

---

---

## ФИНАНСОВИ АСПЕКТИ НА МАКРОИКОНОМИЧЕСКАТА ПОЛИТИКА\*

СВИЛЕН Г. ТОНЕВ

### FINANCIAL ASPECTS OF MACROECONOMIC POLICY

Svilen G. Tonev

**ABSTRACT:** *Price stability has complicated relations with financial stability. Last decades show financial imbalances while price level was stable. The financial sector has its own booms and busts which do not always coincide with business cycle. Goals of financial stability has to be supported by appropriate macroeconomic policy. Macroprudential policy has the objective to maintain financial markets and financial institution in health and flexible shape. Such policy includes liquidity requirements, credit ratios, capital buffers, supervision mechanism.*

**KEYWORDS:** *price stability, financial stability, macroprudential policy, financial markets*

Паричната политика на централните банки в основните икономически центрове САЩ, Европейски съюз, Япония и водената от правителствата фискална политика имат основна роля за възникването на финансови неравновесия и финансови кризи. Затова особено актуален е въпросът, че макроикономическата политика трябва да допринася за поддържане на финансова стабилност. Финансовата стабилност може да бъде определена по следния начин:

- възможност да се осигурява капитал и да се обслужват навреме задълженията;
- плавно изменение на цените на финансовите активи;
- безпрепятствено функциониране на платежната система - обезпечаване на разплащания чрез финансовите институции.

Особено важно е осигуряването на капитал, което служи за поддържане на потреблението и инвестициите, така че да е налице икономически растеж и повишаване на равнището на живот, както и да се предотвратяват сривове в публичните и частните финанси.

Финансовите кризи представляват в крайна сметка невъзможност част от длъжниците да изплатят своите задължения или значително понижаване на цените на финансовите активи, които се търгуват на финансовите пазари. В такъв случай притежателите на финансови активи, както вземания по кредити, така и пазарни инструменти, претърпяват загуби и се намалява чистата стойност на тяхното богатство. При това положение възможностите за финансиране на потребителската или производствена дейност намаляват и се стига до спад на съвкупното търсене, производството и заетостта. Острите финансови кризи причиняват дълбоки икономически кризи, както се получи при Глобалната финансова криза от 2007-2009 година. След големи финансови кризи е налице активно обсъждане в икономическата теория на подходящи мерки за предотвратяване на такива кризи и въвеждане на тези мерки като закони и наредби.

---

\* Статията е финансирана от НИП No РД 08-107/05.02.2016 на Шуменски университет „Епископ Константин Преславски“

При функционирането на финансовата система съществуват последователни колебания на кредита, задлъжнялостта и цените на активите, като се редуват подем и спад (boom – bust). Финансовите подеми и спадове възникват периодично и образуват финансов цикъл, който, както се посочва в литературата, е осъвременено разбиране на теориите за кредитния цикъл в икономиката. Финансовият сектор има свои собствени възходи и спадове, които не винаги съвпадат с деловия, т.е. икономическия цикъл. Финансовият цикъл се отнася до кредита, задлъжнялостта и цените на финансовите активи. Икономическият цикъл обхваща колебанията на производството и използването на производствените ресурси. През 19 и 20 век двата цикъла са се осъществявали приблизително едновременно и са съвпадали. По тази причина се е приемало по принцип за малко вероятно тяхното отделяне. В частност, смятало се е, че ценовата стабилност на пазара на блага и услуги ще бъде достатъчна за гарантиране на финансова стабилност на пазара на активи. В последните десетилетия, преди всичко след дерегулирането на финансовата система през 80-те години на 20 век, финансовият цикъл показва по-голяма амплитуда, отколкото деловият цикъл. Това означава, че двата вида цикли са в някаква степен асинхронни и в определени периоди от време те се отвързват един от друг.

Финансовата стабилност има сложни взаимовръзки с ценовата стабилност. Последните десетилетия показаха финансови неравновесия, докато равнището на цените беше стабилно. Преди последната криза инфлацията беше ниска и стабилна. Същевременно в този период се създадоха големи финансови дисбаланси, тъй като финансовата система беше в значителна степен дерегулирана, финансовият инженеринг беше във възход и се осъществи кредитен бум, довел до повсеместно задлъжняване в големи мащаби. Особено финансовите институции и най-вече хеджфондовете извършваха операции при много висок ливъридж. Високо рисково е, когато икономическите субекти поемат големи задължения, за да купуват финансови активи, очаквайки техните цени да нарастват. Казано по друг начин, когато се спекулира на финансовите пазари при висок ливъридж.

Това прекъсване на връзката между финансовия и деловия цикъл поставя предизвикателство пред традиционната макроикономика и особено пред паричната политика. В икономическата теория стана много актуален въпросът дали паричната политика и съответно централната банка, която е отговорна за нейното провеждане, трябва да се ангажират с въпросите на финансовата стабилност. По-конкретно, трябва ли централната банка чрез инструментите на паричната политика да осигурява стабилност на финансовите пазари. В съвременната практика в целите на паричната политика е изведена на първо място целта за поддържане на стабилност на цените. Смята се, че би се внесла противоречивост в целеполагането и отговорността на централната банка, ако тя едновременно трябва да прилага мерки за поддържане на ценова стабилност и на стабилност на цените на активите. Възможно е в даден момент основните макроикономически индикатори да изискват разхлабена парична политика, а състоянието в областта на цените на финансовите активи да изисква затегната политика. Целта на паричната политика относно инфлацията от години е формулирана като 2% темп годишно и е публично известна. Това формира очаквания на икономическите субекти относно действията на централната банка. Но въпреки това възниква въпросът дали чрез определянето на ключовите лихвени проценти централната банка не оказва определено влияние на цените на активите и от там на стабилността на финансовите пазари, въпреки че съществуват мнения, че не е установена теоретична зависимост между лихвените проценти и определени цели относно цените на финансовите активи [4, р.1-2].

