economic Outlook, 1998, p. 74-75.

⁵ Неновски, Н., К. Христов, Банковата система в условията на паричен съвет, ИПИ, С., 1999, с. 35.

Таблица 1. Финансови кризи за периода 1970 – 1995 г.

	1970 – 1995		1970 – 1979		1980 - 1995	
	Общо	Среден брой кризи за година	Общо	Среден брой кризи за година	Общо	Среден брой кризи за година
Валутна криза 1/	73	2.73	25	2.5	46	2.88
Банкова криза	25	0.96	3	0.3	22	1.38

1/ В изследването на Kaminsky и Reinhart валутната криза се представя като криза на платежния баланс (Balance-of-Payment Crisis).

Източник: Kaminsky, G., C. Reinhart, The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance of Payments Problems, Board of Governors of the FRS, IFDP 544 / 1996, p. 24.

Сравнението на средния брой кризи за година между периодите, показва че и при двата разглеждани вида кризи се наблюдава увеличение през втория период, като нараства делът на банковите кризи. Фактор за сравнително по-рядкото проявление на банкови и валутни кризи през 70-те години на двадесети век е финансовата либерализация. Докато през този период финансовият сектор е все още твърде строго регулиран, през 80-те и 90-те години, когато финансовата либерализация се осъществява в много страни по света, се наблюдава многократното увеличение на броя на кризите. Друго обяснение за *струпването* на банкови и валутни кризи, по-точно в началото на 80-те години на двадесети век, е най-високото ниво на реалните лихвени проценти в САЩ от 1930 година насам. В този период могат да се търсят и аргументи в подкрепа на ефекта на разпространение (contagion effect) сред страни с “безупречни” макропоказатели, също изпитващи банкова или валутна криза през този период от време.

Дългова криза е ситуация, при която резидентите на една страна, без значение дали това е държавата, или частни дебитори, не са в състояние да обслужват задълженията си към местни или чуждестранни кредитори. Криза на външния дълг възниква “...когато сумата от външните задължения на дебитора не може да бъде обслужена без радикална промяна в размера на използваните за това средства или без предоговаряне на погасителните срокове по

Мариана Георгиева

заемите”⁶. Разширеното тълкуване на дълговата криза определя като такава не само случаите на директен отказ за плащане на задълженията или някаква форма на реструктуриране на дълга, а и избягването на криза чрез международно финансиране от страна на Международния валутен фонд (т.нар. кредитор от последна инстанция за държавите).

Международната криза на дълговете води началото си още от тридесетте години на 20-и век с изпадането на Боливия, а малко след нея и на други латиноамерикански страни в неплатежоспособност към външните си кредитори. Проблемът обаче се задълбочава и достига значителни за световната икономика размери в началото на 70-те и след това в началото на 80-те години на миналия век. Това е времето на двете петролни кризи, които се сочат като едни от основните причинители или катализатори на международната дългова криза. На таблица 2 е показано лавинообразното нарастване на външните задължения на четири от най-големите длъжници в световен мащаб. От данните в таблица 2 е видно повече от десетократното увеличение на задълженията на тези страни към външни резиденти. Периодът на главоломно нарастване на външните задължения, главно на развиващите се страни, съвпада с либерализацията и развитието на финансовите пазари по света и с по-лесния достъп до чуждестранно кредитиране както под формата на заеми, така и чрез емитиране на дългосрочни облигации.

Таблица 2. Обща сума на външната задлъжнялост на Аржентина, Бразилия, Мексико и Венецуела за периода 1972 – 1989 г. (в млн. щатски долари)

	1972 г.	1975 г.	1980 г.	1985 г.	1989 г.
Аржентина	6028	6874	27157	50945	64745
Бразилия	10165	23737	70838	105526	111290
Мексико	7028	15609	57378	96865	95641
Венецуела	1712	1494	23896	35332	33144

Източник: Пилбийм, К., Международни финанси, С., 1992, с. 461.

Трябва да се спомене, че за нарастването на дълговете дял има и огромният паричен ресурс, който се кумулира главно през 70-те години на 20-и век в банките на международните финансови центрове - Ню Йорк, Лондон, Париж. Този ресурс е с произход страните членки

⁶ Dymski, G., The International Debt Crisis, University of California, 2002, p. 1.

Мариана Георгиева

на ОПЕК поради многократното увеличение цената на петрола и реализираните от тях повишени постъпления от износа на суровината.

