

GLOBAL DEBT AND FINANCIAL STABILITY

SVILEN G. TONEV

ABSTRACT: *The aim of the paper is to examine the growth of global indebtedness and the reasons for reaching unprecedentedly large debt levels. The peculiarities of indebtedness in the main spheres of the economy - companies, households and governments - are considered. It outlines the main risks to financial stability and analyzes the capabilities of existing institutional and capital mechanisms to address potential crisis processes.*

KEYWORDS: *Global, economy, debt, financial, stability, institutions, capital, buffers, markets, risk, crisis*

ГЛОБАЛНИЯТ ДЪЛГ И ФИНАНСОВАТА СТАБИЛНОСТ*

СВИЛЕН Г. ТОНЕВ

АБСТРАКТ: *Целта на доклада е да се изследва нарастването на задлъжнялостта на глобално равнище и причините за достигането на безпрецедентно големи размери на дълга. Разглеждат се особеностите на задлъжнялостта в основните сфери на икономиката - фирмите, домакинствата и държавите. Посочват се основните рискове за финансовата стабилност и се анализират възможностите на съществуващите институционални и капиталови механизми за овладяване на евентуални кризисни процеси.*

Въведение

Основните показатели за състоянието на световната икономика в продължение на няколко години отбелязват добри

* Настоящата статия е частично финансирана по проект № РД 08-126/07.02.2018

стойности – налице е икономически растеж, безработицата е ниска, инфлацията е близо до нулата, като все пак дефлация беше избягната, капиталовите пазари работят, банковият сектор е стабилен. Независимо от това, държавните органи и международните икономически организации, носещи отговорност за състоянието на икономиката, следят внимателно протичащите процеси, за да се избегне повторение на дълбоката криза от 2007-2009 г. Някои от белезите на икономическото възстановяване пораждат усещане за недостатъчна стабилност – например инвестициите остават слаби и темпът на повишаване на производителността е необичайно нисък, а същевременно задължнялостта на всички равнища е достигнала безпрецеденти размери. Висока задължнялост, съчетана с недостатъчно натрупване на реални активи, винаги представлява потенциална опасност от нова финансова и икономическа криза. Изследването на причините за нарастването на глобалния дълг и неговото влияние върху финансовата стабилност привлича отново вниманието на икономическата наука.

1 Нарастване на глобалния дълг

Глобалният дълг нараства с висок темп след 2012 г. и понастоящем достига исторически рекордно равнище. Ако изключим финансовия сектор, който дължи пари на домакинства фирми и държави, и същевременно предоставя тези пари като заеми на други домакинства, фирми и държави, глобалният дълг като сума от публичния и частния нефинансов дълг се формира по следния начин (Таблица 1).

Таблица 1
Глобален дълг (в трилиони щатски долари)

	2001	2007	2016
Общо	61.8	115.9	164.4
Развити	55.1	99.9	119.2

икономики			
САЩ	20.3	33.6	48.1
Япония	13.2	15.7	18.2
Развиващи се икономики	6.4	15.6	43.9
Китай	1.7	4.9	25.5
Страни с нисък доход	0.3	0.5	1.3

Изн. Международен валутен фонд

Според данни на Института за международни финанси във Вашингтон, при отчитане и на дълга на финансовия сектор, глобалният дълг достига размер от 233 трилиона долара в края последното тримесечие на 2017 г. Най-голям размер от дълга се държи от нефинансовите предприятия. През 1997 г. тяхната задлъжнялост е била на стойност 22 трилиона долара и е представлявала 64% от световния брутен вътрешен продукт, през 2007 г. стойността е била 42 трилиона долара и 77% от брутният вътрешен продукт, а през 2017 г. съответно 68 трилиона долара и 92% от брутният вътрешен продукт. Най-голямо е нарастването на дълга в частния нефинансов сектор на Канада, Франция, Хонг Конг, Корея, Швейцария и Турция.

Второ място заема държавният дълг. Неговата величина през 1997 г. е била 19 трилиона долара и 58% от брутният вътрешен продукт, през 2007 г. достига 33 трилиона долара и също 58% от брутният вътрешен продукт, а през 2017 г. е 63 трилиона долара и 87% от брутният вътрешен продукт.

