

ГЛОБАЛНАТА ФИНАНСОВА КРИЗА И БЪЛГАРСКАТА ИКОНОМИКА: ОТ ТЕОРИЯТА КЪМ ПРАКТИКАТА

Ганчо Ганчев¹

1. УВОД

Типично за текущата глобална финансова криза (2008-2010 г.) е предаването на негативни сигнали от финансовия към реалния сектор и обратно. Класическата дихотомия, предполагаща, че парите са неутрални и засягат само ценовото равнище, но не и реалните параметри на икономиката като БВП в постоянни цени, инвестиции, заетост и т.н., очевидно не е в сила. При това положение от изключително значение при анализа на финансовата криза е разкриването на механизма на взаимодействие между реалния и финансовия (монетарния) сектор. За целта е направен опит за конструиране на теоретичен модел на икономика, интегриращ реалния и финансовия сектор, и позволяващ описването на взаимодействието между тях. Върху тази теоретична основа е разгледано реалното развитие на глобалната финансова криза и отражението ѝ върху българската икономика.

Разработката се състои от 6 части:

Първо – кратък увод, в който се разглеждат структурата и основните идеи на разработката.

Във втората част е формулиран модел на икономика с интегрирани реални и финансови пазари. В основата на модела е разширеното правило на Кловер, което изисква задължително парично посредничество както на реалните, така и на финансовите пазари.

Третата част изследва движението на така формулираната система от пазари към равновесие, в основата на което е скоростта на обръщение на паричната маса.

Четвъртата част е посветена на взаимодействието между реалната и финансовата икономика при движението към равновесие. Разгледани са различни типове движение към равновесие – монетаристки, неокейнсиански и модел на реалните бизнес цикли.

Петата част и посветена на развитието на глобалната финансова криза и мерките на координираната икономическа политика с акцент върху политиката на ЕС.

И най-после – шестата част, анализира икономическото развитие и мерките на икономическата политика на България.

¹ Ганчо Ганчев е доктор по икономика, доцент в Югозападния Университет “Неофит Рилски” – Благоевград; e-mail: gtganch@yahoo.com

2. МОНЕТАРНА ИКОНОМИКА С КРЕДИТНИ ПАРИ

Наличието на парично обръщение в дадена икономическа система елиминира необходимостта от двустранно съвпадение на потребностите между всяка двойка икономически агенти, въввлечени в стопанския обмен (Jevons, 1875), разширявайки по такъв начин обхвата на възможните транзакции. От друга страна обаче, тъй като при размяната на стоките срещу пари нямаме взаимодопълняемост на целите при двустранния обмен, актът на размяната не разкрива цялата информация относно намеренията на участниците. Това означава, че са необходими допълнителни транзакции, за да може икономическата система да достигне равновесие.

Парите като средство за обръщение пренасят икономически сигнали от един агент към друг, превръщайки се в необходим инструмент за преодоляване на пазарните неравновесия. Интуитивно е ясно, че скоростта, с която тези сигнали протичат в икономиката, е от решаващо значение за бързината на движението към равновесие.

За да можем да анализираме този проблем, ние имаме нужда от икономика, в която парите извършват обръщение както в условията на макроикономическо равновесие, така и при неравновесие, елиминирайки необходимостта от двустранно съвпадение на потребностите (ДСП), формулирана от Джевонс.

За да анализираме този вид проблеми, имаме нужда от теоретичен модел на монетарна икономика, способен да отговори на въпросите, свързани със скоростта на обръщение на парите.

Първият принцип, на който трябва да отговори една такава икономика, според нас, е правилото на Кловер (Clower rule): “парите купуват стоки и стоките купуват пари; но стоките никога не купуват стоки” (Clower, 1967). С оглед целите на настоящата разработка обаче, ние налагаме допълнително ограничение. Парите купуват финансови инструменти и финансовите инструменти купуват пари, но финансовите инструменти никога не купуват стоки или други финансови инструменти².

Това разширено правило на Кловер свежда на практика всички финансови инструменти до различни видове парични субститути и позволява конструирането на стилизирана финансова система, която може да бъде сведена до банковото посредничество. Освен това, прилагането на разширеното правило на Кловер означава, че всеки процес в реалната икономика има парично-финансово измерение и обратно. Описанието на този вид парична икономика се нуждае от допълнителни построения.

Премахването на правилото на ДСП е възможно единствено като едновременно елиминиране както на двустранните пространствени ограничения, така и на ограниченията на обмена във времето. С други думи, всеки обмен, който не се подчинява на правилото за ДСП предполага спестяване (респективно функцията на парите за средство за натрупване) – един от участниците в обмена, а именно продавачът, не получава непосредствено стоките и услугите, от които има нужда, но, макар и за

² Това означава например, че такъв финансов инструмент като менителницата или не се използва, или незабавно бива дисконтиран на паричния пазар.

кратък период, “спестява” своя паричен доход. Продължителността на подобно спестяване може да бъде много кратка.

Другата страна в обмена, купувачът, или трябва да използва предишни спестявания, или трябва да получи финансиране от трета страна – банковата (финансова) система. Предварителни спестявания могат да съществуват само и единствено ако институциите, извършващи парична емисия, вече съществуват. Следователно монетарната икономика неявно предполага наличието на три функционални типа икономически агенти – продавач (също спестител-заемодател), купувач (също заемополучател) и финансов посредник (банкова институция).

Този механизъм на обмен предполага три основни функции на парите, а именно средство за натрупване (*store of value*), средство за обръщение (*medium of exchange*) и мащаб на цените (*numéraire*) и позволява елиминирането на правилото на ДСП чрез генерирането на спестявания и авансиране на купувача. Разгръщането на тези функции позволява конструиране на сравнително проста икономика с пари, емитирани от банковата система.

Предлаганият подход на моделиране на паричната система³ се отличава както от теорията на т.нар. обменен кредит (*exchange credit*), така и от теорията на капиталовите активи (*asset capital*), виж по-подробно в материала на Гилман, Сиклош и Силвър⁴ (Gillman, Siklos and Silver, 1997).

В рамките на тази разработка ние обединяваме кредита и парите, тъй като двете понятия се различават главно в детайлите (срочността), споделяйки един и същ произход (депозитите и кредитите се базират върху паричното обръщение посредством механизма на паричния мултипликатор). Освен това, при действието на разширеното правило на Кловер, останалите финансови активи също произхождат от паричното обръщение, тъй като трябва да бъдат продадени (разменени срещу пари), за да изпълнят своите функции.

Нека въведем равновесна система⁵ от n стоки и финансови инструменти, като парите са един от финансовите активи.

Нека обозначим равновесното векторно произведение с $\hat{p} \cdot \hat{x}$, където $\hat{p}$ и $\hat{x}$ са векторите съответно на равновесните цени и количества ($\hat{p} \cdot \hat{x} \geq p \cdot x$) на всички n стоки, услуги и финансови инструменти. Цените в случая са въведени като количеството парични единици, срещу които се разменя единица от дадената стока или финансов инструмент.

Паричният доход, генериран от икономическите агенти, зависи от цените (количеството пари за единица стока) и скоростта на обръщение на парите. Доходът може да бъде изразен като $(p \cdot i) \cdot v$, където p , i и v са съответно векторите на цените, единичният вектор (дефиницията на единиците ще бъде дадена по-късно) и ско-

³ Нашият подход, предполагащ създаването на парите *ex nihilo*, е най-близък до т.нар. “верижна теория на парите” (*circuit theory of money*), виж по-подробно (Panagopoulos, Y., Spiliotis A., 2005).

⁴ Според гореспоменатите автори кредитът, за разлика от капиталовите активи, е най-близкият субститут на парите. Според споделяния от нас възглед самите пари имат кредитен произход.

⁵ Под равновесна система от n пазари разбираме равенство на търсенето и предлагането, както и оптималност, в смисъл, че векторното произведение на оптималните цени и количества е по-голямо или равно на производението на всяка друга комбинация на цени и количества.

ростта на обръщение на парите съответно. Тъй като по определение цените са равни на количеството пари за единица от съответната стока, имаме:

$$(1) \quad p \cdot i = \sum_{i=1}^n p_i = p_1 + p_2 + \dots + p_n = P = \sum_{i=1}^n m_i = m_1 + m_2 + \dots + m_n = M^0,$$

където $m_1, m_2, \dots, m_n$ са количествата налични пари за единица от съответния продукт, а $p_1 = m_1, p_2 = m_2, \dots, p_n = m_n$; M^0 и P са количеството пари (в случая приемаме, че това е паричната база) и съответно ценовото равнище.

Приемаме по-нататък, че скоростта на обръщение е еднаква за всички икономически агенти. Това е силна хипотеза, тъй като тя предполага, че всички пазари и икономически агенти са взаимосвързани и синхронизирани посредством паричните потоци. Това допускане ще бъде изследвано специално по-нататък.

Паралелно с това въвеждаме проста банкова система. Централната банка емитира пари, гарантирани с активи на държавата (държавни ценни книжа) и търговските банки (резерви). Банките създават депозитни пари и предоставят заеми. Парите съществуват главно в електронна форма като депозити и текущи сметки. Паричната база навлиза в обръщение или посредством закупуването на ДЦК от Централната банка, или чрез рефинансиране на търговските банки. Търговските банки създават пари, приемайки депозити и предоставяйки паралелно заеми за финансиране на търговските операции на своите клиенти. При банковите разплащания, породени от търговския обмен, парите се оказват в последна сметка пасив на купувача и актив на продавача.

В този пункт нашите виждания за парите се отличават от традиционния подход, известен като “парични средства в аванс” (Cash in Advance-CIA), разграничаващ парите и кредита. Ние изхождаме от основополагащата идея, че парите са инструмент, базиран върху кредита⁶. Дори парите, съществуващи под формата на свръх-резерви на търговските банки в централната банка, могат да се разглеждат като краткосрочни облигации с нулев доход, генериращи печалба посредством паричните услуги, които предоставят на своите държатели.

В нашата система няма съществена разлика между депозитните пари и другите финансови инструменти. Ако дългосрочни облигации например се използват за финансиране на корпоративни инвестиционни проекти, те трябва първо да бъдат продадени на финансовия пазар. Получените по този начин налични пари, след закупуването на необходимото физическо оборудване от емитента, се връщат обратно в обръщение, точно както и в случая с паричния мултипликатор. Това означава, че по принцип всички финансови инструменти могат да бъдат разглеждани като част от паричния мултипликатор.

⁶ Дори книжните пари, емитирани от Централната банка, представляват винаги пасив на последната, пасив, който се обезпечава или с ДЦК или с чуждестранни активи, обикновено чужди ДЦК, в случаите на валутни режими, близки до валутен борд. С други думи и парите, емитирани от Централната банка, също имат кредитен характер.

Ето защо банкова система, състояща се единствено от централна банка и търговски банки, емитиращи електронни депозитни пари, може да се разглежда като добро приближение на финансова система, разполагаща с развити финансови пазари. Във всеки случай такава банкова система притежава всички характеристики, необходими за нашето изследване.

По-нататък предполагаме, че всеки икономически агент предлага стоки и услуги на пазара, използвайки своите първоначални запаси. Отделните икономически агенти обаче могат да продават не само стоки, но и финансови инструменти (да получават заеми), за да покриват своите евентуални дефицитни позиции.

Предлагането (производството) на стоки предполага закупуването на суровини и предмети на труда от други икономически агенти. Включваме към закупуваните стоки (inputs) и личното потребление. Предлагащите стоки се разменят срещу пари, а парите се използват за купуване на необходимите при производството и потреблението продукти, както и за закупуване на финансови инструменти, в т.ч. натрупване на парични запаси.

Първоначалните продажби създават, от една страна, задължнялост към банките, и натрупване на текущи сметки и депозити, от друга. По нататък участниците в обмена могат да купуват стоки, използвайки своите парични натрупвания или заемайки средства от банките (продавайки финансови инструменти). Средствата, получени от продажбите, отиват или за погасяване на заемите, или за натрупване на спестявания (купуване на финансови инструменти).

Приемаме също, че количеството на широките пари в обръщение се равнява на настоящата стойност на допълнителния бъдещ очакван доход, който длъжниците следва да върнат на крайните кредитори, минус транзакционните разходи, свързани с банковото посредничество.

В съответствие с идеите на Бхатачарая и Такор (Bhattacharaya and Thakor, 1993), а също така и на Броекер (Broecker, 1990), ние разглеждаме банките като коалиции от индивидуални заемодатели и заемополучатели, използващи икономии от мащаба и икономии от предоставянето на комплексни услуги (economies of scale and scope) в областта на транзакционните технологии. По такъв начин заемополучателите продават, а заемодателите купуват финансови инструменти посредством банките. Самите банки са посредници, продаващи финансови услуги, представляващи част от съвкупното търсене и предлагане.

Банките индиректно контролират бъдещите продажби на стоки и услуги, управлявайки процеса на предоставяне и погасяване на заемите. По такъв начин финансовите пазари създават един имплицитен фючърсен пазар на стоки и услуги на реалната икономика. Цените на този имплицитен фючърсен пазар взаимодействат с всички останали цени в рамките на механизма на общото равновесие.

За да се визуализира механизмът на плащания и доставки на стоки и услуги, е разработена таблица, близка до матрицата, сумираща финансовите потоци между основните сектори и пазари в една отворена икономика (виж например Гондолфо: Gandolfo, 1978).

Редовете на таблицата представляват декомпозиране на плащания и доставките в икономиката по пазари (в този случай n пазара), докато стълбовете отразяват транзакциите и балансите на икономическите агенти (m агенти).

Таблица 1

Таблица на плащанията

Agents Markets	1 $\sum_{i=1}^n p_i x_{i1} + m_1^0$	2 $\sum_{i=1}^n p_i x_{i2} + m_2^0$	...j $\sum_{i=1}^n p_i x_{ij} + m_j^0$	n $\sum_{i=1}^n p_i x_{in} + m_n^0$	$\sum_{i=1}^n \sum_{j=1}^m (p_i x_{ij} + m_j^0)$
1 $F_1; M_1^0 > \sum_{j=1}^m m_j^0$	$\Delta m_{11}^0 = -p_1 x_{11}$	$\Delta m_{12}^0 = -p_1 x_{12}$	.. $\Delta m_{1j}^0 = -p_1 x_{1j}$	$\Delta m_{1n}^0 = -p_1 x_{1n}$	$\sum_{j=1}^m \Delta m_{1j}^0 + \sum_{j=1}^m p_1 x_{1j} = 0$
2 $F_2; M_2^0 > \sum_{j=1}^m m_j^0$	$\Delta m_{21}^0 = -p_2 x_{21}$	$\Delta m_{22}^0 = -p_2 x_{22}$	.. $\Delta m_{2j}^0 = -p_2 x_{2j}$	$\Delta m_{2n}^0 = -p_2 x_{2n}$	$\sum_{j=1}^m \Delta m_{2j}^0 + \sum_{j=1}^m p_2 x_{2j} = 0$
..i $F_i; M_i^0 > \sum_{j=1}^m m_j^0$	.. $\Delta m_{i1}^0 = -p_i x_{i1}$	.. $\Delta m_{i2}^0 = -p_i x_{i2}$	.. $\Delta m_{ij}^0 = -p_i x_{ij}$	$\Delta m_{in}^0 = -p_i x_{in}$	$\sum_{j=1}^m \Delta m_{ij}^0 + \sum_{j=1}^m p_i x_{ij} = 0$
m $F_n; M_n^0 > \sum_{j=1}^m m_j^0$	$\Delta m_{n1}^0 = -p_n x_{n1}$	$\Delta m_{n2}^0 = -p_n x_{n2}$	.. $\Delta m_{nj}^0 = -p_n x_{nj}$	$\Delta m_{nm}^0 = -p_n x_{nm}$	$\sum_{j=1}^m \Delta m_{nj}^0 + \sum_{j=1}^m p_n x_{nj} = 0$
$\sum_{i=1}^n F_i = 0;$ $\sum_{i=1}^n \sum_{j=1}^m \Delta m_{ij}^0 < \sum_{i=1}^n F_i$	$\sum_{i=1}^n \Delta m_{i1}^0 + \sum_{i=1}^n p_i x_{i1} = 0$	$\sum_{i=1}^n \Delta m_{i2}^0 + \sum_{i=1}^n p_i x_{i2} = 0$	$\sum_{i=1}^n \Delta m_{ij}^0 + \sum_{i=1}^n p_i x_{ij} = 0$	$\sum_{i=1}^n \Delta m_{in}^0 + \sum_{i=1}^n p_i x_{in} = 0$	

Първият ред сумира първоначалните ресурси на всички m агенти ($\sum_{i=1}^n p_i x_{ij} + m_j^0$).

Тези ресурси включват стоки и финансови инструменти (количества, умножени по цени; цените на финансовите инструменти представляват числа, приравняващи

номинала на единица от съответния инструмент и неговата пазарна цена⁷) плюс налични пари m_j^0 . Паричната база е включена в индивидуалните пазарни уравнения, но е отделена при първоначалните ресурси поради особената ѝ роля при създаването на дохода.

Когато даден икономически агент купува стоки или финансови инструменти, ние имаме съответно $\Delta m_{ij}^0 < 0$ и $p_i x_{ij} > 0$. Ако икономическият агент продава стоки или инструменти, знаците се сменят. Сумирането на всички операции по стълбове и редове винаги дава нула.

Равенството $\sum_{i=1}^n F_i = 0$ отразява закона на Валрас. Неравенството $\sum_{i=1}^n \sum_{j=1}^m \Delta m_{ij}^0 < \sum_{i=1}^n M_i^0$

означава, че не цялото количество пари е ангажирано в трансакции, следователно предпазният мотив за натрупване на пари действа ефективно.

Цената на вземането и даването на пари назаем се равнява на лихвения процент, докато всички останали разходи, свързани с мониторинга и контрола от страна на банките, са представени от цените на трансакционните услуги, предоставяни от банките. Ролята на лихвения процент е като при оптималния инвестиционен анализ, свързан с даване и вземане на пари на заем при Хиршлайфер (Hirschleifer, 1958).