2. Идентифициране на кризите

Зачестилите финансови кризи в края на миналия век са причина да се наблегне на мерките за улавяне и измерване на финансовите неравновесия. С освобождаването на движението на капитали между страните, финансовите потоци стават все по-интегрирани и евентуален колапс на финансовата система в дадена страна, в общия случай, оказва влияние далеч извън пределите на националната икономика. Налице са доказателства за огромните негативни последици от финансова криза както за конкретна страна, така и за цял регион или общност.

Проблемите в стопанството обикновено не възникват само на микро- или макрониво, изолирани едни от други, а взаимно си влияят. По тази причина въпросът пред икономистите е не дали да наблюдават микро- или макропоказатели, а каква да е точната комбинация от тях, която най-добре ще разкрие моментното състояние на финансовите посредници и по възможност да определи каква е вероятността от възникване на криза в сектора.

Условията на средата влияят както на търсещите финансови услуги субекти, така и на финансовите посредници. Затова в обхвата на изследванията трябва да се включват възходящият или низходящият темп на икономически растеж, дефицитът или излишъкът на платежния баланс, нормите на инфлация, валутнокурсните колебания, флукуациите на цените на финансовите пазари и пазарите на недвижими имоти. Това са фактори, съобразяването с които е важно условие преценките на изследователите да не са едностранчиви и непълни.

2.1. Валутна криза

В специализираната литература се срещат различни методи за идентификация на валутните кризи. Най-непосредственият резултат от валутните неравновесия е съществената номинална девалвация на националната парична единица. Девалвацията обаче не е задължително условие, за да се определи дадена ситуация като валутна криза. Ако властите успешно са защитили местната парична единица от спекулативна атака, изразходвайки голямо количество от валутните резерви на страната, девалвация няма, но такъв епизод се класифицира като валутна криза. Друга защитна мярка при натиск за обезценяване на националните платежни средства, използвана от паричните власти - лихвеният процент, също може да притъпи

Мариана Георгиева

остротата и да се избегне или поне отложи развитието на валутна криза. Сериозното му покачване обаче е белег за масирана атака върху курса на валутата и опит да се задържи инвеститорския интерес върху националната парична единица.

Изследвайки проблемите с възникването и развитието на валутните кризи, учените конструират множество относителни показатели, които насочват вниманието към негативните явления на валутния пазар. Показателите се проследяват в динамика около периода на възникване на криза и се правят сравнения с величините им в “спокойни” (tranquil) периоди от време. Извършват се междустранови и регионални сравнения на стойностите на показателите. Изборът на променливите за даден относителен показател се базира на връзката и важността на набелязаната променлива с валутния курс. Различията в индикаторите се обясняват с преценките на изследователите за това кой от тях има по-голяма аналитична стойност, в какъв регион е обхвата на изследването и т.н.

При детайлното разглеждане на индикаторите за валутни кризи могат да се разграничат две основни направления. Първото е свързано с т.нар. традиционен подход към валутните кризи, който се базира на влошаване стойностите на определени финансови и макроикономически променливи, резултиращи в голяма загуба на валутни резерви, натиск върху валутния курс и последваща девалвация на националната парична единица. Второто направление при разглеждане на индикаторите за валутни кризи включва някои относително нови подходи. Общото при тях е, че криза може да се развие и без особено влошаване на определени показатели. Икономическата политика не е предизвестена, но реагира по определен начин на промените в стопанството и икономическите агенти калкулират тази реакция при формиране на своите очаквания за бъдещето. Това дава възможност за формиране на множествено равновесие (multiple equilibria) и самозараждащи се кризи (self-fulfilling crisis).

Новите подходи дават друго обяснение за изоставяне на следваното ниво на валутния курс от страна на властите, различно от това за изчерпване на международните резерви. От значение са неблагоприятните последици при защита на валутния курс от спекулативни атаки. Популярно средство за такава защита е увеличаването на лихвения процент, но покачването му има отрицателно отражение върху ключови макроикономически променливи като: норма на безработица, влошаване обслужването на кредити, съкращаване на инвестициите при бизнес проекти с по-нисък процент на възвръщаемост. Ползите от поддържането на определено ниво на валутния курс се съпоставят с негативните последици за

Мариана Георгиева

икономиката от това поддържане и се прави разумният избор за обществото.

Похват за идентифициране на валутна криза е конструирането на индекси, в които с определени тегла влизат различни валутни показатели. Изменението с повече от три стандартни отклонения на индекс, включващ с равни тегла средната стойност на валутнокурсните промени и средната стойност на промените във валутните резерви (с отрицателен знак), се дефинира като валутна криза⁷. Друг използван метод за доказване появата на валутна криза е чрез маркиране преминаването на критични нива на промяна за определени показатели. Тези т.нар. *“прагове на същественост”* варират поради конкретните характеристики на изследваната страна. Обезценка на националната валута с повече от 25% през определен период и увеличение с минимум 10 % на обезценката от предходния период се категоризира като валутна криза⁸.