На трето място като величина е дългът на финансовия сектор. През 1997 г. неговата стойност е 14 трилиона долара и 53% от брутният вътрешен продукт, през 2007 г. е 53 трилиона долара и 86% от брутният вътрешен продукт, през 2017 г. е 58 трилиона долара и 80% от брутният вътрешен продукт.

Четвърта е групата на домакинствата. Тяхната обща задлъжнялост през 1997 г. е 15 трилиона долара и 42% от brutният вътрешен продукт, през 2007 г. е 34 трилиона долара и 57% от brutния вътрешен продукт, през 2017 г. е 44 трилиона долара и 59% от brutния вътрешен продукт.

Причините за това голямо нарастване са няколко. След 2009 г. се прояви обичайното възстановяване на кредитната дейност, свързано с навлизането във възходяща фаза на икономическия цикъл. По – голямо значение обаче имат действията в сферата на паричната политика на икономически развитите държави. Това са изключително ниските лихвени проценти, които бяха държани от централните банки около нулата за необичайно дълъг период, стимулирането на кредитирането чрез програми за изкупуване на облигации, понижаването на нормата на задължителни резерви за търговските банки.

Най-голям дял от световния дълг принадлежи на САЩ с 48.1 трилиона долара и 29.26% от световния дълг, Китай с 25.5 трилиона долара и 15.51% и Япония с 18.2 трилиона долара и 11.07%, като техният дял в глобалния дълг значително надхвърля дела им в световния брутен вътрешен продукт. Пренасочването на капиталовите потоци в търсене на по-висока доходност доведе до повишаване на дела на групата на развиващите се икономики, като дългът достигна 43.9 трилиона долара. Най-голяма стойност имат входящите парични потоци в Колумбия, Мексико, Южна Африка, Турция. Това допринася за стабилизиране на доходността и цените на държавния и корпоративния дълг в тези страни. Но като цяло групата на развиващите се икономики се отличава с най-бързо нарастване на задлъжнялостта в сравнение с другите групи заемополучатели, което поражда и известни опасения от затруднения в обслужването на дълга. Страните с нисък доход също увеличиха емитирането на дълг, достигайки общ размер 1.3 трилиона долара, като разходите за обслужване на дълга в процент от brutния вътрешен продукт са значително над

тези, познати от по-ранни периоди. През 2021 г. предстои пик в техните плащания по обслужване на дълга и това може да постави тази група страни в много сложно положение.

Ценните книжа с фиксиран доход, като основен сегмент на капиталовия пазар, претърпяха чувствителни промени в последните десет години, в резултат на променените условия след финансовата криза. Размерът на този сегмент нарастна от 19.5 трилиона долара през 2007 г. на 45.7 трилиона долара през 2017 г. Доходността на облигациите обаче спадна рязко. Докато през 2007 г. 80% от дълговите ценни книжа са осигурявали доходност над 4% годишно, през 2017 г. такива са само 5% от книгата. [3, р. 23] Ниската доходност промени посоките на движение на капиталовите потоци. Изостри се конкуренцията в търсене на доходност, като много от чуждестранните инвеститори, поддържащи в продължение на дълги години големи позиции в американски държавни ценни книжа, се пренасочиха към американски корпоративен дълг, предлагащ по-висока доходност, но и по-висок риск. Докато през 1990 г. инвеститори със седалище извън САЩ са държали 12% от американския корпоративен дълг, през 2017 г. те държат вече 30% от този дълг.

От началото на 21 век равнището на задлъжнялост или на финансов език ливъридж в развитите икономики показва нарастване поради благоприятните финансови условия. Съотношението между глобалния дълг и световния брутен вътрешен продукт при отчитане дела на финансовия сектор е 318%. То представлява намаление с 3 процентни пункта спрямо третото тримесечие на 2016 г., но остава много високо. Съотношението на общия дълг на нефинансовия сектор към brutния вътрешен продукт на развитите страни от Г-20 е 235%, което е по-високо равнище отколкото преди възникването на Глобалната финансова криза от 2007-2009 година.

Нараства задлъжнялостта на домакинствата във всички групи държави, макар че в отделни страни равнището на

ливъридж се понижава. От 2008 до 2016 г. отношението на дълга на домакинствата спрямо brutния вътрешен продукт в групата на развитите страни се е увеличило от 52% на 63%. При групата на развиващите се икономики нарастването за същия период е от 15% на 21%. Това повишаване на равнището на задлъжнялост се извършва при ниска инфлация и слаб растеж на доходите, което е неблагоприятно от гледна точка на обслужването на дълга.