3. ДВИЖЕНИЕТО КЪМ РАВНОВЕСИЕ И СКОРОСТТА НА ОБРЪЩЕНИЕ НА ПАРИТЕ

Продължавайки по-нататък, ще отбележим, че в условията на равновесие в една парична икономика векторът на равновесните цени и количества на разменяните стоки предполага и равновесно количество пари в реално изражение. В частност предполагаме, че $\hat{M}^0 = \hat{M}^0(\hat{p}, \hat{x})$, където $\hat{M}^0$ представлява реалното равновесно равнище на количеството пари (паричната база) в икономиката.

В нашата икономическа система парични приходи могат да бъдат генерирани само чрез обмен на стоки и финансови инструменти срещу пари. Само парите (паричната база) могат да бъдат използвани за закупуването на стоки и финансови инструменти (квази пари).

Ние приемаме също, че всяко единично обръщение засяга всички пазари⁸.

⁷ Да предположим, че номиналът на даден финансов инструмент (депозит) е x и неговият период е една година. Неговата настояща цена (без лихвата) е $x_p = \frac{x}{(1+r)}$. Цената е $(1+r) = p$, където r е лихвата, а p цената. Произведението е $px_p = x$. По такъв начин ние можем да дефинираме широките пари като произведение от цените и сегашната стойност на финансовите инструменти. Когато лихвеният процент е ефективно начислен, той се добавя към номинала на финансовия инструмент, който нараства от x на x_1 .

⁸ От математическа гледна точка това може да бъде гарантирано, ако разглеждаме скоростта на обръщение на парите като собствено значение на някаква матрица, съставена от индивидуалните скорости на обръщение на отделните агенти или пазари.

За да разгледаме резултатите от паричното обръщение, сменяме обозначенията, като разглеждаме не икономика от n стоки и m икономически агента, а от n стоки и m финансови инструмента. Под единична циркулация разбираме такъв отрязък от време, в течение на който икономическите агенти купуват, респективно продават единица от всички намиращи се в обръщение $n+m$ стоки и финансови инструменти.

Тъй като единиците могат да бъдат избрани произволно, единична циркулация е всеки период, в течение на който се генерират ненулеви продажби от всички n стоки и m финансови инструменти. Периодът на обръщение (t_c) се равнява на обратната величина на скоростта на обръщение ($t_c = 1/v_0$).

Трябва да се прави ясна разлика между t_c и T или между периода на обръщение и периода на калкулиране на скоростта на обръщение. Периодът, за който изчисляваме скоростта на обръщение (месец, тримесечие, година и т.н.), е свързан пропорционално със скоростта – колкото по-дълъг е периодът, толкова повече обръщения може да извърши паричната маса. Циркулационният период (времето, необходимо за едно обръщение) е величина, обратна на скоростта.

Ние предполагаме по-нататък, че икономиката има нужда от повече от едно обръщение, за да достигне равновесие, като паричното обръщение създава не само доход, но паралелно възпроизвежда и паричната маса⁹. Допускаме, че икономиката се нуждае от няколко обръщения за достигане на равновесие. Предполагайки, че реалният сектор е в равновесие, можем да запишем:

$$(2) \quad M_t^0 v_0 = P_t \cdot (\hat{p}_T \cdot \hat{x}_T) + \mu M_t^0 = M_t^0 (v_0 - \mu) = M_t^0 v_h = P_t \cdot (\hat{p}_t \cdot \hat{x}_t),$$

където P_t е ценовият индекс на реалния сектор, $\hat{p}_T \cdot \hat{x}_T$ представлява реалния равновесен доход (производство) за някакъв фиксиран период T ($T > t_c = 1/v_0$), μ е паричният мултипликатор, а v_0 и v_h са различно дефинирани скорости на обръщение на парите. От уравнение (2) е очевидно, че ние разделяме реалния и финансовия сектор с аналитични цели. Това е необходимо с оглед обособяването на определени взаимозависимости между двата сектора, докато същевременно те си остават част от системата на общото равновесие.

В това отношение са необходими някои допълнителни пояснения. Първо, разделянето на реалния от финансовия (паричния) сектор води до появата на нов член от дясната страна на класическото уравнение на обмена (equation of exchange) на Фишер. Това е така, защото паричното обръщение не само генерира доход, но генерира и ликвидира финансови инструменти (депозитите и другите финансови инструменти се продават срещу пари или пък биват погасявани чрез парични плащания).

⁹ Според циркулационната (верижна) теория на парите (circuit theory of money) в процеса на обръщението се генерират нови задължения (финансови инструменти) и се ликвидират стари, т.е. съществуващото количество широки пари е резултат от паричното обръщение и действието на мултипликатора.

Финансовият мултипликатор μ е нещо като “вертикална” скорост на обръщение на парите.

В нашия случай мултипликаторът се интерпретира като броя на обръщенията на паричната база, необходим за финансиране на общото количество намиращи се в обръщение финансови инструменти (пазарната капитализация). Вертикалната скорост очевидно зависи от средната срочност на емитираните финансови инструменти. Хоризонталната (засягаща реалната икономика) и вертикалната (отнасяща се до финансовия сектор) скорост на обръщение трябва да бъдат съвместими, т.е. трябва да бъдат изчислени за един и същ период. За тази цел приемаме, че калкулационният период T се равнява като минимум на средния матуритет на финансовите инструменти, купувани и продавани на финансовия пазар. Същевременно приемаме, че средният матуритет на финансовите инструменти превишава или е равен на циркулационния период на хоризонталната скорост на обръщение на паричната маса.

Въз основа на (2) можем да въведем няколко типа скорости на обръщение на парите.

На първо място, общата скорост на обръщение v_0 . Общата скорост се равнява на сумата от “хоризонталната” и “вертикалната” скорости, или $v_0 = v_h + \mu \cdot v_0$, $\mu \in (0, +\infty)$.

Второ, “хоризонтална” скорост на обръщение по отношение на дохода (income velocity of money) $v_h = v_0 - \mu$. Това е традиционното разбиране за скорост на обръщение от уравнението на Фишер.

Трето “вертикална” или финансова скорост на обръщение (паричен мултипликатор) $\mu = v_0 - v_h$.

Отбелязаните три скорости засягат паричната база. Ние обаче можем да въведем скорост на обръщение на широките (квази) пари по отношение на дохода (вземайки предвид, че $M = \mu M^0$) и тогава $v_b = \frac{v_0}{\mu} - 1$, където $\frac{v_0}{\mu} > 1$ по определение.

Тези четири типа скорости могат да бъдат характеризирани както следва:

Общата скорост на обръщение е транзакционна скорост в широкия смисъл, т.е. тя включва и финансовите трансакции. Може да се предположи, че тази скорост нараства в дългосрочен план. Общата скорост никога не достига своя технически максимум, тъй като в такъв случай ликвидните резерви трябва да намалеят до сумата от раздела парични преводи в процес на прехвърляне от балансите на икономическите агенти. С други думи, общата транзакционна скорост на обръщение може да достигне максимум само ако предпазният мотив за натрупване на парични активи намалее да нула¹⁰.

“Хоризонталната” скорост на обръщение на парите по отношение на дохода се равнява на разликата между общата скорост и мултипликатора. Ако предположим, че в дългосрочен план мултипликаторът расте по-бързо от общата скорост на обръщение, което предполага, че широките пари растат по-бързо както от парична-

¹⁰ Следователно, ако допуснем, че в дългосрочен план относителната тежест на предпазния мотив нараства, то общата скорост на обръщение също следва да се забавя.

та база, така и от БВП по текущи цени, то хоризонталната скорост на обръщение би следвало на намалява в дългосрочен план. Такова развитие е в съответствие с монетаристката хипотеза, с изключение на хипотезата за стабилност на скоростта на обръщение (последното може да бъде частично вярно по отношение общата скорост на обръщение).

По отношение на **“вертикалната” скорост на обръщение** може да се предположи нарастване в дългосрочен план, но нарастване, съпроводено с голяма нестабилност. “Вертикалната” скорост може да бъде интерпретирана като проява на кейнсианския финансов мотив за натрупване на пари (Keynes, 1937) в смисъл, че допълнителни количества пари би трябвало да бъдат натрупвани от икономическите агенти, за да може да се гарантира безпроблемното функциониране на финансовите пазари.

И най-сетне, по отношение на **широките пари**, може да се предположи слаба тенденция към забавяне скоростта на обръщение, плюс известна нестабилност.

Както вече беше отбелязано, (1) е вариант на твърдението на Фишер. В дадения случай приемаме, че лявата страна на уравнение (1) отразява взаимоотношенията между икономическите агенти, докато дясната страна отразява пазарното равновесие.

Ако разделим (2) на ценовия индекс, получаваме:

$$(3) \quad \tilde{M}_t^0 v_t^h = \hat{p}_T \cdot \hat{x}_T,$$

където $\tilde{M}_t$ е реалното парично предлагане в момент t . Трябва да се има предвид, че $\tilde{M}_t^0 < \hat{p}_T \cdot \hat{x}_T$ при $T > t_c = 1/v_t^h$, тъй като в обратния случай би трябвало да имаме или $\tilde{M}_t^0 = \hat{p}_T \cdot \hat{x}_T$, или $\tilde{M}_t^0 > \hat{p}_T \cdot \hat{x}_T$. Равенство би означавало, че целият доход през периода T е спестен от продавачите, респективно финансиран чрез заеми за продавачите, при което парите не извършват обръщение, като циркулационният и калкулационният период съвпадат, а скоростта на обръщение е единица¹¹. Възможността за $\tilde{M}_t^0 > \hat{p}_T \cdot \hat{x}_T$ се изключва, тъй като по определение разглеждаме период, с повече от едно обръщение на паричната маса.

Неравенството $\tilde{M}_t^0 < \hat{p}_T \cdot \hat{x}_T$ изисква скоростта на обръщение да бъде винаги по-голяма от единица, в противоположност на класическия вариант на CIA, което предполага избор на достатъчно дълъг калкулационен период T . При интерпретацията на (3) трябва да се има предвид, че финансовият сектор е включен имплицитно в уравнението, тъй като хоризонталната скорост на обръщение се равнява на разликата между общата скорост и мултипликатора.

След тези пояснения сме готови да формулираме следващото Положение.

¹¹ Теоретичните концепции, при които скоростта на обръщение е единица, както например CIA, фактически разглеждат само такива периоди в развитието на икономиката, при които циркулационният и калкулационният период съвпадат.

Положение 1: Ако реалното парично предлагане е фиксирано на оптималното равнище¹² и ако в началната точка реалният паричен доход е под оптималното равнище, т.е., ако $p \cdot x < \hat{p} \cdot \hat{x}$ и $\hat{M}_t^0 v_t^h = p \cdot x < \hat{p} \cdot \hat{x}$, тогава само и единствено адекватно нарастване на скоростта на обръщение на паричната маса, т.е. такова нарастване, което да не превишава скоростта на обръщение в условията на равновесие, гарантира достигането на равновесното (оптимално) равнище на дохода.

Доказателство:

Очевидно, равновесната скорост на обръщение е $\hat{v} = (\hat{p}_T \cdot \hat{x}_T) / \hat{M}_t^0; \hat{M}_t^0 > 0$.

По определение $v_t^h < \hat{v}^h$. С други думи, само нарастване на скоростта от $\hat{v}_t^h$ до $\hat{v}^h$ може да гарантира достигането на равновесие, а всяко движение към равновесие предполага нарастване на скоростта на обръщение.

Положение 1 установява връзка между скоростта на обръщение по отношение на дохода и движението към равновесие при определени условия. Доколкото Положение 1 изисква оптимално реално количество пари (парична база) в обръщение, то предполага имплицитно някаква парична политика. Положение 1 е рестриктивно и в смисъл, че предполага, че един от пазарите, а именно паричният пазар, се характеризира с фиксирано предлагане, докато всички останали пазари на стоки, услуги и финансови инструменти се саморегулират.

Една важна последица от Положение 1 е, че при дадено реално количество пари забавянето на скоростта на обръщение индуцира отдалечаване от равновесието.

Връзката между скоростта на обръщение на парите и равновесието в икономическата система не е нещо напълно ново. Както отбелязва Фелпс (Phelps, 2007), нарастването на скоростта на обръщение е неутрално, ако икономическите агенти имат *правилни* очаквания, но ако това не е така и ако Централната банка реагира със закъснение, то всеки позитивен шок върху скоростта на обръщение ще доведе ценовото равнище и заплатите до по-високо ниво.

В нашия контекст процесът е обърнат. Ако икономиката е в равновесие, но някакво автономно нарастване (свиване) на търсенето или предлагането я извади от равновесие, то икономическата система е или в състояние на свръхтърсене, или на недостатъчно предлагане, като и в двата случая имаме отклоняване от оптималното равнище. Това отклонение, както в случая на прекомерно нарастване на търсенето, така и на свиване на предлагането, неизбежно се предшества от забавяне на скоростта на обръщение. И в двата случая връщането към равновесие предполага ускоряване скоростта на обръщение.

Динамиката на скоростта на обръщение очевидно зависи освен всичко друго и от използвания паричен агрегат. До тук използвахме паричната база. Уравнение (3) може лесно да бъде преформулирано с използването на широките пари.

¹² Фиксирането на паричното предлагане на оптимално равнище не означава равновесие на паричния пазар, тъй като последното предполага оптимална цена (лихва) и равновесие на всички останали пазари.

$$(4) \quad \frac{\hat{M}_t}{\hat{\mu}_t} \hat{v}_t^h = \hat{p}_T \cdot \hat{x}_T,$$

където $\hat{\mu}_t$ е (равновесният) паричният мултипликатор, а $\hat{M}_t$ е реалното равновесно количество пари. По-нататък можем да определим $\hat{v}_t^b = \frac{\hat{v}_t^h}{\hat{\mu}_t}$, където $\hat{v}_t^b$ е (равновесната) скорост на обръщение на широките пари, като в последна сметка получаваме:

$$(5) \quad \hat{M}_t \hat{v}_t^b = \hat{p}_T \cdot \hat{x}_T.$$

В уравнение (5) лявата страна също може да бъде изразена като произведение от количества и цени ($\hat{M}_t = \hat{p}_T^m \cdot x_T^m$) на паричните (финансовите) пазари. По такъв начин скоростта на обръщение на широките пари показва пропорцията между двата пазара за определен период. Уравнение (5) предполага също така, че скоростта на обръщение на паричната база винаги е по-висока от тази на широките пари. Ако паричният мултипликатор се променя в една или друга посока, то широките и тесните пари и техните скорости на обръщение могат да имат различна динамика.

Следващият проблем е стабилността на движението към равновесие. Този проблем може да бъде сведен до изучаването на система от $n+m$ диференциални уравнения от първи ред, отразяващи движението към равновесие на съответните пазари. Нека n да бъде броят на пазарите в реалната икономика, а m да бъде броят на финансовите пазари.

Ние приемаме, че излишното търсене (excess demand) на една парична единица $F_{iM} = F_i / M_1^0, F_{2M} = F_2 / M_2^0, \dots, F_{(n+m)M} = F_{(n+m)} / M_{n+m}^0$; където F_{iM} е излишното търсене на пазар i а M_i^0 е количеството пари на съответния пазар) е функция от скоростите на обръщение v_{ij}^{13} , т.е. $F_{iM} = F_{iM}[v_{i1}(t), v_{i2}(t), \dots, v_{ij}(t), \dots, v_{i,n+m}(t)]$, където v_{ij} е пресечната скорост (cross velocity) на обръщение, която се равнява на броя на плащанията от j към пазара i за един период. Излишното търсене се равнява на $F_i = \hat{p}_i \hat{x}_i - p_i^t x_i^t$, т.е. представлява отклонението от равновесието.

Ако приемем, че паричната база е фиксирана на оптимално равнище, тогава излишното търсене на една парична единица не е нищо друго, освен разликата между оптималната и ефективната скорост на обръщение на парите. При наличието на финансово посредничество е възможно плащане между произволен пазар и всеки друг пазар в рамките на интегрираната реална и финансова икономика.

В динамичен план системата може да бъде дефинирана, както следва:

$$(6) \quad \dot{F}(t) = \dot{F}(v_{ij}) = -V' F_m(t),$$

¹³ Излишното търсене на една парична единица не е нищо друго, освен скоростта на обръщение на излишното търсене.

където $F_m(t)$ е векторът на излишното търсене на една парична единица, а $V' = [v'_{ij}]$ е матрица с размерност $n + m \times n + m$. Отрицателният знак пред V' отразява обстоятелството, че икономическата система е под оптималното равнище и се стреми към равновесните значения на цените и количествата.

Решението на (6) е:

$$(7) \quad \phi(t; F^0) = e^{V't} F^0.$$

Трябва да се отбележи, че от определението за натурален логаритъм и експоненциална функция следва следното равенство: $e^{-V't} = -\sum_{k=0}^{\infty} V'^k \frac{t^k}{k!}$ (виж Такаума, 1990);

F^0 е $n+m$ вектор на първоначалното равнище на излишно търсене.

Елементите на матрицата V' са дефинирани като $F'_{im} = \partial F_{im} / \partial v_{ij} = \partial v_{ij} / \partial t = v'_{ij}$, или те представляват ускоряването на скоростта на обръщение от j -ия към i -ия пазар¹⁴.

Единичните ускорения на крос-скоростите на обръщение трябва да отговарят на ограничението $v'_{ij} \geq 0$.

Независимо от това, ние се нуждаем от допълнителен анализ на матриците V' , а също така и V , като V е матрицата на крос скоростите на обръщение на парите.

На първо място можем да отбележим, че матрицата V и нейния якобиан V' притежават, при определени условия, следното свойство:

$$(8) \quad V \cdot m = \lambda m; V \cdot m - \lambda I m = 0; (V - \lambda I)m = 0; \det(V - \lambda I) = 0.$$

В (8) V е матрицата на крос скоростите на обръщение m е векторът на количествата пари на един пазар, λ е собственото значение на матрицата V , I е единична матрица и $m \in M^0$ е векторът на парите в обръщение¹⁵. За да може (8) да бъде в сила, матрицата V трябва да изпълнява обичайните изисквания – да бъде неотрицателна и неразложима (виж: Такаума, 1990).

Собственият вектор m на матрица V е единствен до наличието на скаларен множител. Това означава, че инфлацията в (8) е неопределена. Както е добре известно, λ нараства с нарастването на всеки елемент от V . Ние интерпретираме λ като скоростта на паричното обръщение¹⁶. В резултат на това скоростта на обръщение зави-

¹⁴ Можем да заместим пазарите с икономическите агенти, както ще направим по-нататък, тъй като плащанията между икономическите агенти са в същото време и плащания между пазари със същото излишно търсене на една парична единица.