Валутна криза при режим на паричен съвет възниква, когато властите решат да изоставят фиксирания паритет⁹. Паричният съвет фиксира една основна цена – валутния курс, като всички останали икономически променливи са свободно движещи се. Последиците от прекратяване функционирането на твърдия валутен ангажимент са тежки финансови (включително валутни) кризи и тотална загуба на доверието у институциите, тъй като се губи основата на установения режим – фиксирания паритет, от който произлиза стабилността на системата.

2.2. Банкова криза

Банковите кризи се определят въз основа на комбинация от негативни събития - затваряне на банки, сливане или поемане в ръцете на правителството на финансови институции, масирани тегления на депозити, макроикономически шокове. За идентифициране на проблеми в активната страна на балансовите позиции на банките, важни променливи са делът на лошите кредити в общия кредитен портфейл, големите флукуации в цените на пазарите на недвижими имоти и на фондовите борси, показатели за броя на фалитите на предприятия в един или няколко отрасли от реалния сектор.

⁷ Kaminsky, G., C. Reinhart, The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance of Payments Problems, Board of Governors of the FRS, IFDP 544/1996, p. 4.

⁸ Frankel, J., A. Rose, Currency Crashes in Emerging Markets: An Empirical Treatment, Journal of International Economics 41/1996, p. 353.

⁹ Под валутна криза при фиксиран паричен съвет ще разбираме момента на натиск върху фиксирания курс, в резултат на което органите, овластени да осъществяват паричната политика, девалвират националната валута. В. Неновски, Н., К. Христов, Банковата система ..., Цит. съч., с. 35.

Банковите кризи се идентифицират относително трудно. Въпреки че показателите, включващи размера на банковите пасиви (най-често депозитната маса), си остават основен обект на изследване, през последните години произходът на все по-голяма част от кризите не пасивната, а активната страна на банковите балансови позиции. Тегленията на депозити се оказват не причина, а последица от банковата криза. Проблеми възникват при даване на количествени оценки за състоянието на системата. Стойността на лошите кредити се узнава след определен лаг във времето, а и част от информацията за тях може да бъде премълчана или омаловажена. При наличие на схеми за защита на депозитите и функцията на централната банка *кредитор от последна инстанция*, тегленията на депозитите не е задължително да се проявят едновременно с проблемите в банковия сектор. Това прави промяната в размера на депозитите понякога “слаб” показател за идентифициране на криза в сектора.

Начин за разкриване на проблеми при заемните институции е сравнението на нормата на растеж на банковите депозити в системата с депозитните лихвени проценти. Ако процентът на нарастване на банковите депозити е по-нисък от този, необходим за обслужване на обещаната възвръщаемост по средствата на депозиторите, банките следва да предприемат действия по набавяне на ликвидност от продажба на активи и свиване на кредитирането¹⁰.

Според Demirguc-Kunt и Detragiache, за да бъде класифицирана появила се нестабилност в банковата система като криза, е необходимо да бъде изпълнено поне едно от следните условия¹¹:

- Делът на необслужваните заеми, отнесен към общите активи на банковата система да надхвърля 10 %.
- Разходите за възстановителни (rescue) операции на системата да бъдат минимум 2 % от БВП.
- Проблемите в банковия сектор да резултират в национализация на банки в голям размер.
- Да се наблюдават масирани тегления на депозити от банките или да се предприемат кризисни мерки от рода на “замразяване” на депозити, банкови “ваканции”, или да има правителствено решение за използване на схемите за гарантиране на депозитите.

Случването на поне от едно от гореизброените събития показва, че съществува криза и че тя има системен характер. Ако не бъде достигната определена критична граница, например има

¹⁰ Gavin, M., R. Hausmann, The Roots of Banking Crises: The Macroeconomic Context, Inter-American Development Bank, WP 318/1996, p. 7.

¹¹ Demirguc-Kunt, A., E. Detragiache, The Determinants of Banking Crises: Evidence from Developing and Developed Countries, IMF WP 106/1997, p. 12.

Мариана Георгиева

необслужвани кредити, но те не надвишават 10 % от активите в банковата система, или е национализирана банка с регионално значение, тогава проблемите не се дефинират като криза и са със сравнително малки и / или локални последици за сектора.