2 Рискове за финансовата стабилност

Един най-широк поглед върху световната икономика показва, че от 2009 година досега тя се намира в един от най-продължителните периоди на икономически растеж в историята. Има основания да се смята, че икономиката работи над границата на своите производствени възможности, тъй като безработицата в много страни е под своята естествена норма. Въпреки това не се наблюдават признаци на ускоряваща се инфлация. От друга страна, както беше посочено, инвестициите не са големи, а повишаването на производителността е слабо. Причините за съчетаването на тези явления не са напълно изяснени, но могат да се посочат важни демографски, технологични и финансови промени. Във финансов аспект, исторически безпрецедентната стимулираща парична политика и улесняването на достъпа до заем създадоха среда за поддържане на икономическия растеж чрез натрупване на дълг.

Нарастването на дълга в резултат от улесняването на вземането на заем и ниските лихвени проценти допринася за възстановяване на съвкупното търсене след икономически кризи, но увеличава уязвимостта от промяна на лихвените проценти и евентуално ограничаване на възможностите за рефинансиране. Наблюденията на икономическите и финансовите цикли показват, че в кратък период повишаването на отношението на дълга към brutния вътрешен продукт обикновено е съпроводено с повишаване на икономическия растеж и понижаване на безработицата. Този ефект се наблюдава най-често в

продължение на около 5 до 7 години, след което настъпва обратно движение.

В нефинансовия корпоративен сектор високата задължнялост е свързана не толкова с нови дългосрочни инвестиции, а с операции за реструктуриране на капитала. Налице е масирано емитиране на нов дълг от фирмите и изкупуване на собствени акции, което спекулативно тласка цените им нагоре. Борсовите индекси достигнаха исторически рекорди и това осигурява голямо нарастване на богатството на собствениците и висшия мениджънт. По този начин обаче цените на финансовите активи се откъсват от икономическия фундамент. [5, р. 11-12] Така става много висок рискът за инвеститори, които са купили акции на кредит, или са използвали акции като обезпечение на кредит. Освен това средата на ниски лихвени проценти повишава пазарния риск на облигациите. Ниските пазарни лихвени проценти понижават купонния лихвен процент на новоиздадените облигации. Това е благоприятно за заемополучателите, но повишава риска за заемодателите, тъй като цените на нисколихвените облигации са по-чувствителни към колебанията в лихвените проценти.

В областта на държавните дългове нарастването на техния размер до определен момент стимулира поддържането на съвкупното търсене, растежа и заетостта, но същевременно оказва натиск върху капиталовите пазари чрез ефекта на изтласкването и влияе отрицателно върху частните инвестиции. Достигнатият размер на глобалния държавен дълг от 63 трилиона долара е тревожен не само сам по себе си, но и заради неговото неравномерно разпределение. Концентрацията на световния държавен дълг в три страни – САЩ, Китай и Япония, при което само САЩ държат приблизително една трета от него, означава, че тези държави имат голямо влияние върху търсенето и предлагането на капитал на световните финансови пазари и върху неговата цена – лихвения процент. Наличието на асинхронност в паричната политика на водещите държави, която се изразява в

това, че САЩ първи започнаха нормализация на паричната политика с увеличаване на лихвените проценти и спиране на програмата за количествени улеснения, доведе до възникване на положителен лихвен диференциал и опасност от резки промени в движението на капиталовите потоци.

Финансовият сектор по подразбиране трябва да осигурява гладко движение на паричните потоци между търсещите и предлагашите парични фондове, но понякога това не се получава и възникват финансови кризи. Поуките от последната финансова криза са, че повечето от финансовите институции посрещнаха кризата с прекомерен и неправилно оценен ливъридж и недостатъчни източници на финансиране. Затова централните банки приеха споразумението Базел 3, което въвежда институционални и капиталови механизми за предотвратяване на системна криза, чрез допълнителни изисквания към банковия надзор и създаване на капиталови и ликвидни буфери. [1, р.43] Данните показват, че банките намалиха чувствително ливъриджа, измерен чрез съотношението активи към собствен капитал. Но в периода след кризата във финансовия сектор на някои държави се натрупа голямо напрежение от гледна точка на доходността на финансовите институции, тъй като ниските лихвени проценти свиха маржа на печалбата и възвращаемостта на собствения капитал.