¹⁵ Уравнение (8) означава, че матрицата V детерминира линейна трансформация от $m \in M^0$ към множеството от възможни реализации на доход в парична форма. Ако заместим V с V' , получаваме трансформация към множеството на измененията в излишното търсене.

¹⁶ В текста това не е дискутирано в детайли, но λ може да се интерпретира като скорост на обръщение на парите “в движение”. Тази (ненаблюдаема) скорост и съответните количества “в движение”

си от динамиката на всички пазари и всички транзакции между икономическите агенти.

Уравнение (8) може да се разглежда също като формално извеждане на лявата част от уравнението на Фишер.

Ако количеството на парите в обръщение е фиксирано и ако приемем, без загуба на общност, че $M^0 = 1$, тогава очевидно всяко нарастване на $V \cdot m$ изисква интензифициране на агрегираната скорост на обръщение. Същото важи и за матрицата V' . Следователно, можем да запишем (8) като:

$$(9) \quad \phi(t; F^0) = P \cdot e^{-\Lambda' t} \cdot P^{-1} \cdot F^0,$$

където P е не-сингуларна пермутационна матрица, Λ' е диагонална матрица с диагонални елементи, равни на λ' и t е вектор-стълб, всички елементи на който се равняват на t . Приемаме също, че $\lambda' = v'$. Отрицателният знак пред матрицата на ускорението на скоростта на обръщение на парите гарантира движението към равновесие и неговата стабилност. По нататък можем да приемем, че $F_{1M}^0 = F_{2M}^0 = \dots F_{(n+m)M}^0$, т.е., че излишното търсене на една парична единица е едно и също на всички пазари.

Последното допускане се базира на арбитражни съображения – в парична икономика, при свободна разполагаемост с паричните активи, приходите (печалбите)

от една парична единица (последните могат да бъдат изразени като $\int_{v_0}^{\hat{v}} v_t^0 F_M(v) dv$), при движението към равновесие трябва да бъдат еднакви. Аналогичен извод е направен от Ким (Kim, 2002), като това положение е наречено “Закон за равните пределни скорости”. Очевидно е също така, че маржиналните скорости трябва да се стремят към преобладаващия лихвен процент.

Ако допуснем освен това, че v' е постоянно в периода на движение към равновесното състояние, то времето, необходимо за достигане на равновесието, се равнява на $t_e = \sqrt{2(\hat{v} - v_0)/v'}$. При това положение движението към равновесие, при нашите опростени условия, се свежда до скокообразно преминаване от $v' = 0$ при $t = t_0$, към ускоряване на скоростта на обръщение, като последната приема постоянно значение, примерно $v' = q$. Това продължава до момента $t_f = t_0 + t_e$, когато равновесието най-после е достигнато. Равновесието се достига на всички пазари едновременно, а ускорението се връща в нулева точка.

са оптималните са съответните параметри, свързани с “прехвърляне на неравновесието” от един икономически агент на друг. В този случай λ представлява горната граница на наблюдаемата скорост на обръщение. Наблюдаемата скорост включва освен транзакционното търсене на пари и предпазния, спекулативния и финансовия мотив. Скоростта, свързана с “парите в движение”, отразява действието на микроикономически мотиви, но общото количество на тези пари е детерминирано от параметрите на системата, като например наличието и дължината на затворените циркуляционни вериги на паричното обръщение.

При формулираните по-горе условия всяко отклонение от равновесното състояние би следвало да индуцира процес на връщане към равновесното състояние, основан на ускоряване скоростта на обръщение на парите.

Трябва да се отбележи, че нашето разбиране за скоростта на обръщение се отличава от традиционната гледна точка. В нашия случай скоростта на обръщение не е просто някакво средно съотношение между дохода и количеството пари в обръщение, а важна икономическа категория, притежаваща системни характеристики, величина, интегрираща икономическата система. Всяка ненулева скорост на обръщение предполага, че всички пазари са взаимосвързани¹⁷ и съществуват затворени вериги на парично обръщение. Тези изводи следват от определението и елементарните свойства на детерминантата на квадратната матрица.

Можем да сравним също така традиционния подход към уравнивяването на система от пазари с движението към равновесие, базиращо се върху скоростта на обръщение на парите.

4. ВЗАИМОДЕЙСТВИЕТО МЕЖДУ РЕАЛНАТА И ФИНАНСОВАТА ПОДСИСТЕМИ ПРИ ДВИЖЕНИЕТО КЪМ РАВНОВЕСИЕ

Нека разгледаме система от n реални и m финансови пазари. Общата скорост на обръщение е v_o . За да могат всички пазари от системата да се стремят едновременно към равновесие, е необходимо скоростта на обръщение на парите да нараства, от една страна, както и реалните части на собствените значения на якобиана на системата да бъдат отрицателни¹⁸, от друга. Системата е конструирана по традиционния начин – излишното търсене на всички пазари се разглежда като функция от всички $n+m$ цени на реалните и финансовите пазари. Собствено, якобианът е функция от първите производни на излишното търсене по отношение на всички $n+m$ цени.

Системата може да бъде декомпозирана в блок-матрица с четири елемента – матрици A , B , C и D . A е $n \times n$ квадратна матрица, представляваща частните производни на всички n функции на излишното търсене на пазарите от реалната икономика по отношение на цените от реалния сектор.

B представлява $n \times m$ матрица, състояща от частните производни на n реални функции на излишното търсене по отношение на m цени на финансовите пазари. Матрицата B отразява въздействието на цените на финансовия сектор върху равновесието на реалната икономика.

Матрицата C е $m \times n$ матрица състояща от частни производни на функциите на излишното търсене на финансовите пазари по отношение на цените в реалната ико-

¹⁷ Идеята, че всички пазари могат да бъдат свързани, независимо от отсъствието на директни технологични и други икономически връзки между тях, чрез паричната циркулация, не е нереалистична, ако съответната икономическа система разполага с развито финансово посредничество, тъй като посредством банковата система е възможно прехвърляне на пари между всяка възможна двойка пазари.

¹⁸ Якобинът е трансформиран в съответствие с подхода, възприет в Приложение №1.

номика. Матрицата C представлява обратната връзка от реалния към финансовия сектор.

И най-сетне, матрицата D е $m \times m$ квадратна матрица, включваща първите частни производни на финансовите функции на излишното търсене по отношение на цените на финансовите пазари.

Матриците A и D отразяват циркулирането на парите съответно в реалния и финансовия сектор. Матриците B и C са свързани с прехвърлянето на ликвидност от финансовия към реалния и съответно от реалния към финансовия сектор. Казано по друг начин, матриците B и C представляват пресичането между хоризонталната и вертикалната скорост на обръщение на парите¹⁹.

От формулата на Лайбниц за блок-матрици можем да представим общата детерминанта като произведение от два елемента $\det \begin{bmatrix} A & B \\ C & D \end{bmatrix} = \det(A) \det(D - CA^{-1}B)$. Блок-матричното уравнение показва, че за да се изпълни изискването за положителна обща детерминанта, първата и втората детерминанти трябва да имат еднакъв знак²⁰. Ако интерпретираме първата детерминанта като отразяваща стабилността на движението към равновесие на реалния сектор и втората детерминанта като разликата между саморегулиращите се параметри на финансовия пазар и взаимодействието между двата сектора, можем да направим някои изводи за взаимозависимостите между двата сектора.

Ако саморегулиращата реакция на реалния сектор е положителна ($\det(A) > 0$), втората детерминанта също трябва да бъде положителна ($\det(D - CA^{-1}B) > 0$). Това условие е изпълнено, ако отражението на взаимодействието между реалния и финансовия сектор има относително по-слабо въздействие от саморегулиращата се реакция на финансовия сектор. Тези изисквания могат да се формулират и като поставим финансовия сектор на първо място.

Под саморегулираща се реакция разбираме значенията на първите производни на функциите на излишното търсене по отношение на цените на същите пазари (виж Приложението). Ние приемаме по принцип, че знаците на елементите от главния диагонал на матрица D са положителни, но финансовите пазари са склонни към нестабилност в дългосрочен план (виж Приложението).

¹⁹ Например, нека разгледаме пазар $i \in n$ и пазар $j \in m$. Ако парите, получени от продажбата на финансов инструмент $j \in m$ (например банка открива нов депозит), се прехвърлят на пазар i за закупуване на инвестиционни стоки, то циркулирането на парите ще увеличи както дохода в сектор i и финансовите активи в сектор j (за по-голяма простота приемаме, че създаването на депозит и отпускането на заем се реализира едновременно). Това е взаимодействие между хоризонталната и вертикалната циркуляция на парите. Ако парите, генерирани от продажбата на продукти на сектор $i \in n$ се изразходват за закупуване на суровини от сектор $p \in n$, ние имаме процеси, свързани с хоризонталната скорост на обръщение на парите. Ако, от друга страна, пари, получени на заем, се инвестират в друг финансов инструмент, например акции, имаме проява на вертикално парично обръщение.

²⁰ Както беше отбелязано, за да бъде системата от уравнения стабилна, е необходимо собствените значения на матрицата да имат отрицателни реални части. Това условие е изпълнено ако главните минори на основната матрица са положителни.

Взаимодействието между пазарите е взето предвид чрез израза $CA^{-1}B$. Тъй като този израз се изважда от матрицата на финансовите пазари, взаимодействията трябва да бъдат или негативни, или относително слаби в абсолютно изражение, за да може системата да се движи към равновесие. Отрицателните значения на елементите в израза, отразяващ взаимодействието между реалния и финансовия сектор по принцип, е в противоречие с хипотезата за общата взаимозаменяемост, която е в основата на идеята за възможността за общо равновесие. Следователно в една монетарна икономика взаимозаменяемостта се реализира до голяма степен чрез пресичането на хоризонталната и вертикалната циркулации на паричното обръщение, при това, като правило, взаимодействията между реалния и финансовия сектор трябва да бъдат относително слаби, за да се гарантира стабилността на системата като цяло.

На базата на този анализ можем да дефинираме следващите три основни типа движение към равновесие монетаристки, неокейнсиански и вариант на теорията на реалните бизнес цикли.

Монетаристкият тип движение към равновесие може да бъде разбран като процес, предполагащ стабилна обща скорост на обръщение на парите ($v_0' = 0$). Тъй като, от друга страна, $v^0 = v^h + \mu$, общата стабилност е съвместима с противоположна динамика на хоризонталната и вертикалната скорост на обръщение на парите. Ускорението на динамиката на обръщение на широките пари $v^h = \frac{v^h}{\mu}$ може да има про-

изволен знак и тя да бъде както стабилна, така и нестабилна.

От друга страна, стабилността на общата скорост на обръщение на парите предполага, че $\det \begin{bmatrix} A & B \\ C & D \end{bmatrix} = 0$ ²¹. Тъй като не можем да приемем, че реалният и финансовият сектор не реагират на вътрешни и външни шокове, трябва да предположим, че е изпълнено условието $\det(D - CA^{-1}B) = 0$.

Интерпретацията е, че при постоянна обща скорост на обръщение на парите взаимодействието компенсира саморегулирането на финансовия сектор. В резултат на това парите са неутрални, в смисъл, че адаптирането към шоковете в рамките на финансовия сектор просто компенсира взаимодействията, докато реалният сектор се движи към равновесие. Това е възможно, ако общата взаимозаменяемост между реалния и финансовия сектор е ефективна. Обратната ситуация е възможна, когато динамиката на цените на нефта се разминава с тази на котировките на финансовите пазари, например²². Следователно монетаризмът предполага координирани дългосрочни очаквания за реалната и финансовата икономика.

²¹ Нулевото ускорение предполага отсъствие на общо движение на системата към равновесие, следователно и нулева детерминанта на якобиана на излишното търсене.

²² При обща взаимозаменяемост поскъпването или поевтиняването на енергоносителите би трябвало да бъде корелирано позитивно с котировките на фондовите борси. Обратното, рязкото поскъпване на нефта, при едновременно спад на финансовите пазари беше един от симптомите на финансовата криза през 2008 г.

Кейнсианският тип движение към общо равновесие може да бъде интерпретиран по два начина. Първо, като такъв тип еволюция на икономическата система, при която финансовите пазари се уравновесяват незабавно, докато реалният сектор изостава поради различни видове негъвкавост на цените (Rogoff, 2002).

В нашия контекст това означава, че ние можем да приемем, че $D=0$, при което трябва да бъде изпълнено условието $\det \begin{bmatrix} A & B \\ C & D \end{bmatrix} = \det(A)\det(-CA^{-1}B) > 0$. Интерпретацията е, че всяко уравновесяване на реалния сектор на икономиката ($\det(A) > 0$) трябва да бъде съпроводено с негативен израз, отразяващ взаимозависимостите между реалния и финансовия сектор, тъй като самият финансов сектор е стационарен (адаптирането на финансовия сектор вече е приключило). Това показва също, че финансовият сектор свръхреагира (overshoots) в смисъл, че той отчита *ex ante* въздействието *ex post* на реакциите на реалния сектор. От гледна точка на скоростта на обръщение това предполага фиксиран мултипликатор и (евентуално) нарастваща хоризонтална скорост на обръщение.

Неокейнсианската ситуация е обратната на монетаристката. Общата взаимозаменяемост е в сила, но сигналите, свързани със саморегулирането на финансовия сектор, не могат да бъдат предадени към реалния. Политиката на дефицитно финансиране не е нищо друго, освен засилено прехвърляне на ликвидност от финансовия към реалния сектор с цел преодоляване на недостатъчното търсене в последния. Подобна политика може да има положително въздействие ако не нарушава формираната се ценова структура във финансовия сектор. Последното е възможно, ако в банковата система са натрупани излишни резерви и ако фискалната и монетарната политики са добре координирани.

Алтернативната кейнсианска интерпретация предполага икономическа дестабилизация, инициирана от финансовия сектор. Това означава, че елементите от главния диагонал на D са положителни. Това е ситуация, която може да бъде интерпретирана като надуване на финансов балон. Вторият вариант предполага дори още по-силна антициклична политика. Това е ситуация, близка до текущата глобална финансова криза.

Третият тип уравновесяване се базира върху теорията на реалните бизнес цикли. Последната, особено нейната силна форма, постулира, че шоковете в реалната икономика водят до адаптиране на монетарния сектор, но обратното е невъзможно (McCalum & Benett, 1989), т.е. в сила е т.нар. класическа дихотомия, отхвърляща възможността за въздействие на монетарните върху реалните променливи. Общата скорост на обръщение на парите в такава икономика следва да бъде детерминирана от потребностите на реалния сектор.

В нашия контекст това означава, че $B=0$. В такъв случай имаме $\det \begin{bmatrix} A & B \\ C & D \end{bmatrix} = \det(A)\det(D)$. Съвместното движение към равновесие на реалния и финансовия сектор предполага отрицателни елементи на главните диагонали на матрици A и D . Движението към равновесие изисква също пълна независимост на реалния от финансовия сектор и обратното, тъй като, в съответствие с нашия модел, отсъствието на обратна връзка от монетарния към реалния сектор предполага и отсъствия на

въздействие от реалния към монетарния сектор. От гледна точка на различните скорости на обръщение това означава $\partial v^h / \partial \mu = \partial \mu / \partial v^h = 0$.

Най накрая ще отбележим, че в нашия анализ не ограничаваме факторите, които извеждат икономиката от първоначалното стабилно състояние и пораждаат процеса на връщане към равновесие. Това могат да бъдат технологични шокове, шокове свързани с цените на енергоносителите и суровините, както и шокове, породени от фискалната и монетарната политики (виж McGrattan, 2006).

Все пак в нашия случай има една обща закономерност, засягаща финансовите пазари. За да може интегрираната система от реални и финансови пазари да бъде стабилна, е необходимо спазването на принципа на общата взаимозаменяемост (gross substitutability), което в последна сметка се свежда до отрицателна връзка между излишното търсене (excess demand) на всеки пазар и цената на съответния продукт. При финансовите пазари обаче нарастването на цената може да индуцира не спад, а увеличаване на търсенето. Подобно поведение е характерно за спекулативните финансови балони. Ето защо можем да очакваме, че именно парично-финансовата система е в основата на икономическите кризи.

5. ЕВОЛЮЦИЯТА НА ГЛОБАЛНАТА ВАЛУТНО-ФИНАНСОВА СИСТЕМА И ТЕКУЩАТА ФИНАНСОВА КРИЗА

Великата депресия 1929-1933 г. показва, че един от пътищата за стабилизиране на световната икономика е засилването на процеса на международна институционализация и координация. Валутно-финансовата сфера постепенно се превръща в един от основните канали за международно регулиране. Необратимостта на националните валути, блокирането на международното движение на капитали, прекъсването на връзката между валутите и златото, както и почти повсеместното използване на клиринговата форма на разплащане в международната търговия, са само част от проблемите, които би следвало да бъдат преодоляни.

Изграждането на т.нар. Бретън-Уудска валутна система (1944 г.) и формирането на други международни институции (ГАТТ) изиграват ролята на повратен момент, формирайки за пръв път международния финансов и икономически ред отгоре надолу. Основните идеи на Бретон-Уудското споразумение са свързани с последователното прилагане на принципите на свободната пазарна икономика.

Освен това, Бретън-Уудската валутна система е едновременно последната фаза от отмирането на златния стандарт и първата крачка към изграждането на световна валутна система, базираща се изключително върху институции, координация на политики и прилагане на парична и фискална политика, като единствени номинални котви (nominal anchor) на парично-финансовата система.

Споразумението, подписано в Бретън-Уудс, Ню Хемпшир, САЩ, предвижда въвеждането на обратими валути, стабилни валутни курсове, свободно движение на капитали и свободна международна търговия. За реализирането на тези цели за пръв път се предвижда създаването на специализирани международни институции, разполагащи с определени права за провеждане на договорените политики.

Това са Международният валутен фонд (МВФ), Международната банка за възстановяване и развитие (МБВР или Световната банка) и Общото споразумение за митата и търговията (т.нар. ГАТТ, по-късно Световна търговска организация или СТО).

Ролята на МВФ, освен мониторинга и контрола върху спазването на международните договорености, включва функцията на международен кредитор от последна инстанция. При затруднение с платежните баланси съответните страни членки могат да се обърнат с искане за заем към МВФ. Финансирането обаче предполага провеждането на определена политика, насочена към елиминиране на дефицитите по текущата сметка, т.нар. принцип на условността.