При банковите, както и при валутните кризи изследователите съставят различни относителни показатели, включващи данни от балансовите позиции на банките и микро- и макроикономически променливи. След преминаването на определени стойности на наблюдаван показател той “сигнализира” за проблеми в банковия сектор, като и тук голямо значение има дефинирането на критичните прагове на индикаторите. Популярност придобиват и показатели, улавящи качествени изменения в конкретна институция или в сектора като цяло.

2.3. Дългова криза

Кризата на задлъжнялостта възниква поради смесица от вътрешни и външни причини, които се различават за всяка страна длъжник. Появата ѝ не бива да се обяснява единствено с прекомерно заемане от страна на държавите-дебитори. В значителна степен дълговите кризи се дължат на либералното кредитиране от страна на търговските банки. От друга страна, нежеланието на част от длъжниците да заемат от международните финансови институции каквито са Международният валутен фонд и Световната банка, се обяснява с факта, че финансирането от тях е свързано често с изпълнението на рестриктивни икономически програми и налагане на икономическа политика, каквито длъжникът би трябвало да предприеме в състояние на дългова криза.

Държави – нетни заематели на международния дългов пазар, могат при определени нива на задлъжнялост да не са в състояние да обслужват поетите ангажименти към чуждестранните заемодатели. Това състояние се категоризира като криза на държавния дълг (*sovereign debt crisis*). Причините да се стигне до нея са различни: огромна външна задлъжнялост спрямо БВП на страната; рязка промяна на лихвените нива, оказваща негативно влияние върху обслужването на дълга; прекомерно разчитане на краткосрочен дълг; неподходяща композиция на външния дълг спрямо възможностите на страната да генерира достатъчно валутни постъпления; неадекватна макроикономическа политика; несъгласуваност в действията на кредиторите. В такива случаи се говори за неплатежоспособност на държавата - невъзможност за изплащане на лихвите и/или главниците по сключените договори за външно финансиране.

Финансовата либерализация, глобализацията на инвестициите и интеграцията на световните капиталови пазари са едни от най-важните предпоставки за мобилността на паричния капитал. Промяната в условията на търговия на дадена страна или флуктуациите на лихвените проценти на международните финансови пазари започват да оказват непосредствено влияние на капиталовите потоци към и от определени държави и региони, което в определени случаи може да предизвика дългова криза.

Gai и Shin свеждат причините, водещи до поява на криза на задлъжнялостта, до две главни¹²:

- Непоследователна правителствена политика, допринасяща за влошаване на макропоказателите на страната и нестабилност в размерите на външния дълг и валутните резерви.
- Чрез действията си кредиторите могат взаимно да усилят негативните импулси и това да доведе до дългова криза. Тяхната едновременна реакция при изчерпване на доверието им във възможностите на длъжника е стремежът максимално бързо да получат обратно парите си. Това прави невъзможно обслужването на изходящите потоци от страната на дебитора.

Стойности на относителни показатели, включващи дълговите нива, над определени стойности маркират възникването или вече възникнали проблеми с обслужването на изходящите валутни потоци от страната.

3. Използване и разпространение на показатели за идентифициране на финансови кризи

При разглеждането на индикаторите на финансови кризи на преден план излиза въпросът до каква степен тези показатели са разпространени сред страните, в колко от тях се съставят различните съотношения. На таблица 3 са изложени данни от изследване за разпространението на т.нар. индикатори за финансова стабилност (financial soundness indicators), използвани от експертите на МВФ, за света и по отделни групи държави. От изнесените резултати в таблица 3 е видно, че повече от половината от общия брой страни съставят и разпространяват индикаторите за финансова стабилност. Почти всички развити икономики, 62 процента от икономиките в преход и почти половината от развиващите се страни отговарят на изискванията и имат адекватна база за извършване на оценка и анализ на финансовата система. Най-нисък дял на съставяне на показателите имат развиващите се страни от Африка и Западното полукълбо – по 43 процента.

¹² Gai, P., Hayes, S., H. Song Shin, Crisis Cost and Debtor Discipline: The Efficacy of Public Policy in Sovereign Debt Crises, Bank of England, 2001, p. 9.

Таблица 3. Разпространение на индикаторите за стабилност на финансовите институции¹³

	Общ брой на страните в Световния икономически преглед (WEO) 1/	Брой страни, съставлящи индикатори за финансова стабилност	Процентен дял на страните, съставлящи индикатори за финансова стабилност
<i>Всички страни</i>	183	100	55
• Кризисни	72	44	61
• Некризисни	111	56	50
<i>Развити страни</i>	29	26	90
• Кризисни	15	15	100
• Некризисни	14	11	79
<i>Развиващи се страни</i>	128	58	45
• Кризисни	52	25	48
• Некризисни	76	33	43
<i>Африка</i>	51	22	43
• Кризисни	23	10	43
• Некризисни	28	12	43
<i>Азия</i>	26	13	50
• Кризисни	8	5	63
• Некризисни	18	8	44
<i>Близкия изток</i>	16	8	50
• Кризисни	4	2	50
• Некризисни	12	6	50
<i>Западно полукълбо</i>	35	15	43
• Кризисни	17	8	47

¹³ Групирането в таблица 3 следва това на *Световния икономически преглед* (World Economic Outlook) на МВФ, т.е. развити икономики, развиващи се страни по региони (Африка, Азия, Близкия изток, Западно полукълбо) и икономики в преход.