Увеличаването на задлъжнялостта на домакинствата над растежа на доходите резултира в нарастване на дела на необслужваните кредити и като обща констатация, колкото по-висока задлъжнялост е достигната, толкова по-рязко е изпадането в неплатежоспособност. Освен това по-високият растеж на дълга на домакинствата увеличава вероятността от настъпване на банкова криза, тъй като задълженията на домакинствата са основно към банки. Най-чувствителното огнище за зараждане на риск, произхождащ от сектора на домакинствата, е повишаването на равнището на задлъжнялост за покупка на жилища, което е съпроводено с повишаване на цените на

недвижимите имоти. В даден момент високите цени започват да ограничават търсенето и това може да доведе до низходящо движение на цените, което се разпространява бързо в цялата икономика. В такъв случай възниква ефект на богатството, при който домакинствата намаляват потребителските си разходи, когато установят, че цените на техните жилища са се понижали. [2, р. 42-52] От своя страна това води до намаляване на съвкупното търсене и последващо понижаване на производството и доходите, вследствие на което част от ипотечните кредити могат да останат необслужвани и да се зароди финансова криза.

Водеща насока в управлението на финансите сега заема макропруденциалната политика за осигуряване на стабилност на финансовия сектор като цяло, а не просто на отделните институции. От тази гледна точка натрупването на дълг над всички исторически познати размери не може да не буди тревога.

В момента световните финанси са изправени пред едно противоречие. От една страна, поддържането на сегашната силно разхлабена парична политика създава условия за нарастването на дълга и възникването на рискове, произтичащи от неговия размер, структура и колебания на лихвените проценти. От друга страна, сред централните банки възникват опасения, че мерките за нормализиране на силно разхлабената парична политика и в частност повишаването на лихвените проценти може да затруднят длъжниците и да предизвикат нова финансова криза. [4, р.xi] Тези опасения обаче не са основателни, защото отрицателните ефекти от затягането на паричната политика са краткосрочни. Ако икономическите субекти схващат мерките на централната банка за нормализиране на паричната политика като дълготрайни, те настройват своите икономически решения и най-вече своите инвестиционни решения съобразно реалната пазарна цена на капитала. Той е най-подходяща среда за постигане на ефективност в икономиката и на устойчив икономически растеж.

Същевременно нормализирането на паричната политика има голямо значение за предотвратяването на бъдеща финансова

криза. Това се постига преди всичко чрез намаляване на вземането на нови заеми, изплащането на част от старите и по такъв начин ограничаване или намаляване на задлъжнялостта. Макар че по-високите лихвени проценти увеличават разходите по обслужване на дълга, по-важно е, че те намаляват вероятността от инвестиране в неефективни проекти и поемане на прекомерен дълг. Целта не трябва да бъде просто повишаване на лихвените проценти, а свободното им определяне от пазарните сили на търсенето и предлагането без изкривяващото въздействие на централните банки. Иначе това, с което се гордеят централните банкери сега, че при последната финансова криза беше избягната голяма депресия, може да се случи в бъдеще.

Заклучение

Въпреки взетите мерки за здравяване на глобалните финанси, може да се направи извод, че не е преодолян един от основните проблеми при функционирането на финансовата сфера – нейната процикличност. Стимулирането на икономиката чрез мерки, които водят до непрекъснато нарастване на дълга водят до това, че неизбежно задлъжнялостта достига равнище, при което се оказва неконтролируема. Затова трябва да се приеме истината, че дълговото стимулиране на икономиката в продължителен период е неустойчиво и опасно и своевременното нормализиране на паричната и фискална политика е с по-малък риск за финансовата стабилност, отколкото продължителното прилагане на мерки, които изкривяват действието на пазарния механизъм.

ЛИТЕРАТУРА:

- [1] Annual economic report. Bank for international settlements. (2018)
- [2] Baron M., W. Xiong. Credit expansion and neglected crash risk. NBER Working paper series. (2016)
- [3] Fiscal Monitor. April, 2018. International Monetary Fund. (2018)
- [4] Global Financial Stability Report. International Monetary Fund. (2018)

- [5] Rey H. Dilemma not Trilemma: global financial cycle and monetary policy independence. NBER Working paper series. (2015)

Свилен Горанов Тонев

Шуменски университет „Епископ Константин Преславски“

E-mail: s.tonev@shu.bg