Бретън-Уудската система предполага връзка със златото. Единствената валута обаче, която е официално обратима в злато по фиксиран курс, е американският долар. Обратимостта е в сила единствено за операциите между централните банки на страните членки. По такъв начин, макар и индиректно, обемът на международните ликвидни средства е обвързан със златните резерви на САЩ, като златото гарантира, до някаква степен, стабилността на международните и вътрешните ценови равнища.

За разлика от Първата световна война, САЩ предлагат на победените и пострадали от войната държави не контрибуции, а икономическа помощ. Това е т.нар. план Маршал. За разпределение на средствата е създадена Европейската организация за икономическо сътрудничество (1948 г.), а по-късно и Европейският платежен съюз (1950-1958 г.). Последният е нещо като многостранен клиринг, който е разпуснат след въвеждането на обратимост на националните валути на участващите страни.

Бързото икономическо възстановяване на Европа прави възможно и неизбежно по-тясното икономическо сътрудничество. Началото е поставено със създаването на Европейската общност на въглищата и стоманата (1951 г.) и подписването на Римския договор и създаването на Европейската икономическа общност (1957 г.) от шестте държави учредителки – Франция, Германия, Италия, Белгия, Холандия и Люксембург. Първоначално фокусът на сътрудничеството е либерализацията на търговията, изграждането на митнически съюз, свободното движение на стоки, услуги, капитали и работна сила, като постепенно се преминава към координация на икономическите политики, формирането на единни политики и валутно-икономически съюз.

Периодът на петдесетте и шестдесетте години на 20-ти век се характеризира с бързото икономическо развитие на Германия и Япония (т.нар. икономическо чудо) и разпадането на колониалните империи. Франция и Великобритания се стараят да компенсират това, изграждайки зони на валутно влияние, т.нар. зони на франка и стерлинга.

Ускореното икономическо развитие изисква увеличаване на международната ликвидност. Тъй като в центъра на системата е американският долар, търсенето на долари е изключително високо.

Това поражда две тенденции:

Първо, формира се т.нар. евродоларов пазар, т.е. междубанков депозитен и кредитен пазар на средства в долари извън САЩ, използван за финансиране на международни търговски операции.

Второ, САЩ регистрират хронични бюджетни и търговски дефицити. Дефицитите са резултат, от една страна, от огромните военни разходи и войните в Корея и Виетнам, и, от друга, следствие от необходимостта да се отговори на международното търсене на ликвидни средства.

За да се реши проблема с международната ликвидност, МВФ създава през 1969 г. т.нар. специални права за тираж (СПТ, Special Drawing Rights, SDR). Това е специална валута на МВФ в която се изразяват всички операции на фонда.

Дефицитите на САЩ водят до постепенно натрупване на доларови активи в централните банки на Франция, Великобритания, Германия и Япония. Става изгодно тези активи да се обменят срещу злато по официалния курс, след което златото да се продава на свободния пазар в Лондон по по-високата цена на свободния пазар. Опитът чрез създадения през 60-те години т.нар. „златен пул“ на централните банки цената на златото на свободния пазар да бъде държана под официалната, се провалят.

През 1971 г. президентът на САЩ Ричард Никсън обявява прекъсването на обрaтимостта на американския долар в злато, а с това и края на епохата на златния стандарт.

Непосредственият резултат от краха на златния стандарт е разпадането на системата на фиксираните валутни курсове. Появяват се множество валутни режими – свободно плаване, регулирано или „мръсно“ плаване, плаващи паритети, фиксирани курсове, парични съвети. Вторичният ефект е ускоряването на инфлационните процеси, особено след първия „нефтен шок“ (рязкото повишаване на цената на петрола от ОПЕК) от 1973 г.

Петролният шок създаде проблема с рециклирането на нефтодоларите, т.е. трансформирането на свободните доходи на страните, износителки на петрол, в банкови заеми и други финансови инструменти. Рециклирането даде допълнителен тласък за разширяване на евровалутните пазари.

През същата 1973 година Дания, Ирландия и Великобритания стават членове на Европейския съюз. Икономическото и политическо развитие на Европа постепенно прави авторитарните режими на Салазар в Португалия и Франко в Испания политически анахронизъм. Краят на тези режими през 1974 и 1975 г. съответно открива пътя към тяхното постепенно интегриране в ЕС. През 1979 г. демократичните процеси в самия ЕС водят да необходимостта от засилване на ролята на Европейския парламент, като европейските граждани за пръв път получават правото да избират директно своите представители в евроасамблеята.

Валутната нестабилност катализира идеите за изграждане на регионални зони на валутна стабилност и въвеждане на колективни валути. През 1973 г. бе създаден Европейският фонд за валутно сътрудничество, обединяващ 20% от валутните резерви на участващите страни, с цел стабилизиране на валутните курсове. През 1979 г. бе въведена Европейската валутна система, която предвиждаше ограничаване на колебанията на валутните курсове на националните валути на страните от

ЕИО в рамките на 2.25% нагоре и надолу от специално изчисления централен валу-тен курс.

Паралелно с монетарната интеграция в Европа, се проявиха кризисни явления във финансите на развиващите се страни, породени от сложните взаимозависимости между „центъра” и „периферията” на световната икономика (Ганчев, 1987). Ус-корената индустриализация и повишаването на цените на петрола, доведоха до стремително нарастване на външните дългове на развиващите се страни и тежестта на тяхното обслужване.

В допълнение интензивната инфлация през 70-те и 80-те години на миналия век и породените от нея високи номинални лихви доведоха до положение, при което редица развиващи се страни не бяха в състояние да обслужват своите външни дългове. От гледна точка на кредиторите тези дългове засегнаха предимно транснационалните банки и техните вложители, тъй като финансирането на държавите от „третия” свят се извършваше главно под формата на консорциални банкови заеми, отпускани на съответните правителства от развиващите се страни.

Първият сигнал за настъпването на международната финансова криза беше обявяването през 1982 г. на мораториум върху погасяването на главницата на външния дълг от правителството на Мексико. В последствие редица други развиващи се страни, като Аржентина, Бразилия, Венецуела, Уругвай и др., преминаха през финансови затруднения, свързани с външната задлъжнялост.

За да се избегне краха на световната финансова система, МВФ активно се включи в процеса на реструктуриране на външния дълг на развиващите се страни. Бяха приложени последователно два плана на двама американски министри на финансите Джеймс Бейкър (1985 г.) и Никълъс Брейди (1989 г.). Бяха приложени различни механизми – продажба на задълженията на развиващите се страни на вторичните пазари, замяна на дълг срещу собственост, реструктуриране на дълговете.

Повечето операции по регулиране на задлъжнялостта на държавите от „третия свят” се извършваха координирано с МВФ. Това означава, че на практика частните банки кредиторки, организирани в т.нар. Лондонски клуб, и държавите кредиторки от Парижкия клуб сключват договорености за реструктуриране на външните задължения, но само при наличие на стабилизационно споразумение между съответната страна и МВФ.

Осемдесетте години на 20-те век поставят началото и на цялостната социално-икономическа криза на комунистическия блок. Особено остро тази криза се проявява в Полша със създаването на профсъюза Солидарност, начело с Лех Валенса, през 1980 година. Паралелно с това, с приемането на Гърция за член на общността през 1981 г., а по-късно и на Португалия и Испания през 1987 г., се поставя окончателно краят на авторитарната политическа традиция в южна Европа. През 1987 г. се приема и т.нар. Единен европейски акт, чрез който се поставя началото на шестгодишна програма, целяща да премахне преградите пред функционирането на единния европейски пазар. Краят на 80-те години е паметен за Европа преди всичко с падането на Берлинската стена през 1989 г. и с обединението на Германия през 1990 година. Това обединение е по същество и първото разширение на ЕС на изток.

Преструктурирането на външните дългове се извършваше не чрез заменяне на едни заеми с други, а главно посредством преминаване от банково кредитиране към емисия на облигации с по-дълги срокове на погасяване. Това постави началото на процеса на т.нар. секюритизация, т.е. на финансиране на международната задължнялост предимно с емисия на дългови инструменти, котиращи на вторичните междубанкови пазари или на международните фондови борси.

България също премина през кризисна фаза на управлението на своя външен дълг. Свивът на външноикономическите връзки, породен от разпадането на Съвета за икономическа взаимопомощ и на т.нар. многостранна система за разплащане в преводни рубли²³ чрез Международната банка за икономическо сътрудничество в Москва, направи невъзможно по-нататъшното обслужване на дълга в свободно конвертируема валута. През 1990 г. България обяви мораториум върху обслужването на своя външен дълг.

Впоследствие нашата страна води продължителни и трудни преговори с Лондонския и Парижкия клуб. През 1994 г. беше подписано споразумение с Лондонския клуб, което предвиждаше заместването на краткосрочния дълг към банките-кредитори на България, с дългосрочни брейди облигации. Това споразумение, заедно със стабилизационните споразумения с МВФ и кредитирането от страна на МБВР, ЕБВР и ЕС, позволи финансовото възстановяване на България. Впоследствие България допълнително реструктурира своя външен дълг.

Планът Брейди съвпадна с друг знаменателен период – разпадането на комунистическия блок. Освен че много от бившите комунистически страни се възползваха от този план за облекчаване на плащанията по външните си дългове, всички без изключение започнаха провеждането на пазарноориентирани реформи и станаха членки на МВФ и МБВР. Беше създадена и Европейската банка за възстановяване и развитие в Лондон, с основна задача да насърчи развитието на частния сектор в Източна Европа.

Тази банка обаче не можа да изиграе ролята на втори план Маршал за Източна Европа. Развитието тръгна по друг път – присъединяване на държавите от Централна и Източна Европа към ЕС.

Страните с развита пазарна икономика също преминаха през период на интензивни структурни промени. Процесът започна с премахването на валутния контрол във Великобритания през 1979 г. и особено с т.нар. голям взрив (Big Bang), т.е. либерализирането на Лондонската фондова борса. Впоследствие процесът на финансова либерализация засегна САЩ, Европа и Япония.

Финансовата либерализация интензифицира движението на капитали и насърчи финансовите иновации. Електронизирането и автоматизираното управление на разплащанията и финансовите портфейли промениха поведението на основните играчи на международните финансови пазари.

Либерализацията засили също така взаимозависимостта на националните парични, кредитни и финансови пазари, като намали значението на еврвалутния пазар,

²³ Многостранната система за разплащане в преводни рубли представлява по същество многостранно клирингово споразумение на страните от бившия СИВ. Разчетната валута - т.нар. преводна рубли, беше по същество изкуствена, затворена необратима валута.

който възникна именно с оглед заобикалянето на валутния контрол и другите финансови ограничения. Нарастването на значението на финансовите пазари и огромната ликвидност на капитала, породена от информационните технологии, бяха в основата на две финансови кризи – през 1987 г. с център Уол Стрийт и през 1997 г., с център Югоизточна Азия.

90-те години на 20-ти век се характеризират с по-нататъшно задълбочаване на процеса на европейската икономическа интеграция. През 1993 г. завършва работата по създаването на единния европейски пазар, гарантиращ свободното движение на стоки, капитали, услуги и работна сила в рамките на общността. През 1993 е подписан Маастрихтският договор, засягащ валутната интеграция, а също така и Амстердамският договор (1999 г.), който консолидира правната основа на ЕС, и между другото, препотвърждава отмяната на смъртното наказание в държавите членки. През 1995 г. Австрия, Финландия и Швеция са присъединяват към ЕС. През март 1995 г. е подписано Шенгенското споразумение, което облекчава свободното движение на граждани между страните участници.

В края на 90-те години – до атентатите в Ню Йорк през 2001 г., световната икономика преживя навлизането в т.нар. нова икономика (*new economy*). Процесът беше задвижен от динамичното развитие на американската икономика и беше свързан с изпреварващото развитие на компаниите в областта на телекомуникациите и информационните технологии. Бързо нарастваха високотехнологичните индекси на всички водещи фондови борси. Капиталът се насочваше интензивно към САЩ и другите центрове на икономически растеж. За пръв път новите интернет технологии направиха възможно директното участие на отделните домакинства в международното движение на капитали.

Последвалият глобален борсов спад доведе до значителни загуби на инвеститорите в глобален план, но процесът на растеж, движен от новите технологии и глобализиращите се финансови пазари, продължава. Този процес не изключва, а предполага регулиране, пример за което е паричната политика, провеждана от ФРС.

Наред с глобализацията, друг водещ процес е финансовата регионализация. Причината за регионализацията е необходимостта от оптимизация и синхронизация на икономическото развитие и финансовите пазари на страните с особено тясно взаимоотношения икономики. Тенденцията е особено подчертана в Европа.

Последната фаза на валутно-икономическо интегриране на Европа започва с доклада на Жак Делор, бивш председател на Европейската комисия, висш изпълнителен орган на ЕС. Докладът предложи план от три етапа за постепенно въвеждане на единна европейска валута – еврото, и създаването на Европейска централна банка и европейска система на централните банки.

През 1992 г. е сключен т.нар. Маастрихтски договор, фиксиращ критериите за участие в бъдещата еврозона. Тези критерии включват показатели на фискалната и монетарната политика, гарантиращи устойчиви държавни финанси и ниска инфлация. През 1999 г. беше въведено еврото като колективна валута на 11 европейски страни – членки на ЕС, а през 2002 г. новите банкноти физически заместиха националните валути в обръщение.

Въвеждането на еврото не е единственият пример за финансова регионализация. Тясно координиране и синхронизиране на финансовите политики и финансовите пазари се очертава в Северна Америка между САЩ, Канада и Мексико.

В бъдеще е много вероятно формирането на няколко основни валутни зони, т.е. зони, в които се използват главно определени базови валути, като валутите на другите гравитиращи към зоната държави са прикрепени към основната валута, подобно на българския паричен съвет, прикрепен към еврото. Това най-вероятно ще бъдат зоните на еврото, долара, евентуално йената или друга валута на водеща в икономическо отношение държава от Югоизточна Азия. Възможни са и други регионални валутни зони.

Съществува и алтернативна концепция за възможно развитие на световната валутна система. Тя се базира върху възраждане на идеите за свободно банкиране и частна парична емисия (banking school). При този вариант националните и регионалните валути могат да бъдат заместени с пари, емитирани от частни транснационални банки. Така система обаче, както показва опитът от 19 век, трудно се поддава на регулиране и ще бъде свързана със значителни рискове.

Сериозен проблем пред развитието на глобалната финансова система е наличието на сериозни диспропорции и дефицити. От една страна това са дълговете на най-бедните държави, а, от друга, високият и хроничен дефицит по текущата сметка и огромният държавен дълг на най-мощната в икономическо и военно-политическо отношение държава – САЩ.

Вътрешните причини за формирането на американския държавен дълг, който в значителна степен се финансира отвън – от държави като Китай, Япония и Германия, са свързани с ниската норма на спестяване и запазващите се значителни бюджетни дефицити.

Външните причини са свързани с факта, че САЩ са един от двигателите на световната икономика, а доларът – едно от основните платежни средства. За много страни е изгодно да поддържат активен търговски баланс със САЩ, тъй като това им гарантира пазари и получаването на необходимите ликвидни средства.

Независимо от това, нарастването на външната задлъжнялост на САЩ не може да продължава без корекции.

Началото на новото хилядолетие е период на интензивно разширяване на ЕС на Изток. От първи май 2004 г. осем централно и източноевропейски държави – Чешката Република, Естония, Литва, Латвия, Унгария, Полша, Словения и Словакия, се присъединяват към ЕС. От първи януари 2007 г. ЕС се увеличава с още две страни членки – Румъния и България. Паралелно с това ЕС се опитва да развива институционализацията и консолидацията на съюза. Опитът да бъде приета конституция (приета и подписана през 2004) се проваля на референдумите във Франция и Холандия през 2005 г. Това води до подготвянето и приемането на Лисабонския договор (2007), предвиждащ въвеждането на постове председател на ЕС и външен министър. Лисабонският договор влиза в сила от 1 декември 2009 г.

Текущата глобална финансова криза се превърна във фундаментален фактор, влияещ върху развитието на европейското икономическо сътрудничество и очертаването на мястото на Европа във формиращия се нов икономически ред.

За да получим представа за относителното значение на събитията от периода 2006-2008 г. и тези от преди почти 80 години, можем да погледнем данните от графика 1, обхващаща период от повече от един век.

Графиката е построена на логаритмична основа, което позволява по-добра оценка за относителната сила на спада през двата силно отдалечени периода (при линейна скала, спадът от 1929-1933 г. би бил почти незабележим).

Както се вижда от графиката, спадът от първата половина на 20-ти век е значително по-силен, в сравнение със сегашния.

Не бива да забравяме обаче някои съществени различия.

Първо, преди 80 години СССР, Япония, Китай, Индия и редица други тоталитарни, колониални или полуколониални държави по същество не бяха (автономна) част от световната валутно-финансова система, а страните, чиито икономики функционираха на пазарна основа и се опираха на развити финансови системи, бяха в плен на политиката на търговски и финансов протекционизъм (*beggar thy neighbour policy*²⁴).

През първата третина на миналия век в областта на международните финанси системно сътрудничество и координация практически липсват. Първата международна публична организация със задачи, близки до тези на съвременния МВФ, е създадена едва през 1930 г. Това е Банката за международни разплащания (БМР) в Базел.