• Некризисни	12	6	50
Икономики в преход	26	16	62
• Кризисни	5	4	80
• Некризисни	21	12	57

1/ Включва и страни, които не са членки на МВФ.

Източник: Slack, G., Availability of Financial Soundness Indicators, IMF WP/58/2003, p. 9.

Докато при страните, претърпели финансова криза от групата на развитите икономики следенето на показателите е 100 процента, то за кризисните страни от групата на развиващите се икономики това съотношение е 48 процента. Икономиките в преход, изпаднали във финансова криза, започват да оценяват важноста на следенето на показателите и при тях процентът на съставяне се покачва на 80.

Наблюдаването на проявленията на финансовата нестабилност по света, спомага да се открият определени повтарящи се събития по време на колебливост на финансовите пазари. Такава фактология е от голяма полза за насочване на усилията и съставяне на подходящи показатели за улавяне уязвимостта на системата и ранно сигнализиране (таблица 4). Влошаване на отделни показатели може да се получи и без да се наблюдава финансова криза, но негативната тенденция в няколко от описаните в таблица 4 показателя увеличава многократно вероятността за възникването на сътресения в сектора.

Таблица 4. Характеристики на епизоди на финансова нестабилност

Характеристики	Процентно проявление по време на финансова нестабилност в периода 1933 – 1989 г. 1/	Процентно проявление по време на финансова нестабилност в периода 1989 – 1998 г. 2/
Натрупване на задължения	100	85
Голямо покачване на цените на активите	55	69
Концентрация на риск	73	77
Смяна на валутния режим	64	77
Навлизване на нови финансови посредници	73	69

Иновации	55	38
Парична рестрикция	55	62
Намаляваща капиталова адекватност на финансовите институции	73	54
Съкращаване на кредитирането (credit rationing) / ликвидна криза / тегления на депозити	82	62
Разпространение (contagion) между пазарите	45	31
Международна обвързаност и взаимно влияние	36	38
Действия на властите	82	62
Силно макроикономическо въздействие	18	77
Лошо функциониране на финансовата система	9	0

1/ Изследвани са 11 случая на финансова нестабилност.

2/ Изследвани са 12 случая на финансова нестабилност.

Източник: Davis, E., Financial Data Needs for Macroprudential Surveillance – What Are the Key Indicators of Risk to Domestic Financial Stability? Bank of England, 1999, p. 34 – 35.

Изводите от проявлението на едно или друго събитие, внасящо несигурност в системата според таблица 4, не трябва да се абсолютизират, тъй като са подложени на наблюдение само някои от критичните моменти на финансовите пазари, но с известна условност могат да се направят важни съждения и да се уловят определени тенденции. Докато през първия изследван период натрупването на задължения е абсолютен показател (то се наблюдава при 100 процента от случаите на нестабилност), универсалността на трупането на дългове през втория период намалява (до 85 процента), но въпреки това остава събитието с най-високо относително проявление. Фактори, запазващи голямото си значение за финансовата несигурност, са концентрацията на риск, навлизането на нови финансови посредници в сектора и паричната рестрикция. Събития с намаляващо значение са действието на иновациите, намаляващата капиталова адекватност на институциите и съкращаването на кредитирането, разпространението между пазарите на негативни и позитивни сигнали, действията на властите и лошото функциониране на финансовата система. Особено внимание трябва да се отдели на действието на факторите, зачестяващи проявлението си при

Мариана Георгиева

сравнението на двата периода. Такива са голямото покачване цените на активите, смяната на валутния режим, международната обвързаност и взаимното влияние между пазарите на финансови активи, силното макроикономическо въздействие. Именно макроикономическото въздействие е повишило в най-голяма степен честотата в периодите на финансова нестабилност – от 18 на 77 процента. На последния факт трябва да се обърне особено внимание, тъй като нарастването там е над четири пъти, т.е. макроикономическите фактори започват да дават все по-голямо отражение върху финансовата система.