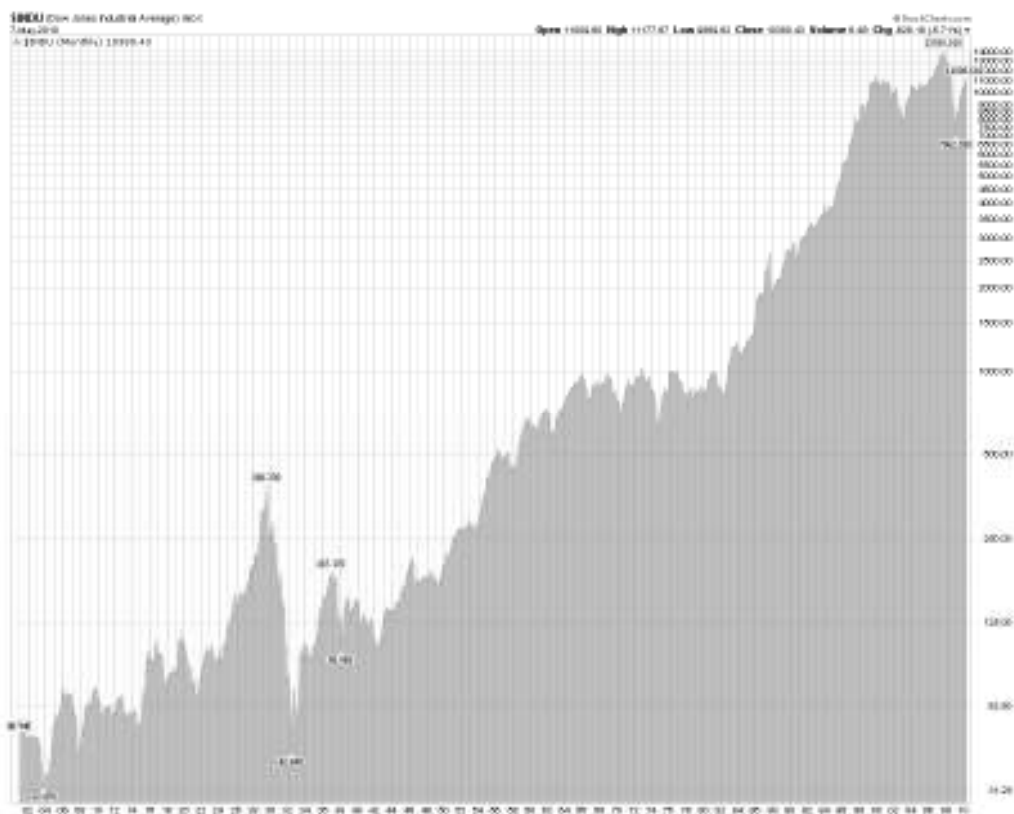
Тя обаче не успява да изпълни своите цели, поради липса на ресурси и вследствие на тесната си ориентация към обслужване на плащанията, произтичащи от репарациите по Версайския мирен договор. В резултат на провала на БМР кризата принуждава правителствата да се откажат от обратимостта на националните си валути и да преминат към двустранни клирингови системи на разплащане.

Едва от края на 50-те години можем да говорим за възстановяване на многостранността и обратимостта на валутите в международния платежен оборот.

Разликата между събитията от преди 80-те години и днес е и в това, че финансовите сътресения засягат синхронно практически всички страни в света, като степента на координация на монетарните и фискалните политики в рамките на МВФ, Г-7, Г-20 и ЕС, в еврозоната и други международни финансови структури, е изключително висока.

²⁴ Виж по-подробно: http://en.wikipedia.org/wiki/Beggar_thy_neighbour

Графика 1. Индексът Дау-Джонс за периода 1900-2008 г. (логаритмична скала)



Източник: stockcharts.com/charts/historical/djia1900.html

Всички антикризисни стратегии съдържат мерки за насърчаване на търсенето²⁵. Крайният ефект от нестабилността на банковия сектор и капиталовите пазари се проявява в свиване на потребителското и инвестиционното търсене. Стимулиращите мерки варират от намаляване на лихвените проценти до увеличаване на държавните разходи, особено в областта на инфраструктурата.

²⁵ Освен с търсенето, финансовата криза е свързана и с намаляване на паричната оценка на общия размер на богатството. Така например между юни и ноември 2008 г. в САЩ се отчита загуба на национално богатство в размер на около една четвърт от общия му обем. В началото на ноември 2008 г., общия борсов индекс S&P 500 отбелязва спад с около 45% по-нисък от върха през 2007 г. Цените на недвижимостите спадат с около 20%, в сравнение с върховата точка от 2006 г., като фючърните пазари отразяват очаквания за 30-35 процентен спад. Общата стойност на имуществата на домакинствата в САЩ, която беше оценявана на около 13 трилиона долара по време на пика през 2006 г., спадна на 8,8 трилиона в края на 2008 г. Ако отчетем и останалите финансови и нефинансови активи на населението, общото съкращение възлиза на астрономическата сума от 14 трилиона долара (виж по-подробно: http://en.wikipedia.org/wiki/Financial_crisis).

Втората група мерки, засяга стабилизирането на финансовия сектор. Тук стабилизацията включва освен ниските лихви, разширяване на рефинансирането от страна на централната банка, както и рекапитализиране на търговските и инвестиционните банки с държавни средства.

Например, ако до скоро Ирландия беше давана за пример като страна с либерална икономическа политика и минимално държавно регулиране, то сега тя вече е първата държава в ЕС с преимуществено държавна (национализирана) банкова система.

Третият важен елемент на антикризисните програми е социалният ефект. Още по време на предизборната надпревара през 2008 г. в САЩ възникна дискусия по повод намаляването на данъците. Кандидат-президентът Обама защити тезата, че данъчни облекчения следва да се предоставят на социалните слоеве с ниски доходи. Подобна политика се следва и от останалите държави с развита пазарна икономика.

Отбелязаните мерки обаче имат главно краткосрочно-конюнктурен характер. Очевидно е, че в основата на текущата криза са не просто пропуските в банково-финансовия сектор²⁶ и „алчността“ на bankerите, а сериозни структурни проблеми и необходимостта от преминаване към устойчив модел на глобално икономическо развитие.

Не е случаен фактът, че през 2008 г. наблюдавахме рекордно високи цени на енергоносителите и суровините при нарастваща нестабилност на финансовите пазари, като през втората половина на годината както цените, така и борсовите котировки тръгнаха надолу.

Този синхрон показва, че по-нататъшното развитие на глобалната икономика е невъзможно на сегашната енерго- и ресурсо- интензивна база. Ето защо антикризисният план на Обама насочва сериозни ресурси в посока повишаване на енергийната ефективност и развитието на нови енергийни източници. Подобни стратегии се разработват от Великобритания, Германия, Китай, Франция и други страни.

Не на последно място трябва да се подчертае, че излизането от глобалната криза предполага висока степен на международна координация. Тази координация трябва

²⁶ Счита се, че непосредствената причина за глобалната финансова криза е „балонът“ на американския ипотечен пазар. Този „балон“ достигна своя връх през 2005-2006 г. Основният инструмент за финансиране на инвестициите в недвижимости бяха ипотечните заеми с плаващ лихвен процент (ARM - adjustable rate mortgages). При благоприятни начални условия на заемите и нарастващи цени на недвижимостите заемополучателите разчитат на благоприятни възможности за рефинансиране на своите дългове (разликата между стойността на недвижимото имущество и размера на ипотечния заем нараства, при което се появяват допълнителни възможности за обезпечено кредитиране). При нарастване на лихвените проценти и спадане на цените на жилищата обаче, рефинансирането се затруднява. Рязко нараства броят на банкрутиралите домакинства и процедурите по задействане на ипотеките (foreclosures). Влошаването на ситуацията на американския ипотечен пазар придоби глобални очертания поради две финансови иновации - ипотечно гарантирани ценни книжа (mortgage-backed securities - MBS) и гарантирани дългови облигации (collateralized debt obligation - CDO) представляващи различни варианти на ценни книжа, гарантирани с активи (assets backed securities - ABS). Голяма част от операциите с обезпечени с активи ценни книжа се реализират от т.нар. сенчеста банкова система (shadow banking system), състояща се от инвестиционни банки, хедж фондовете и други небанкови финансови институции. Отбелязаните финансови инструменти понякога се застраховат, но по-често рискът се търгува на принципа на деривативните пазари посредством т.нар. кредитни дългови суапове (credit default swaps - CDS).

да засяга финансовия надзор, макроикономическата политика и валутните пазари. При това мерките следва да спрат и очертаващото се плъзгане на националните икономически политики в посока на протекционизъм.

Глобалната финансова криза се оказа изпитание и за способността на ЕС да координира икономическата политика на страните членки с оглед намаляване на негативните последици от кризата и засилване на позициите на ЕС в рамките на глобалната икономика. Позицията на Европейската комисия по въпросите на глобалната криза се базира върху изводите на доклада на Ларозиер, бивш шеф на Международния валутен фонд.

ЕК предлага засилване на надзорните функции на европейско равнище, запазвайки същевременно силната роля на националните институции за финансов надзор. За целта се предлага създаването на специална институция за ранно предупреждение за наличието на опасност от системна финансова криза. Тази институция трябва да бъде подчинена на Европейската централна банка.

Същевременно ЕК предлага да бъде подкрепена реалната икономика на страните членки, като съответните мерки за стабилизиране на вътрешното търсене да възлизат на не-по-малко то 3,3 % от БВП на общността. Основната цел на тези мерки е намаляването на безработицата, която вероятно ще достигне 10% през 2010 г.

Тези мерки имат и обратна страна. Сумарният правителствен дефицит нарастна до 7% от БВП през 2009 г. от 2,25% през 2008 г., като се очаква по оценки на ЕК да достигне 7,5% през 2010 г. Държави като Гърция, Испания и Португалия се оказаха на прага на тежка финансова криза, породена от свръхзадлъжнялостта на правителствата. Нарастването на бюджетните дефицити отчита както действието на автоматичните стабилизатори и мерките за насърчаване на търсенето, така и спада на бюджетните приходи вследствие икономическата криза. Подобряване на фискалната позиция се очаква едва през 2011 г., а държавните дългове ще продължат да бъдат на високо равнище в един по-продължителен период.

В международен план ЕК предлага обединен натиск на европейските страни с оглед подобряване регулирането на глобалната финансова система с акцент върху: по-добра прозрачност и отчетност; подходящ надзор върху всички финансови институции; решаване на проблемите, породени от липсата на достатъчно сътрудничество между националните правораздавателни системи; засилване на международното сътрудничество в областта на финансовия надзор; реформиране на МВФ, Световната банка и Форума за финансова стабилност.

ЕС предлага също така да се подкрепи възстановяването на глобалната икономика чрез преглед на глобалните последици от фискалните мерки за стимулиране на националните икономики посредством насърчаване на свободната търговия. ЕС е за свикване на многостранна инициатива за подобряване на търговското финансиране и препотвърждаване на т.нар. Цели за развитие на хилядолетието.

ЕС предлага така също и мерки в областта на регулирането на сенчестата банкова система и на хедж-фондовете в частност. Тези мерки предполагат консултации в няколко области.

Първо, в областта на системния риск. Това предполага анализ на законодателството в областта на надзора върху управлението на риска от макроикономическа

гледна точка с акцент върху отражението на операциите на хедж-хондовете върху техните партньори и върху цените на финансовите активи.

Второ, в областта на пазарната ефективност и интегрираност. Тук целта на консултациите и съвместните действия на международно равнище е да се отговори на въпроса в каква степен дейността на хедж-фондовете представлява заплаха за ефективността на финансовите пазари, т.е. за способността на пазарите да отчитат адекватно и своевременно икономическата информация.

Трето, управление на риска. Тук трябва да се отговори на въпроса дали държавните власти следва да вземат предвид и да упражняват контрол върху начина, по който хедж-фондовете управляват риска, както и да отчетат наличието на потенциален конфликт на интереси.

Четвърто, тъй като хедж-фондовете управляват чужди средства, следва да се обърне внимание на прозрачността на тяхната дейност и на защитата на инвеститорите.

Освен проблемите, свързани с координираната правителствена политика в условията на глобална икономическа криза, последните години се явиха изпитание и за колективната валута на държавите – членки на ЕС, еврото. В тази връзка, по мнението на ЕК, основните предизвикателства пред еврозоната се свеждат до: гарантиране на необходимите фискални и монетарни стимули за икономиката, без при това системата да се дестабилизира; избягване на вътрешнозоновите дисбаланси и стабилизиране на инфлационните очаквания; прилагане на спасителните планове по отношение банково-финансовите системи на отделните страни по един координиран начин; да се овладеят дългосрочните последици от антикризисните фискални и мониторинжни мерки; да се завърши интегрирането на вътрешните финансови пазари и да се отчетат новите изисквания на ЕС в областта на финансовия надзор.

Както се вижда, самата глобална криза, а и самите антикризисни мерки, имат комплексен характер както на национално, така и на регионално и глобално равнище. Такъв би следвало да бъде и отговорът на правителствената икономическа политика и политиката на централната банка на България.

6. ГЛОБАЛНАТА ФИНАНСОВА КРИЗА И БЪЛГАРСКАТА ИКОНОМИКА

До средата на 2009 г. официалната позиция на действащото тогава правителство на тристранната коалиция се базира по-скоро върху недооценка на опасността от кризисните явления и дори върху идеята, че България е нещо като остров на икономическата стабилност и пример за страните от останалия свят. Всъщност върху нашата страна неизбежно се стоварват всички негативи, наблюдавани в държавите, намиращи се в епицентъра на глобалната криза, с тази разлика, че са многократно усилены поради липсата на конкурентоспособност и неадекватност на политическата реакция.

Друг съществен момент е пренастройката на доминиращите финансово-икономически парадигми. В периодите, предшествващи кризите, водещи винаги са били неолибералните концепции.

Кризата от 1929-33 г. се оказва мъчителна до голяма степен поради неспособността за бърза преориентация в мисленето на политическия елит в САЩ и останалите по-големи страни със свободни пазарни икономики.

Кейнсианската революция и „новият курс” на Рузвелт намират в последна сметка изключително силен отклик, тъй като са единствената алтернатива срещу деградацията на пазарно ориентираните демократични общества и настъплението на тоталитаризма.

Известно е, че кризата 1929-1933 г. има драматични последици за българската икономика. В България се наблюдава не само сериозен икономически спад, но страната изпада в състояние на външна неплатежоспособност.

Независимо от това, в края на 30-те години, благодарение на правилната реакция на правителството и умелата политика на БНБ, България се възстановява и постига най-добрите икономически резултати за целия период от Освобождението до тогава.

Официалните тези за отражението на актуалната глобална криза върху българската икономика и българското общество като цяло се базират върху няколко обяснения, лансирани и доразвивани в периода преди парламентарните избори от 2009 г.

Първата теза е, че кризата е изцяло привнесена, че тя представлява нещо, пречещо на реализирането на плановете на правителството.

Втората теза е, че финансовата система не е засегната и е стабилна, независимо от външните сътресения.

Третата опорна точка е успокоението, че правителството изгражда „буфери”, които ни предпазват от негативните външни влияния.

Четвъртият стълб на официалната позиция е, че правителството провежда разумна структурна и социална политика, насочена към смекчаване отражението на кризата.

Първата теза е свързана с неолибералната стратегия, провеждана както от правителството на тристранната коалиция, така и от следващото правителство. Базовата идея е, че няма нужда от някаква особена икономическа политика, всичко се решава чрез стихийния приток на чуждестранен капитал.

Прекият резултат от това е безпрецедентният търговски дефицит, покриван досега с това, което официално наричаме чуждестранни инвестиции, а на практика главно с чужди пари, инвестирани спекулативно в недвижимости. Точно тава се случи и в САЩ, а и в повечето развити страни с пазарна икономика. Именно подобен тип развитие е в основата на всички финансови кризи. Точно държави като България са особено уязвими, а не представляват „острови на стабилността”.

Тезата за стабилната българска финансова система е особено далеч от реалността. Финансовата система, както е добре известно, се състои от две основни части – капиталови пазари и банкова система.

Българските капиталови пазари бяха върнати на равнището от 2004 г., т.е. преди влизането на страната в ЕС. Спадът на основните фондови индекси е от порядъка на 3-4 пъти. За сравнение спадът на американския и западноевропейските пазари е примерно 10 пъти по-слаб и това беше прието за най-тежката криза от „Великата депресия” насам. Българските фирми загубиха важен източник на финансиране, от

порядка на 20% от БВП, спестяванията на пенсионните фондове се обезценяха, спадна притокът на чуждестранни портфейлни инвестиции.

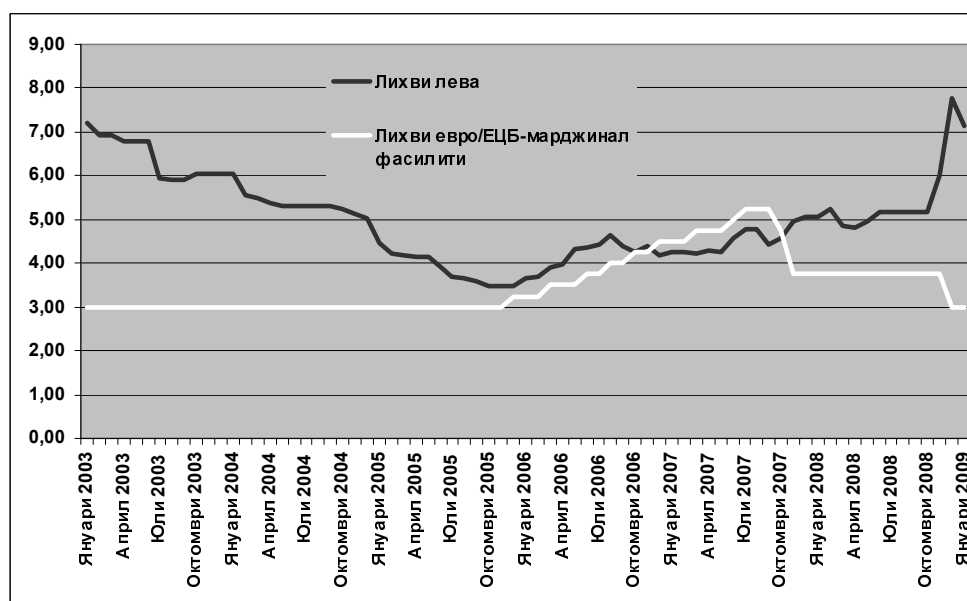
Относително по-голямата стабилност на западните капиталови пазари се обяснява не само с тяхната по-силна икономическа база, но и с активните действия на правителствата и централните банки.

Вторият компонент на финансовата система, а именно банковият сектор, изглежда привидно стабилен. България не разполага обаче с нито една голяма българска държавна банка, с изключение, за щастие, на Банката за развитие.

Останалите банки, на практика дъщерни дружества на същите онези големи транснационални банки, които понасяха и понасят огромни загуби на международните пазари, са раздвоени между възможността за по-голяма норма на печалба у нас и желанието за трансфер на ресурси към западните централи.

Вярно е, че засега делът на лошите кредити у нас е относително нисък, но не бива да се забравя, че българската банкова система, в условията на валутен борд, функционира по принципно различен начин в сравнение с банковите системи на ЕС и САЩ.

Графика 2. Динамика на лихвените равнища (в лева и евро)



Разликата е в това, че нормалните парично-банкови системи са управляеми. В период на криза централните банки намаляват лихвения процент и вливат ликвидност. У нас, подобно на финансово-икономическите кризи от 19-ти век, лихвите растат, а достъпът до ликвидни ресурси се свива (виж графика 2).

Като добавим фискалните излишъци, преобладаващи в началото на кризата, намаляващи парите в обръщение, както и изчезващото външно търсене, очевидно

гражданите и фирмите се оказват под двойната преса на свиващи се приходи и увеличаващи се разходи за финансиране. Последниците са изключително тежки.

Трябва да се признае, разбира се, че такива действия като намаляването на минималните задължителни резерви от страна на БНБ, както и известното свиване на фискалния резерв, подпомогнаха икономиката, но засега, ясна структурирана политика липсва.

Ще завършим с това, че именно финансовата система на страната е изключително уязвима и то по вътрешни, а не по външни причини.

Идеята за „буферите“ е интересна форма на интерпретиране на действителността. Основният буфер са паричните средства (фискалният резерв), които правителството инвестира извън страната чрез БНБ. Тези пари наистина са „буфер“, в смисъл, че правителството може лесно да ги похарчи при необходимост.

От гледна точка на българските предприятия обаче, това се пари, извадени от обръщение и свиващи вътрешния пазар. Ако за правителството това е буфер, то за частния сектор това е допълнителен проблем. Същото се отнася и до оръзването на разходите до 90% от предвидения размер.

Твърди се също, че фискалният резерв е необходим като подкрепа на валутния борд и противодействие на влошаването на дефицита по текущата сметка. И двете неща са неточни.

Първо, нарастването на фискалния резерв е изключително тясно корелирано с влошаване на дефицита по текущата сметка.

Второ, докато България ползваше заеми от МВФ и съответните средства отиваха за попълване на валутния резерв, то стабилността на страната наистина нарастваше. Откакто обаче България погаси предварително заемите към МВФ и започна да попълва резерва изключително чрез средства от бюджетния излишък, нещата придобиха съвсем друг оттенък. Изземването на ресурси от икономиката доведе до рязко нарастване на външния дълг на частния сектор, а съотношението резерви/краткосрочна задлъжнялост се влошава заплашително.

За съжаление тезата за разумната структурна и социална политика също се оказва преждевременна. Поредицата от газови кризи открии уязвимостта на енергийната стратегия на страната по един наистина драматичен начин. Социалната политика, изградена върху спорните предимства на „плоския“ данък, също претърпя неуспех. Освен че нито едно от предимствата на плоското облагане не се наблюдава, се оказва, че този тип данъчна система е несъвместима с проблемите, породени от кризата, тъй като плоското облагане, за разлика от прогресивното, е проциклично.

В САЩ, Великобритания, както и във всички цивилизовани демократични държави, в периода на глобалната криза се засилва прогресивността на облагането с оглед, освен всичко друго, защитата на по-бедните и уязвими слоеве.

Централната идея на първоначалния антикризисен план е запазването на паричния съвет и генериране на фискален излишък от порядъка на 3% от БВП. Излишъкът продължава да бъде основен буфер на икономиката срещу негативните външни явления. Освен това правителството на тройната коалиция предвиждаше да направи 5,6 млрд. лева капиталови разходи, като паралелно в енергийния сектор се предвиждаха 6 млрд. частни и държавни инвестиции.

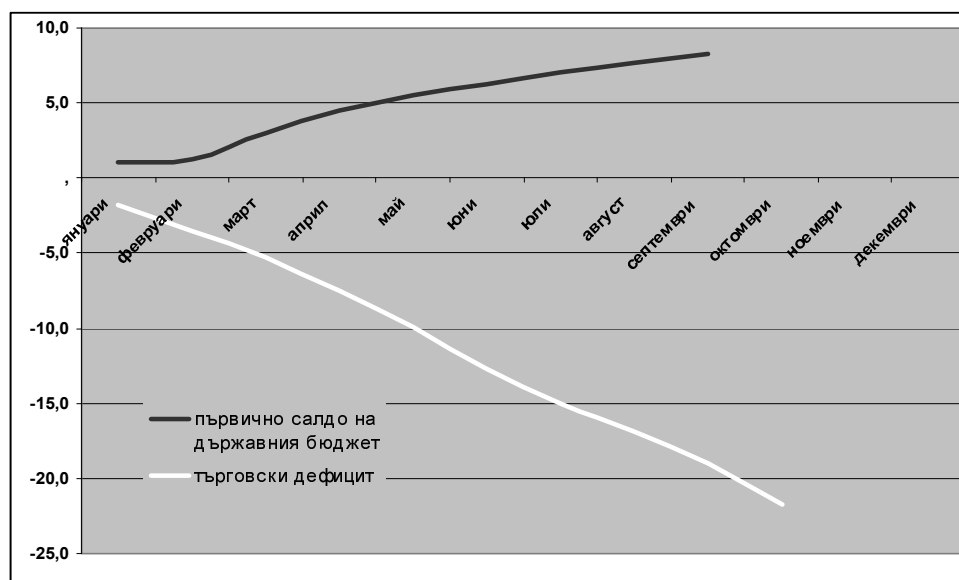
Акцентът е върху развитието на инфраструктурата, но би трябвало да бъдат заделени средства за научни изследвания, развитие на бизнес паркове, създаване на работни места, подпомагане на хората с ниски доходи и др.

От друга страна правителството предвижда свиване на административните разходи и други икономии. Нелихвените разходи и трансфери ще се извършват в рамките на 90% от плана, като остатъкът ще се изразходва с решение на МС.

Сами по себе си тези мерки изглеждат добре, но крайният резултат зависи от това как последните се вписват в макроикономическите тенденции, очертаващи се през последните месеци, както и от координацията с действията на МВФ и Европейската комисия.

Бюджетният излишък, както е известно, е предмет на особено внимание от страна на всяко българско правителство през последните десетина години. Излишъкът, сам по себе си, е така или иначе замразяване на ресурси, но се счита, че той изпълнява две основни функции – намалява търговския дефицит и стабилизира паричния съвет.

**Графика 3. Първичен излишък и външнотърговски дефицит
(в % от БВП за 2008 г.)**



(По данни на БНБ)

Както се вижда от графика 3, нарастването на активното първично салдо на бюджета до рекордните 8% от БВП към септември-октомври 2008 г. не само не забави влошаването на търговския дефицит, но последният надхвърли 24% от БВП. Следователно поддържането на излишъци, както показват и данните от предишни години, не играе роля на буфер на икономиката.

Трябва да се отбележи също, че независимо от стабилизиращата роля на паричния съвет, фиксираният валутен курс води до трайно поскъпване на българския лев. Това се вижда ясно от данните на графика 4, които показват нарастване на разходите за работни заплати на единица продукция в сравнителен международен план.

При това България продължава да бъде най-бедната страна в ЕС. Следователно решение на въпроса може да се търси единствено в посока повишаване на производителността на труда, респективно в технологичната и структурната модернизация на икономиката.

Графика 4

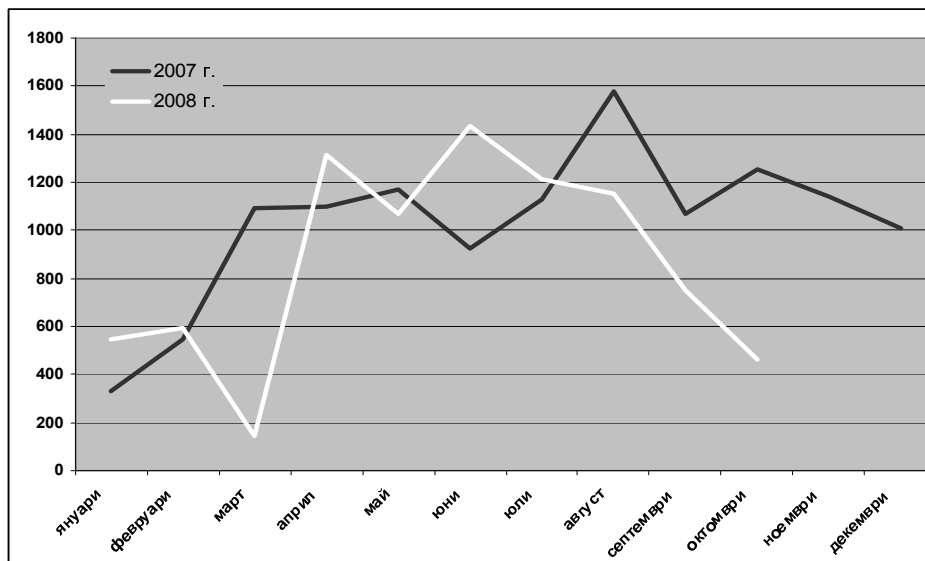


Вторият основен елемент на антикризисния план от 2008 г. е увеличаването на инвестициите. Това определено е еволюция в правилна посока. Мерките обаче изглеждат закъснели и недостатъчни, при това, в съчетание с фискалния излишък, изземващ ликвидност от икономиката, те няма да бъдат достатъчни за даване на допълнителен импулс, компенсиращ намаляващото външно търсене.

На графика 5 е представена динамиката на преките чуждестранни инвестиции за 2007 и 2008 г. Очертава се сериозно свиване на външния приток на капитал по тази линия. Прирастът на публичните инвестиции не е достатъчен, за да компенсира забавянето на инвестиционната активност.

Разбира се, преките чуждестранни инвестиции не са единствената форма на приток на външен капитал. През първата половина на 2008 г. нарасна външното финансиране под формата банкови заеми и депозити. Именно това позволи финансирането на влошаващия се търговски дефицит.

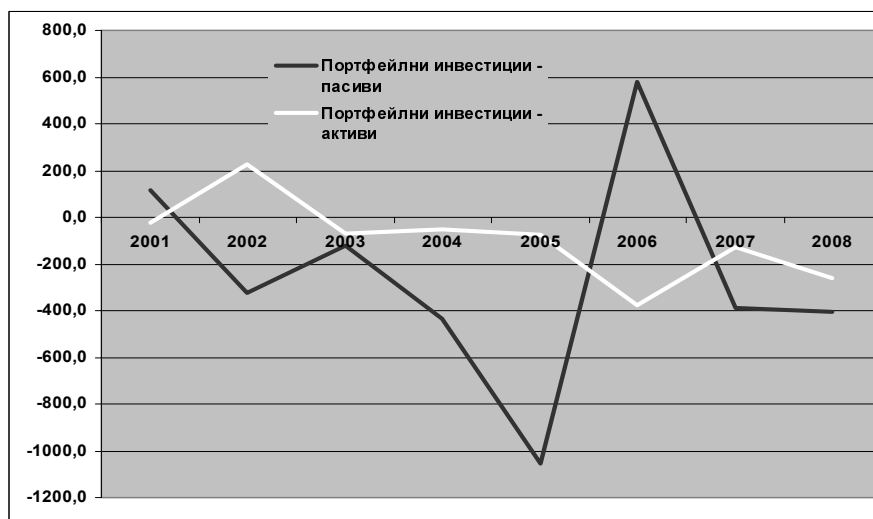
Графика 5. Пречи чуждестранни инвестиции за 2007 и 2008 г.



(По данни на БНБ)

Покриването на дефицита чрез банкови заеми обаче има обратна страна – намалява способността на страната да обслужва краткосрочния дълг чрез използване на натрупаните валутни резерви. Тази способност, както се вижда от графика 7, е намаляла над три пъти в сравнение с 2001 г.

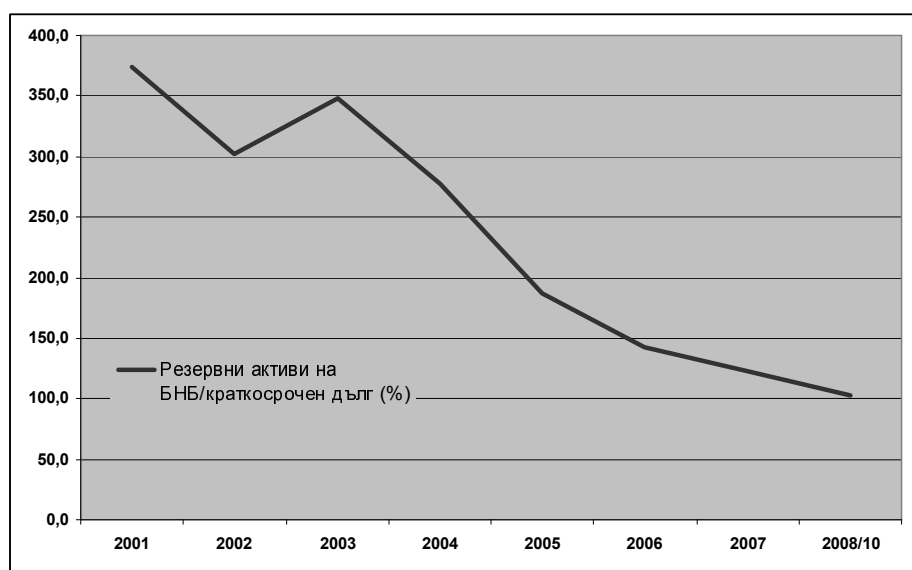
Графика 6. Динамика на портфейлните инвестиции



Тревожна е и тенденцията, която се откроява на графика 6, а именно изтичането на портфейлни инвестиции от страната както по линията на пасивите (чуждите инвестиции у нас), така и по линията на активите (български портфейлни инвестиции в чужбина)²⁷.

Следователно както чуждестранните инвеститори, така и българските, предпочитат да инвестират в чуждестранни, а не в български ценни книжа. Това отразява една изключително висока чувствителност към негативния риск, т.е. към риска от понижаване на котировките на българските финансови индекси.

Графика 7. Динамика на резервните активи на БНБ (краткосрочен дълг – %)



(По данни на БНБ)

На практика България се намира в нелека макроикономическа ситуация. Генерирането на излишъци не помага за свиване на търговския дефицит, но определено усложнява проблема с намаляващото външно търсене. Известното увеличаване на публичните инвестиции не може да компенсира намаляващия приток на чуждестранен капитал. Паралелно наблюдаваме свиване на валутния резерв и влошаване на външната платежоспособност на страната.

Парадоксално, препоръките в подобна ситуация са генериране на фискален дефицит и привличане на външно финансиране. Дефицитът позволява насърчаване на съвкупното търсене, а външните заеми дават възможност стимулирането на икономиката да се съчетае с нарастване на валутните резерви. Подобна политика е напълно съвместима с паричния съвет и дори се прилагаше до 2001 г.

²⁷ Отрицателният знак при пасивите означава намаляване на пасивите, а при активите - увеличаване.

Политиката на увеличаване на държавните разходи и генерирането на дефицити се подкрепяше официално от МВФ и Европейската комисия до изострянето на Гръцката финансова криза в началото на 2010 г. като по-малкото зло, в сравнение с рецесията. В България подобни мерки са още по-уместни поради две допълнителни причини – равнището на държавния дълг е едно от най-ниските в Европа, и – второ, няма никакви основания да се мисли, че фискалните излишъци намаляват търговския дефицит.

Представената по-долу графика се базира на класическото разбиране на цикличните процеси – като едновременно динамича на два основни показателя – темп на нарастване на промишленото производство и отношението стоковите запаси към БВП.

Ако запасите и производството нарастват, но делът на запасите е по-нисък от темпа на нарастване на продукцията, икономиката е в подем. Ако делът на прирастът на запасите е по-висок от темпа на производство, наблюдаваме свръхпроизводство. Ако запасите продължават да растат, но производството спада, икономиката се намира в криза, породена от свиване на търсенето. Когато свиването на производството започва да изостава от намаляването на запасите, икономиката започва да навлиза във фазата на оживление. В случай, че производството расте по-бързо от запасите, респективно търсенето изпреварва производството, икономиката е в подем.

В конкретния случай движението е от ляво на дясно, т.е. цикличната позиция се измества в посока подем-криза.

Както се вижда непосредствено от графиката, още в началото на 2008 г. промишлеността е вече на границата на фазата на свръхпроизводство – прирастът на запасите (7,6 %) е практически равен на темпа на нарастване на промишлеността (7,7%).

Впоследствие спадът на промишленото производство тласка сектора към фазата на кризата.

На макроравнище, с отчитане динамиката на селското стопанство и сектора на услугите, отбелязаните тенденции не са така подчертани поради факта, че при селското стопанство природно-климатичните фактори играят по-съществена роля, а в сферата на финансите значението на материалните запаси не е така важно.

От друга страна, в областта на услугите и особено на финансите, други показатели имат по-съществено значение – спад на борсовите индекси, забавяне нарастването на кредита, повишаването на лихвите, нарастване дела на „лошите” кредити.

Ако приемем, че цикличното състояние на промишлеността е достатъчно показателно за икономиката като цяло, можем да заключим, че навлизането в криза е започнало от четвъртото тримесечие на 2008 г.

Графика 8



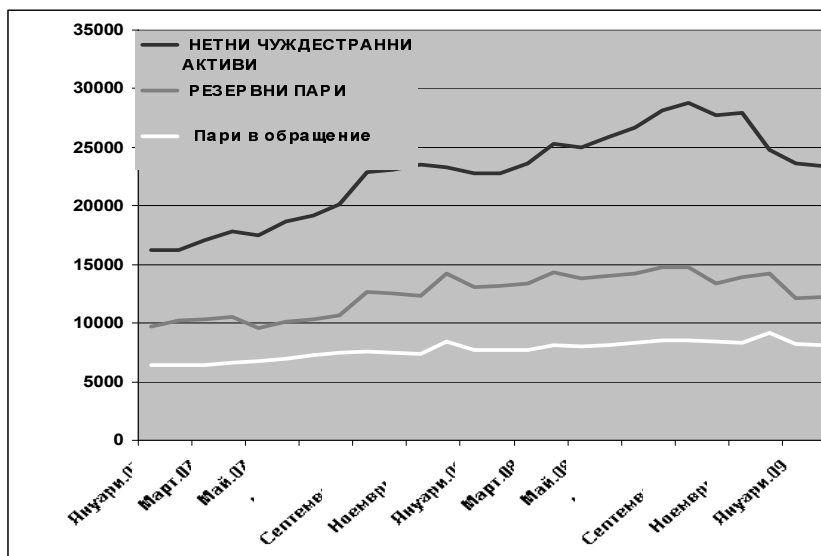
(По данни на БНБ и НСИ)

Това, което предстои и вероятно вече се случва в реалната икономика, е навлизане в пика на кризата, характеризиращ се с едновременно свиване на производството и запасите. По предварителни данни американската икономика е била вече в тази фаза в края на 2008 г. Подобно е положението и в западноевропейските страни.