4. Взаимно влияние между кризите

Често при проявленията на банкова криза преди, по време или след нея се забелязват индикации на валутна криза. Обратното също е в сила – валутната криза може да е предхождана, да протича паралелно или да изпреварва кризата в банковия сектор. Естеството на дълговата криза пък е предпоставка за оказване на негативно влияние върху валутния курс и/или банковата система на засегнатата държава. Валутната криза е сред основните причини за невъзможност да се обслужват изходящите от страната парични потоци, което поражда дългова криза.

За да се забележи взаимното влияние, което си оказват банковите и валутните кризи, Kaminsky и Reinhart използват финансовата либерализация като фактор, въздействащ едновременно на банковия и валутния пазар – таблица 5.

Таблица 5. Връзки между финансовата либерализация и банкова и валутна криза (криза на платежния баланс)

Интервал между кризите	Процент на валутните кризи, последван от банкови кризи			Процент на банковите кризи, последван от валутни кризи		
	Общо	Финансова либерализация		Общо	Финансова либерализация	
		Преди	След		Преди	След
12 месеца	3	1	1	24	4	20
36 месеца	13	3	10	56	12	44

Източник: Kaminsky, G., C. Reinhart, The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance of Payments Problems, Board of Governors of the FRS, IFDP 544 / 1996, p. 23

Имайки предвид времето проявление на кризите, от таблица 5 е видно, че валутните кризи при по дългия период от 36 месеца са последвани много по-рядко от банкови кризи - при 13 процента от случаите, отколкото банковите кризи, последвани от валутни – това са вече 56 процента от случаите. Правилото се запазва и ако се наблюдава по-късият период от 12 месеца. Именно поради съществената роля, която финансовата либерализация играе в процеса на възникване на кризите, е направено разграничението на *“преди”* и *“след”* нея. Както при валутните кризи, последвани от банкови, така и при банковите, последвани от валутни, много по-често това се случва след либерализиране на финансовия сектор.

Съществуват обяснения на фактите защо валутните кризи са последвани от банкови и обратно, защо банковите кризи са последвани от валутни. Девалвацията на местната парична единица е резултат от валутна криза. Така банки с открити къси валутни позиции търпят загуби и може да се стигне до фалит на кредитни институции. Данните в таблица 5 са в подкрепа на тезата, че обратният случай е по-често срещан - банковите кризи да са последвани от валутни. Едно от обясненията за това е, че при възникването на проблеми във финансовите институции, размерът на кредитите нараства. Неликвидни, а понякога и неплатежоспособни банки, изпитвайки остра нужда от паричен ресурс за посрещане на задълженията си, заемат от други финансови институции и / или от централната банка, която често се опитва по този начин да *“спаси”* *“болните”* банки. Голямото увеличение на кредитите обаче е сочено като фактор, внасящ напрежение на валутния пазар, и оттук за поява на валутни кризи. Друго тълкуване защо банковите кризи предхождат валутните е, че слабата банкова система ограничава централната банка при интервенциите ѝ за избягване на девалвация на националната парична единица и по този начин се засилват валутнокурсните неравновесия.

Валутната криза може да се окаже както причина, така и последица от криза на външния дълг. Девалвацията на националната парична единица затруднява обслужването на дълга – правителствен и частен. Често постъпленията от дейността на местните резиденти са в национална валута, а приходите на държавата - най-големият заемополучател от чужбина, са изключително в такава валута. Външните задължения обаче са в конвертируеми световни валути. Така девалвацията е причина за отделянето на по-голям паричен ресурс за погасяване на дълговете към чужбина. При липса на достатъчни валутни резерви и голяма обезценка на местната парична единица се достига до състояние на дългова криза. От друга страна, несъобразените с възможностите на страната ангажменти за

плащания по външния дълг и изчерпването на валутните ѝ резерви, са причина за атака срещу валутния курс и появата на валутна криза. Изследване на Reinhart сочи, че в 84 процента от случаите дълговата криза е предшествана от валутна криза, а обратната зависимост е с по-малко от 50 процентно проявление¹⁴.

Необслужването на банковите кредити към чуждестранни резиденти, една от формите на външен дълг, неминуемо води до загуби и сътресения в банковата сфера. Големи междудържавни кредити, макар често да се отпускат от утвърдени финансови институции или от няколко банки, са в размери, непогасяването на които, може да разклати устоите на цялата финансова система. Обратно, в условия на банкова криза обслужването на външните задължения би могло да бъде в значителна степен затруднено.