Основната разлика между цикличните процеси в САЩ и Западна Европа, от една страна, и държави с по-слабо развити икономики като Китай е в това, че в богатия „център” на световната икономика кризата започна във финансовия сектор и се пренесе в реалния, докато в по-бедната „периферия”, към която се отнася и България, кризата започна с реалния сектор, независимо от това, че отделни сегменти на финансовия сектор изпитаха кризисните влияния почти синхронно с финансовите сътресения в страните с развита пазарна икономика.

В този ред на мисли може да се предположи, че банково-финансовата система на България ще бъде подложена на изпитание именно вследствие затрудненията в реалния сектор.

Графика 9. Динамика на нетните чуждестранни активи, резервните пари и парите в обръщение



(По данни на БНБ)

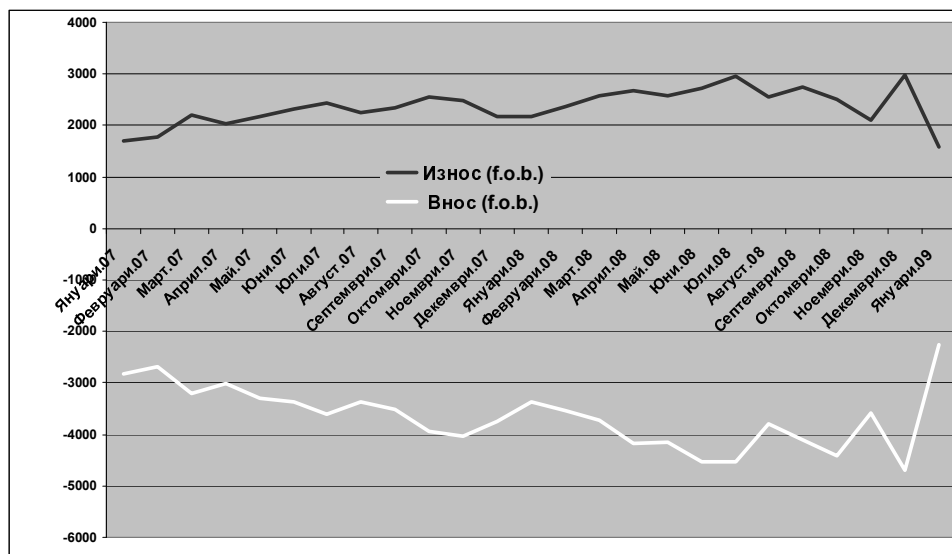
На графика 9 да представени някои основни променливи, отразяващи позицията на БНБ. В началото на 2009 г. отбелязваме синхронно понижаване на нетните чуждестранни активи (резерви) на БНБ, резервните пари и парите в обръщение. Това е индикатор за кризисно свиване на икономиката, в съчетания с ограничаване притока на капитали. Това свиване може да се ускори, ако бюджетът бъде принуден да намали разходите вследствие ограничаване на приходната част.

В България е възможно наслагване на кризисни вълни от реалния към финансовия сектор и обратно към средата и края на 2009 г. и началото на 2010 г.

Затрудненията в реалния сектор са резултат частично от валутния борд – фиксираният курс не позволява насърчаване на външното търсене за сметка на понижаване на валутния курс. Стабилността на българската икономика зависи от това в каква степен предимството на паричния съвет, а именно възможността да се контролират разходите, ще се окаже по-важно от способността за намаляване на експортните цени.

На графика 10 е представена динамиката на вноса и износа на България в периода от януари 2007 г. до януари 2009 г. Ясно се вижда, че в резултат от кризата имаме едновременно свиване на вноса и износа. Ако процесът продължи, не е изключено реализирането на положителен търговски баланс през отделни месеци, подобно на периода непосредствено след въвеждането на паричния съвет.

Графика 10. Динамика на износа и вноса



(По данни на БНБ)

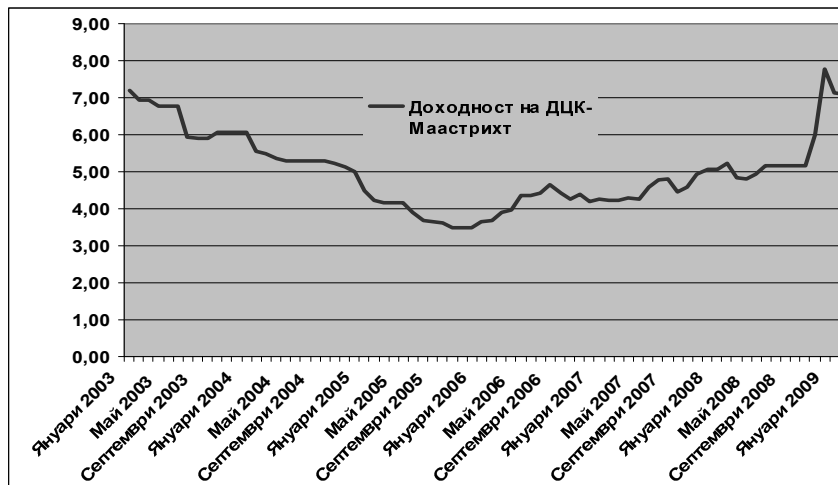
Свиването на вноса, което е особено силно, показва обаче, че става въпрос, въпреки първоначалните официални тези, че има свиване на вътрешното търсене и потреблението. Тъй като вносът и вътрешното търсене са пряко свързани с данъчните постъпления и особено с тези от ДДС и акцизи, можем да предвидим влошаване на фискалната позиция на правителството.

В тази обстановка е много важна реакцията на публичния сектор. Намаляването на данъчните постъпления както като следствие на икономическия спад, така и поради организационно-структурни причини, ще доведе до още по-голямо свиване на вътрешното търсене, освен ако фискалният сектор не е готов да премине от генериране на излишъци към финансиране на дефицити.

Както се вижда от графика 11, дългосрочните лихвени проценти по правителствените ДЦК, отразяващи изпълнението на критериите от Маастрихт, отбелязват рязко покачване в края на 2008 и началото на 2009 г. Причините са две.

Първо, влошаващото се доверие в правителствената политика, и **второ** – ликвидането на пазара на краткосрочни ДЦК, което не позволява на правителството да въздейства върху ОЛП и да управлява краткосрочната ликвидност на вътрешния паричен пазар. При това положение вътрешните резерви за финансиране на неизбежния бюджетен дефицит са практически ликвидирани.

Графика 11. Дългосрочни лихвени проценти по ДЦК



(По данни на БНБ)

Орязването на разходите на държавата може да е полезно само частично – доколкото се намаляват излишни административни разходи.

Очевидно е едно – през следващите няколко месеца моделът на растеж и саморегулиране на икономиката, формиран след 1997 г., ще бъде подложен за пръв път на сурово изпитание.

Поддържането на фиксиран валутен курс при нарастващо външно търсене и мощен приток на капитали е принципно различно от фиксиран курс в условията на глобална рецесия и спад в международната търговия и финанси.

Ако се опитаме да обобщим, можем да формулираме **следните основни принципи на антикризисна политика:**

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

Вторият ключов момент е координирането на фискалната и монетарната политика.

Третото основно изискване е тясно съгласуване с политиките на останалите държави от ЕС, както и съобразяване с основните насоки на паричната политика на ЕЦБ.

Четвърто, следва да се предвидят мерки не само за подобряване на финансовия надзор, стабилизиране на вътрешното кредитиране и капиталовия пазар, но и за допълнителна капитализация на банковия сектор, в т.ч. на държавната Банка за развитие. Допълнителните ресурси следва да бъдат насочени предимно към насърчаване на износа.

Освен това, необходимо е да се подкрепи специално дребният и средният сектор. В период на кризи и ограничаване на кредита именно малките предприятия се оказват извън финансовия пазар.

Основната непосредствена задача на БНБ и правителството на този етап трябва да бъде стабилизирането на външните позиции на банковия сектор. С оглед на това БНБ би следвало да пристъпи към постепенно понататъшно намаляване на изискуемите минимални задължителни резерви.

Същевременно БНБ би следвало да насърчи банките да увеличат своята капиталова адекватност, както и да задържат ресурсите за финансиране на българската икономика. Трябва да се противодейства на политиката, провеждана от централите на някои чуждестранни банки, техните дъщерни дружества в България да извършват трансфер на ресурси към банките-майки.

Задачата на правителството е още по-сложна.

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

Един от начините да се реализират тези две конфликтни цели беше излишъкът и свръхрезервите да се прехвърлят в пенсионния фонд²⁸, като ресурсите на фонда се инвестират в български ценни книжа и депозити в банковия сектор, с ангажимент от страна на банките за предоставяне на инвестиционни заеми за производството и инфраструктурата.

Прехвърлянето на фискален ресурс може да бъде извършено и директно, подобно на инвестирането на фискалния резерв под формата на правителствени депозити в търговските банки, извършено в периода 2001-2002 г. от правителството на НДСВ. Ползена се оказа и идеята за включване на Банката за развитие в този процес.

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

Тъй като времето е най-ценният ресурс при управлението на кризи, най-вероятно е мерките против кризата, които вече са силно закъснели, да не дадат ефект, при което, единственият стабилизатор за българската икономика могат да се окажат заемите от МВФ и финансовата помощ от ЕС.

При това положение най-разумното решение за България е незабавно започване на преговори с Европейската Комисия и МВФ²⁹ за спешно външно финансиране с

²⁸ Това би могъл да бъде т.нар. „сребърен” фонд, като се предвиди ресурсите на фонда да бъдат задължително насочвани предимно към вътрешния финансов пазар, противно на сегашните нормативни изисквания за този фонд. Тази възможност обаче вече е пропусната.

²⁹ Най-изгодно за нашата страна би било използването на новата кредитна линия, въведено от МВФ именно като противодействие на глобалната криза. Това улеснение е известно като “гъвкава кредитна линия” (Flexible Credit Line) и може да се използва за страни, провеждащи стабилна фискална и парична политика. България по принцип отговаря на тези условия. Засега единствената страна от Източна Европа, която се е възползвала от това улеснение, е Полша. Полша е и единствената източноевропейска страна, избягнала рецесията.

оглед стабилизиране на външната платежоспособност и финансиране на умерен (1-2% от БВП) бюджетен дефицит.

Парадоксът на спестяването (thrift paradox) е едно от първите неща, които студентите научават от всеки стандартен курс по макроикономика. Смисълът на този парадокс не е особено сложен. В период на криза фирмите и гражданите се стремят да спестяват, т.е. да харчат по-малко, за да натрупат парични резерви, с които да посрещнат непредвидимите трудности на икономическия спад. Това поведение е рационално и разбираемо.

Когато всички икономически агенти обаче възприемат такова поведение, скоростта на обръщение на парите се забавя, общото търсене се свива, приходите на всички намаляват, възможностите за спестяване се свиват и в последна сметка се спестява по-малко. Т.е. колкото желанието за спестяване е по-голямо, толкова по-малко се спестява. Това е един от примерите, при които рационалното поведение на микроравнище има отрицателни последици за икономиката като цяло. Подобни явления налагат провеждането на икономическа политика, която да отчете колективните интереси.

Нещо подобно на парадокса на спестяването наблюдаваме при фискалната политика на сегашното правителство. Основната идея на фиска е засилване на спестяването, разбирано като свиване до минимум на касовите разходи на бюджета. Това е по принцип разумна стратегия в условията на криза. Тя обаче придобива съвсем неочаквани измерения в цялостния контекст на кризисното управление на държавните финанси.

За да спести парични разходи, правителството забави плащанията към фирмите и връщането на ДДС. Това доведе до нисък касов дефицит на бюджета и сериозна икономия от парични разходи. В частност касовият дефицит на българския бюджет за 2009 г. е един от най-ниските в ЕС (около 0,7% от БВП).

Системният ефект обаче е по-различен. Първо, тъй като дефицитът на фиска в Европейския съюз се определя на начислена, а не на касова основа, „спестените“ плащания не доведоха до намаляване на отчетния дефицит пред Евростат. На практика това означава, че държавата финансира нарастването на своя дълг не чрез емисия на ДЦК или намаляване на фискалния резерв, а чрез увеличаване на задлъжнялостта си към доставчици и други преки кредитори.

На пръв поглед такова финансиране намалява напрежението в банково-финансовата система чрез свиване на търсенето на заеман ресурс от страна на държавата, тъй като последната се финансира извън структурите на вътрешния и международните капиталови пазари. Фактически обаче това не е така, тъй като кредиторите на държавата, от своя страна, трябва или да увеличат своята задлъжнялост към банките и държателите на ценни книжа, или да увеличат междуфирмената задлъжнялост, или просто да фалират. Във всички случаи финансовият риск нараства, което обяснява в не малка степен задържането у нас на лихвите на относително високо равнище.

С това обаче проблемите не свършват. Ако държавата се беше разплатила на касова основа с фирмите, т.е., ако беше емитирала ДЦК, вместо да забавя плащанията, в икономиката биха били инжектирани допълнителни парични ресурси. Част от

тези пари биха се върнали в бюджета под формата на данъци, дори ако целият ресурс, разплатен от правителството, бъде използван за допълнителен внос – върху последния, както е известно, се начисляват ДДС и акцизи. Това означава, че ако правителството не се беше поддало на първичния рефлекс да „спестява“ касови разходи, дефицитът на бюджета би бил по-малък, по-малко би било и нарастването на държавния дълг.

Нещо повече, вливането на суми от порядъка на 1-2 % от БВП, за каквито реално говорим, би оживило българската икономика, при което самият БВП би нараствал допълнително. Свиването на вътрешното търсене и спада на приходите на бюджета от началото на 2010 г. до голяма степен се дължат именно на фактическото блокиране на нормалните разплащания в икономиката, вследствие преминаването от парично към натурално финансиране на бюджетния дефицит.

В последна сметка политиката на „спестяване“ на парични разходи, провеждана у нас, води до парадоксален резултат – по-висок дефицит и държавен дълг както в абсолютно изражение, така и като дял от БВП. Ако правителството беше разплащало своите разходи чрез пари, заимствани от капиталовите пазари, вероятно бюджетният дефицит би се вместил в Маастрихтските изисквания, а лихвите на кредитните пазари биха били по-ниски. Впрочем високите лихви са също проблем от гледна точка на изискванията от Маастрихт.

Понастоящем дефицитът е от порядъка на 3,7-3,9% от БВП, което е по-високо от изискуемите 3%. Този дефицит не само ни включва в мониторинга на ЕС, но влошава перспективите за присъединяване към еврозоната. Елементарните сметки показват, че всичко това би могло да бъде спестено.

Уроците от спестяванията на фиска не свършват до тук. Предлага се в бъдеще държавата да свива своите разходи в съответствие с нивото на приходите. Това също изглежда разумно.

Държавата обаче не е обикновен икономически агент. На нея се пада повече от 40% от БВП и респективно от разплащанията в икономиката. Ако при всяко свиване на приходите следва пропорционално съкращаване на разходите, държавата ще се превърне просто в усилвател на всички негативни шокове в икономиката, което може да доведе единствено до допълнителен спад и нестабилност. Очевидно, в рамките на своите обективни възможности, правителството следва да се стреми към обратното, т.е. към противодействие на негативните тенденции. Това така или иначе предполага натрупването на някакви допълнителни финансови задължения в период на криза.

Негативните резултати от „спестяването“ на парични плащания в период на криза в България са толкова очевидни, че неизбежно ще бъдат включени като парадоксален пример в бъдещите учебници по макроикономика.

Има две противоположни виждания за изхода от кризата, в която навлезе българската икономика. Официалната теза, подкрепяна от т.нар. „десни“ икономисти, се свежда до мерки като поддържане на балансиран бюджет, главно за сметка на съкращаване на държавните разходи, и намаляване на данъчно-осигурителната тежест. В частност балансираният бюджет, по мнението на министъра на финансите Симеон Дянков, би следвало да подобри кредитния рейтинг на страната и да

способства за привличането на чужди инвестиции. Същевременно ниските данъци трябва да насърчат предлагането и да подпомогнат преодоляването на икономическия спад.

Вторият подход се базира върху кейнсианската доктрина. Според нея причината за кризата е в свитото търсене, а не в недостатъчното предлагане. Балансираният бюджет не само не улеснява излизането от кризата, но допълнително задълбочава проблема с търсенето. Решението е в генерирането на фискални дефицити и провеждането на експанзионистична парично-кредитна политика. Това е в общи линии „левият“ подход към кризата.

Към традиционните дискусии между „дясната“ и „лявата“ интерпретация на кризата се добавят и аргументи, свързани с антикризисните политики, прилагани с по-голям или по-малък успех в други страни. На глобално равнище антикризисните мерки в най-мощните световни икономики като САЩ, Япония, Германия, Китай, Великобритания, Франция, Индия, Бразилия и редица други, са практически изцяло в рамките на кейнсианския подход. Бяха лансирани фискални програми за подпомагане на финансовия и реалния сектор в размер на трилиони долари, бюджетните дефицити и държавните дългове нараснаха повсеместно, централните банки прилагат политика на ниски лихви и облекчено рефинансиране на банковата система. Дори МВФ промени своя традиционен рестриктивен подход, като разработи нови кредитни улеснения, насочени към стабилизиране на вътрешното търсене и противодействие на кризата. Няма абсолютно никакво съмнение, че без отбелязаната масирана интервенция на правителствата и централните банки, световната икономика би навлязла в глобална депресия от типа на тази от 1929-1933 г. Прави впечатление също така, че във водещите страни с пазарна икономика, политиката за излизане от кризата, поне в основните си параметри, не се подлага на съмнение, независимо от запазващите се нюанси в подхода на отделните политически сили.