Спадът в инвестициите поради неотпускане на кредити, в резултат от банкова криза, води до обезценка на валутния курс и валутна криза. Причините за това могат да се обобщят по следния начин¹⁵:

- Ниски нива на инвестициите водят до ниско вътрешно търсене на нетъргуеми стоки или ниско вътрешно предлагане на търгуеми стоки, което форсира реалната обезценка на националната парична единица.
- Ниско очаквано ниво на производство в комбинация с допускането за бъдеща парична политика, която предполага, че ниските нива на производство ще се *“подхранват”* чрез цените, води до девалвация.
- Неплатежоспособността на предприятия и банки води до дългово-финансирани правителствени решения за изход от кризата. Нарастването на публичния дълг чрез монетизация предизвиква обезценка на националната валута.

Спадът в цените на дълговите ценни книжа може да предизвика сериозни загуби за финансовата система. От значение тук е каква част от активите на банките са инвестирани в държавни ценни книжа. Ако голяма част от инвестициите на кредитните предприятия са в правителствени ценни книжа и цените им рязко спаднат, това ще предизвика банкова криза. Такъв е случаят с дълговата криза в Русия в края на 90-те години на миналия век и последвалата банкова криза, макар че след колапса на пазара на правителствени ценни книжа там *“оцелелите”* банки започват да пренасочват инвестициите си към

¹⁴ Reinhart, C., Default, Currency Crises and Sovereign Credit Ratings, NBER WP 8378 / 2002, p. 20.

¹⁵ Jeanne, O., J. Zettelmeyer, Original Sin, Balance Sheet Crises, and the Roles of International Lending, IMF WP 234 / 2002, p. 9.

Мариана Георгиева

реалния сектор на икономиката и бързо се достига до стопанско оживление¹⁶.

5. Мерки за ограничаване възникването и разпространението на финансови кризи

Високите разходи за обществото при колапс на банковата система са една от най-съществените причини, поради която властите във всяка една страна обръщат особено внимание и предвиждат потенциални публични разходи за отстраняване на разразила се банкова криза.

Публичните разходи обаче извеждат на преден план проблема с моралния хазарт в сектора и за избягването му е нужно да се дефинира в определени граници участието на държавата при потушаване последствията от банков колапс. За подходящ размер на подобно участие се определя такъв, при който заинтересоваността на субектите от вида, начина на влагане на средствата и конкретната институция, в която се влагат, не е сериозно накърнена. Публичната намеса се смята за наложителна само ако сериозно е заплашена системата като цяло, и при това се разсъждава в посока как най-малко да се наруши пазарната дисциплина.

Наличието или липсата на кредитор от последна инстанция е от изключително значение за поддържане на стабилност. Липсата на такъв в общия случай внася колебания в банковия сектор, като неликвидните банки могат да се превърнат в неплатежоспособни или да прибегнат до бърза продажба на активи, което би им осигурило ликвидност, но обикновено за сметка на ниската продажна цена или раздялата с добри доходоносни инструменти. От друга страна, при зараждаща се финансова криза върху централните банки може да се окаже политически натиск, целящ намаляване на социалното напрежение, и по този начин да бъдат рефинансирани неплатежоспособни банки, което още повече да влоши ситуацията, като удължи оперирането на “болните” банки. Политиката на “кредитор от последна инстанция” би следвало да е съгласувана с цялостния подход на централната банка по провеждане на паричната политика и да е част от макроикономическата политика на държавата. Много важно условие за ефикасността на предприетите последващи мерки в тази насока е да бъдат разграничени платежоспособните

¹⁶ *Финансовата криза в Русия започва от фалита на правителството. Инвеститорите изгубват доверието си в правителствените ценни книжа и търговията с тях е в криза... В страна, в която финансовия и реалния сектор обаче са разделени, финансовата криза може да бъде положителна за икономиката чрез насочване на инвестициите на банките от правителствения към реалния сектор.* **В., Huang, H., D. Marin, C. Xu**, Financial Crisis, Economic Recovery, and Banking Development in Russia, Ukraine, and Other FSU Countries, IMF WP 105 / 2004, p. 16-17.

Мариана Георгиева

банки от всички онези изпитващи затруднения. Огромните средства, които ще се изразходят, трябва да се насочат само към неликвидни, но платежоспособни институции. В противен случай допълнително ще се увеличат и без това големите разходи за обществото и държавата за извеждане от кризата.

Схемите за гарантиране на депозитите в банките са добре познати и прилагана световна практика. Съществуването на подобни схеми още веднъж подчертава важността на стабилната банкова система за цялото общество и факта, че последствията от остра финансова криза надвишават многократно превантивните разходи за избягването ѝ. Размерът на покритието при схемите за гарантиране на депозитите обаче трябва бъде така изграден, че да смекчава проблемите, произтичащи от моралния хазарт. Примери в това отношение са: ограничаване на покритието до малките депозити, чиито притежатели нямат възможността по някакъв начин да контролират действията на банките; участие на банките с парични вноски при формирането на резерв за гарантиране на депозитите; диференциране на паричните вноски от всяка банка съобразно качеството на активите ѝ. Колкото по-стабилни са банките и добре изградени надзорните органи, толкова по-редки са проявленията на негативните ефекти при схемите за гарантиране на депозитите¹⁷.

6. Заключение

Финансовите кризи по света приемат различни форми – валутни, банкови или дългови. Общото между тях е, че те засягат финансовия сектор така, че той започва да действа неефективно или престава да функционира. Финансовите кризи разрушават връзката между паричния и реалния сектор и водят до огромни загуби за стопанските субекти и обществото като цяло.

Важността на финансовия сектор за преразпределението на паричните ресурси и тяхното насочване към продуктивни инвестиции е причината, поради която на сигнализирането за проблеми в сектора се отделя особено внимание. Променената среда и финансовата либерализация през последните двадесет години на миналия век обаче изместват фокуса на изследванията, посветени на финансовите кризи. Променят се и финансовите показатели с най-голяма аналитична стойност при определянето на финансовите кризи. Прогностичната стойност на част от използваните индикатори намалява за сметка на други или изцяло нови финансови съотношения.

Видовете финансови кризи корелират помежду си. Банковата криза води до поява на валутна криза, а валутната криза е

¹⁷ Demirguc-Kunt A., E. Detragiache, Does Deposit Insurance Increase Banking System Stability, IMF WP 3 / 2000, p. 17.

предпоставка за възникване на дългова криза. Дълговата криза от своя страна е сред факторите за проявление на банкова криза. Често зависимостите между кризите са двупосочни, а катализатор сред тях е финансовата либерализация. Освобождаването от регулации на капиталовите потоци би могло да има както позитивен, така и негативен ефект върху сферата на финансите. От особено значение за крайния ефект върху финансовия сектор са съпътстващите мерки при либерализация на капиталовите потоци и степента на подготвеност на финансовите посредници и надзорните органи за нея.

ИЗПОЛЗВАНА ЛИТЕРАТУРА

1. Неновски Н., К. Христов, Банковата система в условията на паричен съвет, ИПИ, С., 1999.
2. Пилбийм, К., Международни финанси, С., 1992.
3. Berg, A., C. Jarvis, M. Stone, A. Zanello, Re-Establishing Credible Nominal Anchor After a Financial Crisis: A Review of Recent Experience, IMF WP 76 / 2003.
4. Davis, E., Financial Data Needs for Macroprudential Surveillance – What Are the Key Indicators of Risk to Domestic Financial Stability? Bank of England, 1999.
5. Demirguc-Kunt, A., E. Detragiache, The Determinants of Banking Crises: Evidence from Developing and Developed Countries, IMF WP 106 / 1997.
6. Demirguc-Kunt A., E. Detragiache, Does Deposit Insurance Increase Banking System Stability, IMF WP 3 / 2000.
7. Dymski, G, The International Debt Crisis, University of California, 2002.
8. Frankel, J., A. Rose, Currency Crashes in Emerging Markets: An Empirical Treatment. Journal of International Economics 41/1996.
9. Gai, P., S., Hayes, H. Song Shin, Crisis Cost and Debtor Discipline: The Efficacy of Public Policy in Sovereign Debt Crises, Bank of England, 2001.
10. Gavin, M., R. Hausmann, The Roots of Banking Crises: The Macroeconomic Context, Inter-American Development Bank, WP 318 / 1996.
11. Huang, H., D. Marin, C. Xu, Fianacial Crisis, Economic Recovery, and Banking Development in Russia, Ukraine, and Other FSU Countries, IMF WP 105 / 2004.
12. Jeanne, O., J. Zettelmeyer, “Original Sin”, Balance Sheet Crises, and the Roles of International Lending, IMF WP 234 / 2002.
13. Kaminsky, G., C. Reinhart, The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance of Payments Problems. Board of Governors of the FRS, IFDP 544 / 1996.
14. Mishkin, F., Understanding Financial Crises: A Developing Country Pererspective, NBER WP 5600 / 1997.
15. Reinhart, C., Default, Currency Crises and Sovereign Credit Ratings, NBER WP 8378 / 2002.
16. Slack, G., Availability of Financial Soundness Indicators, IMF WP 58 / 2003. Financial Crises: Characteristics and Indicators of Vulnerability, IMF World Economic Outlook, 1998.