Разбира се, политиката на бюджетни дефицити и евтин кредит не е панацея и съдържа своите рискове, особено за малките страни с отворени икономики, които вече имат натрупан значителен правителствен дълг. Прекомерното нарастване на дефицитите и дълговете в такива страни се сблъсква с недоверието на международните капиталови пазари. Дълговата криза в страни като Гърция, Португалия, Ирландия и Испания е пример за неправилно управление на фискалните ресурси. Насърчаването на вътрешното търсене чрез дефицитното финансиране на бюджета има своите обективни граници, които не бива да бъдат преминавани. Все пак трябва да се има предвид, че кризисни явления, свързани с прекомерната намеса на държавата, се наблюдават при наистина сериозни дисбаланси – бюджетни дефицити близо до и над 10% от БВП и дългове от около 100% от brutния вътрешен продукт.

Необходимо е да се подчертае, че както неокласическо-либералния подход, така и кейнсианския се неприложими в чист вид в специфичните условия на българската икономика. Неолибералният подход игнорира факта, че опитите да се постигне балансиран бюджет на всяка цена, не просто способстват за допълнително свиване на вътрешното търсене, но не отчитат специфичните затруднения на българския финансов и реален сектор.

За разлика от Гърция, в България силно задлъжнял към чужбина е не държавният сектор, а частният. При това положение прехвърлянето на трудностите на държавата върху частния сектор по линията на забавяне на плащанията за вече извършени услуги, отлагане възстановяването на ДДС и опитите за увеличаване на отделни компоненти на данъчно-осигурителната тежест, водят до допълнителни финансови затруднения на фирмите и гражданите. Това, от своя страна, способства за нарастване на междуфирмената задлъжнялост и задлъжнялостта към банковия сектор, свиване на вътрешното търсене и в последна сметка до нарастване на страновия риск за България. Ето защо никак не е парадоксално, че независимо от факта, че България има един от най-ниските бюджетни дефицити в ЕС, някои рейтингови агенции предвиждат възможно влошаване на и без това не особено високия кредитен рейтинг на страната. На практика, както показват и последните разговори между екипа за България на МВФ и българското правителство, реализирането на балансиран бюджет за 2010 г. не е възможно, дефицитът ще бъде от порядъка на 1,8-2% от БВП.

В България обаче не могат да бъдат приложени и кейнсианските рецепти. Причините са две. От една страна механизмът на паричния съвет не позволява провеждането на автономна парично-кредитна политика, вследствие на което БНБ не е в състояние да въздейства активно върху нивото на лихвения процент и обема на паричното предлагане. От друга страна реализирането на по-значителни дефицити се сблъсква с проблема за финансирането. Ако правителството финансира дефицита чрез намаляване на фискалния резерв в БНБ, можем да очакваме спадане на валутния резерв и криза на доверието във валутния борд. Финансирането на дефицита чрез емисия на ДЦК на вътрешния или международния капиталов пазар се сблъсква отново с проблема за доверието и високите лихвени проценти по дългосрочните държавни ценни книжа. При това положение единственият изход е като че ли в едно бавно и мъчително излизане от кризата.

За да се избегне този порочен кръг, редица икономисти както от ляво, така и от дясно, предлагаха България да сключи предпазно споразумение с МВФ. Подобно споразумение би повишило доверието в България и би облекчило както финансирането на неизбежния фискален дефицит, така и стабилизирането на валутния резерв и паричния съвет. За съжаление моментът за използване на новите кредитни улеснения, предлагани от МВФ, е пропуснат, а при едни нови преговори България ще бъде в силно уязвима позиция.

Остават възможностите за използване на инструментите на данъчно-осигурителната политика. Десните икономисти наблягат върху намаляване на данъчното облагане върху корпоративния сектор с оглед стимулиране на производството и предлагането. Това обаче са противоречиви мерки. Първо, намаляването на данъците ще намали бюджетните приходи и ще наложи ограничаване на разходите и допълнително свиване на търсенето. Второ, вече приложеното намаляване на осигурителните плащания не доведе до създаване на нови работни места и съживяване на икономиката.

Беше предложена и друга мярка – преминаване към прогресивно подоходно данъчно облагане. Тази мярка изглежда на пръв поглед неуместна и ориентирана изк-

лючително към подпомагане на слоевете с по-ниски доходи. Това обаче не е така. Прогресивното подоходно облагане има антицикличен характер. При подем то забавя нарастването на разполагаемия доход на населението, а при спад намалява относителната тежест на облагането и способства за стабилизиране на потреблението. Ако в България беше запазено умерено прогресивното подоходно облагане, сега бихме се радвали по-висок фискален резерв и по-стабилно вътрешно търсене. Ще отбележим също, че засилването на прогресивността на данъчното облагане в период на икономическа криза е факт в почти всички страни с развита пазарна икономика и именно тези мерки позволиха относително намаляване на фискалните дефицити. Разбира се, през настоящата фискална година промени в характера на данъчното облагане са нереализуеми, но в перспектива тази възможност следва да се използва.

Излизането от кризата предполага не само преодоляване на икономическия спад, но и ориентиране на икономиката към устойчив растеж в бъдеще. Устойчивият растеж се базира като минимум върху три компонента – икономическа ефективност, опазване на околната среда и социална устойчивост. Централният проблем пред устойчивостта на социално-икономическото развитие на страната е процесът на намаляване на населението – след 1990 г. населението на България е намаляло с над 1 млн. души. Това означава, че моделът на развитие, оформил се през последните двадесет години, не гарантира възпроизвеждане на работната сила, т.е. не е устойчив. Ако неблагоприятните процеси продължат, то по прогноза на НСИ към 2060 г. населението на страната ще се съкрати до около 5,5 млн. души.

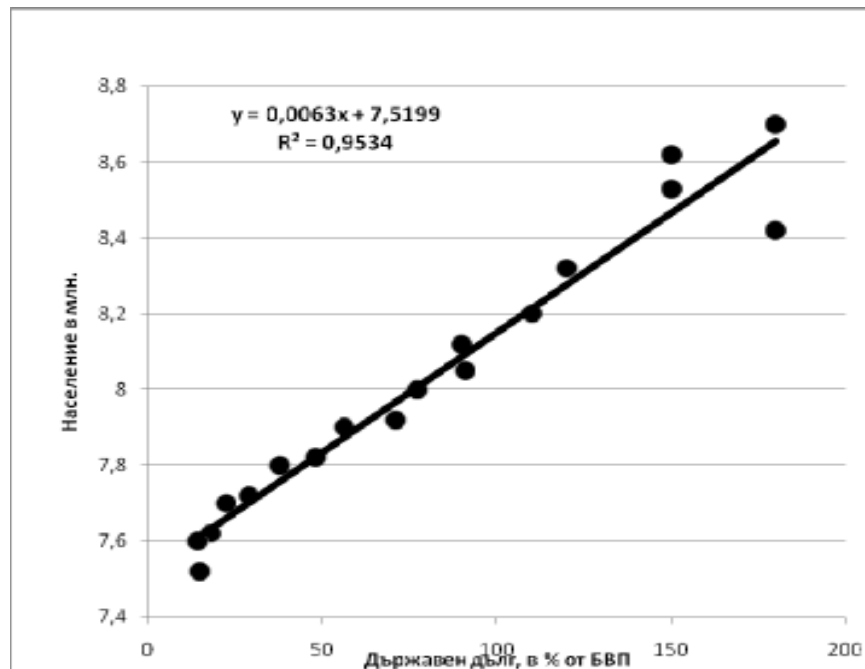
Неблагоприятните демографски тенденции са тясно корелирани с икономическото състояние на страната. Икономическият растеж и състоянието на инфраструктурата, свързана с възпроизводството на населението, са важни фактори, въздействащи върху нарастването на населението и миграцията.

На графика 12 е представена зависимостта между броя на населението на България и държавния дълг като дял от БВП за периода 1991-2009 г. (пропусната е 1996 г. поради силно деформирани макроикономически показатели). Както се вижда, на лице е тясна връзка между спадането на дълга и съкращаването на населението. Между една пета и една десета от съкращаването на населението може да бъде обяснено с намаляването на дълга. Очевидно свиването на държавния дълг е свързано с декапитализацията на държавната инфраструктура, влияеща върху възпроизводството на работната сила здравеопазване, образование, градска инфраструктура, транспорт и т.н.

Това означава, че стратегията на генериране на фискални излишъци, предвидена в дългосрочната Конвергентна програма на правителството, приета неотдавна във връзка с кандидатстването на нашата страна за еврозоната, по същество предполага продължаваща декапитализация на държавния сектор и съкращаване на населението. Обратното, една стратегия на устойчиво развитие следва да се базира върху такава програма за модернизация на държавната инфраструктура и икономиката като цяло, която да гарантира възпроизводството на работната сила. На практика това предполага такъв обем на инвестиции в държавния сектор, който не може да

бъде реализиран без привличане на допълнително финансиране и нарастване на държавния дълг като дял то БВП.

Графика 12. Динамика на държавния дълг и населението на България



Подобна стратегия е възможна, тъй като сегашното равнище на дълга е много под максималното, фиксирано в договора от Маастрихт – 15-20% от БВП, при разрешени 60%. Разбира се, става въпрос за нарастване на дълга, свързано с инвестиции във физически и човешки капитал, а не за финансиране на текущи разходи. Трябва да се отчете също, че нито една от по-слабо развитите страни – членки на ЕС, не е успяла да съкрати значително разликата с по-богатите държави, без привличане на допълнително финансиране за държавния сектор. Структурните фондове на ЕС са само допълнение към националните усилия.

Трябва да заключим, че възстановяването на Българската икономика в краткосрочен план не може да се основава нито върху неолибералните, нито върху неокейнсианските идеи в чист вид. Необходима е компромисна стратегия, която да се базира върху сътрудничество с МВФ и ЕС като източници на външно финансиране, както и върху мерки в областта на данъчно-осигурителната политика, ориентирани към насърчаване на търсенето.

Същевременно държавата следва да изработи стратегия за дългосрочно развитие на страната. В основата на тази стратегия трябва да бъде формирането на модел на устойчиво развитие на икономиката на България с акцент върху възпроизводството на работната сила. Основен инструмент в тази стратегия неизбежно се очертава да

бъде преодоляването на декапитализацията на националната инфраструктура чрез привличане на дългосрочни инвестиционни ресурси.

Използвана литература:

Bhattacharaya, S. and Thakor A., Contemporary Banking Theory, Journal of Financial Intermediation 3, (1993), pp 2-50.

Broecker, T., Credit Worthiness Tests and Interbank Competition. Econometrica vol. 58, (1990), pp. 429-52.

Clower, R., A Reconsideration of the Micro foundations of the Monetary Theory, (1967), Western Economic Journal, 6(4), pp. 1-8.

Gandolfo G., International Economics II, (International Monetary Theory and Open Economy Macroeconomics), Springer-Verlag, (1978).

Gillman, M., Siklos, P. L., Silver J. L., Money Velocity with Costly Credit, Draft prepared for the 1997 European Economic Association Meetings (1997).

Hirschleifer, J., On the Theory of Optimal Investment Analysis, Journal of Political Economy, August, (1958), pp. 329-352.

Jevons, W. S., Money and the Mechanism of Exchange, London: Macmillan, (1875).

Kim, H., The Mathematical Decomposition of the Transactions Velocity of Money, Yonsei University, (2002), Seoul, Korea.

McCallum, Bennett T., Real Business Cycle Models, in Robert Barro, ed., Modern Business Cycle Theory (Cambridge: Harvard University Press), (1989), pp.16-50.

McGrattan, E. R., Real Business Cycles, Federal Reserve Bank of Minneapolis Research Department, Staff Report 370, February (2006).

Panagopoulos, Y., Spiliotis A., Testing Alternative Money Theories: A G7 Application, Centre of Planning and Economic Research, Athens, Greece, N78, June (2005).

Rogoff, K., Dornbusch's Overshooting Model After Twenty-Five Years, Second Annual Research Conference, International Monetary Fund, Mundell-Fleming Lecture, November 30, 2001, revised January 22, (2002).

Takayama, A., Mathematical Economics, Cambridge, Cambridge University Press, (1990), p. 737.

ПРИЛОЖЕНИЕ:

Изложението в този анекс се базира главно на Такаяма (Такаума, 1990). Постулираме наличието на линейно апроксимирана система от $n+m$ уравнения. Системата може да бъде дефинирана като:

$$(1) \quad \frac{dq(t)}{dt} = A \cdot q(t),$$

където $q_i(t) = p_i(t) - \hat{p}_i, i = 1, 2, \dots, n + m$; $\hat{p}_i$ е равновесната цена.

$A = [a_{ij}]$, където елементите a_{ij} се равняват на $\partial f_i / \partial p_j, i, j = 1, 2, \dots, n + m$, оценени в точка $p = \hat{p}$. Изразите $f_i[p(t)]$ представляват функциите на излишното търсене (excess demand) $\frac{dp_i(t)}{dt} = f_i[p(t)], i = 1, 2, \dots, n + m$.

Уравнение (1) се стреми към равновесие, т.е. $q(t) \rightarrow 0$, докато $t \rightarrow \infty$ и $p(t) \rightarrow \hat{p}$ тогава и само тогава, когато реалните части на собствените значения на A са отрицателни.

По принцип отбелязаното по-горе условие изисква сложни доказателства и допълнителни допускания относно поведението на икономическите агенти (Takayama, 1990). Ние обаче няма да следваме този подход.

Вместо това, ние ще се възползваме от едно от свойствата на определителите на квадратните матрици, а именно от свойството $\det(A) = e^{tr(\ln A)}$. Очевидно логаритмите на значенията на елементите от главния диагонал на матрица A (по-точно на всички главни минори на A) могат да съществуват само и единствено, ако всички елементи $a_{ii} > 0$. Ако това условие е изпълнено, матрица A ще има отрицателни реални части на корените на своето характеристично уравнение.

По принцип обаче ние би трябвало да очакваме елементите a_{ii} да бъдат отрицателни, а недиагоналните елементи да бъдат положителни. Това следва от законите на търсенето и предлагането, както и от хипотезата за общата взаимозаменяемост. За да получим необходимия резултат, можем да умножим уравнение (1) с -1 . Тогава получаваме $-\frac{dq(t)}{dt} = -A \cdot q(t)$. Въвеждайки нови променливи $\frac{d\tilde{q}(t)}{dt} = -\frac{dq(t)}{dt} = \hat{p} - p(t)$ и $\tilde{A} = -A$, ние получаваме решението на (1):

$$(2) \quad q(t) = e^{\tilde{A}t} \cdot q(t_0) = P \cdot e^{\Lambda t} \cdot P^{-1} \cdot q(t_0),$$

където Λ е матрица с елементи на главния диагонал, равни на собствените значения на $\tilde{A}$, и P е несингуларна матрица. От уравнение (2) е очевидно, че отрицателните реални части гарантират сходимостта на $q(t) \rightarrow 0$ докато $t \rightarrow \infty$.

Неотрицателността на елементите от главния диагонал на матрица $\tilde{A}$ има ясна икономическа интерпретация. Тази неотрицателност означава просто, че законите на търсенето и предлагането от гледна точка на частичното равновесие са в сила. Общото равновесие, в условията на разширеното ограничение на Кловър, изисква на всеки пазар измененията на излишното търсене да бъдат отрицателно корелирани с измененията на цените на същия пазар, и положително – с измененията на цените на другите пазари (gross substitutability). В частност, ако ликвидното излишно търсене на даден пазар намалее, то съответната ликвидност (парична база) се пренасочва или на паричния пазар (от където се пренасочва към други пазари), или икономическите агенти директно пренасочват търсенето си към други пазари от реалния или финансовия сектор, т.е. принципът на общата взаимозаменяемост има физическа основа чрез движението на ликвидните средства. Следователно една

монетарна икономика, с действащо разширено правило на Кловер, гарантира принципа на общата взаимозаменяемост.

Обратнопропорционалната зависимост между пазарната цена и излишното търсене изглежда напълно разумна в краткосрочен план (т.е. за кратки периоди, за които можем да разглеждаме производствените мощности като фиксирана величина). В дългосрочен план, особено при наличието на финансови пазари с непълна информация, нарастването на котировките често се разглежда от икономическите агенти като положителен сигнал, водещ до увеличаване на търсенето на съответните ценни книжа, вместо като сигнал за пренасочване на търсенето към други пазари, т.е. принципът на общата взаимозаменяемост, гарантиращ сходимостта на пазарите към равновесие, е блокиран. По такъв начин излишното търсене нараства като следствие от увеличаване на цените. Спукването на финансовите балони инициира интензивен обратен процес. Ето защо можем да очакваме финансовия сектор да генерира икономическа нестабилност.

**ГЛОБАЛНАТА ФИНАНСОВА КРИЗА И БЪЛГАРСКАТА ИКОНОМИКА:
ОТ ТЕОРИЯТА КЪМ ПРАКТИКАТА****Резюме**

Студията е разделена на шест части. Първо, кратък увод, в който са изложени основните идеи на изследването. Втората част е отделена за формулирането на модел на икономика с интегрирани реални и финансови пазари. В третата част е разгледан проблемът с движението на системата от пазари към равновесие, в основата на което е скоростта на обръщение на паричната маса. В четвъртата част се анализира взаимодействието между реалния и финансовия сектор при движението към равновесие, като са разгледани кейнсиански, монетарен и неокласически вариант на уравнивяване. Направен е изводът, че дестабилизирането на икономическата система се поражда като правило от финансовата система. В петата и шестата част се дискутира въпросът с генезиса на глобалната икономическа криза и реакцията на икономическите политики, както и еволюцията на антикризисната икономическа политика в България.

**GLOBAL FINANCIAL CRISIS AND BULGARIAN ECONOMY:
FROM THEORY TO PRACTICE****Abstract**

The study is divided in three parts. In the short introduction the basic ideas of the paper are summarized. The second part presents a mathematical model of a monetary economy with integrated real and financial sectors. The third chapter studies the problems of equilibrium convergence of the system with the velocity of money as the main variable driving the convergence. The forth part discusses the interplay between the real and the financial sectors under equilibrium convergence with three types of convergence – monetarist, neoclassical and neo-Keynesian. The author draws the conclusion that the destabilization of the economy is usually prompted by the financial sector.

The fifths and the sixth parts of the paper are dedicated to the spread of the global financial crisis including the reaction of the economic policy in the leading industrial countries as well as the evolution of the anti-crisis economic policy in Bulgaria.