Капиталовите потоци по своята природа търсят непрекъснато по-висока доходност на глобалните финансови пазари. Разликата между лихвените проценти върху привлечените парични средства и върху инвестирания ресурс от финансовите институции в последните години намаля в повечето страни. Финансовите институции проявяват склонност да поемат повече риск, за да си осигурят доходи. Същевременно, налице е нарастваща корелация между движението на цените на различните класове финансови активи и това намалява възможностите за диверсификация.

Колкото повече регулиране се въвежда в една част от финансовата система, толкова повече нараства рискът от изместване на дейността по предлагане на финансови услуги в други, по-малко регулирани или въобще нерегулирани части на системата. Това е демонстрирано особено нагледно от развитието на „сенчестото банкиране“, което се изразява в оказване на банкови услуги, най-вече кредитиране, от небанкови финансови институции. Размерът на тази нова пазарно-базирана кредитна система нараства неудържимо в последните години и увеличава риска във финансовия сектор.

Паричната политика, която следват централните банки във водещите икономически центрове е силно разхлабена с цел да се стимулира икономиката, като пряката цел е да се повиши инфлацията и тя да достигне заветните 2% на годишна база. Лихвените проценти за кредитни операции са сведени до нула, а за депозити на търговските банки в Европейската централна банка са отрицателни от -0.4%. Чрез нетрадиционния инструмент количествени улеснения, който представлява програма за изкупуване на държавни и корпоративни облигации, се увеличава паричното предлагане със стотици милиарди евро и долари. Според представители на Европейската централна банка резултатите от Large Scale Asset Purchase (LSAP) програмата включват сигнализиране и въздействие върху инфлационните очаквания, оползотворяване на разпространението на ефекта, произтичащ от използването от инвеститорите на получените свободни пари за покупка на други активи, освобождаване на пространство в банковите баланси за увеличаване на кредита към реалната икономика. Не се приема контрааргументът, че тази политика няма да бъде ефективна тъй като вече е достигната много ниска доходност на държавните дългове и от общото понижаване на лихвените проценти не се поражда по-голямо търсене на кредити.

Използват се редица статистически данни, за да се аргументира продължителното поддържане на ниски лихвени проценти от централните банки като обективно обусловено и неизбежно. Посочва се, че тенденцията към по-нисък темп на растеж на brutния вътрешен продукт и на производителността и към постоянно намаляващ реален лихвен процент съществува от много време. Средният годишен темп на нарастване на производителността в САЩ от 1890 г. до 1972 г. е 2.36%. За периода от 1972 г. до 2004 г. той е 1.67% и от 2004 г. до 2013 г. е 1.33%. Тези данни се отнасят до икономика, която е силно пропазарно ориентирана, каквато е американската. Като причина за намаляването на темпа на растеж на производителността някои автори посочват забавянето на създаване на технологични нововъведения и по-малкото им значение като движеща сила за икономиката [3, р. 2-21], но също така застаряването и намаляването на населението в някои индустриално развити държави. Реалната средна доходност на 10-годишните държавни ценни книжа в света намалява от 5% в периода 1980 г. – 1990 г., на 3.2% от 1991 до 2000 г., на 1.8% от 2001 до 2007 г. и на 0.4% от 2008 до 2013 г. Тези данни служат също за да се обосноват програмите на централните банки, в това число Европейската централна банка, за масирано изкупуване на активи, включително корпоративни облигации, с цел да се вкарва допълнителна ликвидност в икономиката. Поддръжниците на силно разхлабената парична политика смятат, че тя не трябва да се занимава с появяващите се проблеми на финансовата стабилност, като се позовават на това, че

поддържането на стабилност на цените на активите не е включено в устава на Европейската централна банка [1, р.6-10].

Смята се също така, че въпросът за връзката между публичните финанси и финансовата стабилност трябва да се избягва от централните банки, тъй като не е задача на централните банки да оказват натиск върху правителствата да прилагат политики, за които те са отговорни. Те просто трябва да го правят. Централните банки не носят отговорност за структурни реформи – те са задача на правителствата.

Това изключване на паричната и фискалната политика от задачата да се поддържа финансова стабилност и особено да се предотвратяват остри финансови кризи не може да се приеме за обосновано. Не е възможно да се изключи напълно отговорност на паричната политика за възникването и разпространяването на финансови неравновесия. Чрез някои от своите инструменти паричната политика създава непосредствено предпоставки за възникване на финансов бум и евентуален последващ балон и това са:

- ниските лихвени проценти
- нетрадиционният инструмент количествени улеснения – програми за изкупуване на държавни и корпоративни облигации насочени към увеличаване на паричното предлагане

Ниските и в някои случаи отрицателни лихви поставят във все по-трудно положение финансовите институции – банки, застрахователни дружества, пенсионни фондове, които получават ниска доходност. Това намалява техните печалби и съответно тяхната капитализация. Стойността на акциите на финансовите институции спада. По този начин финансовите институции се тласкат към поемане на по-голям риск, за да си осигурят възвращаемост и да оцелеят. Но това неизбежно подхранва нарастването на цените на определени класове активи и откъсването им от фундамента.

Не може да се пренебрегва и ролята на фискалната политика и нейната връзка с паричната политика за постигане на финансова стабилност. Ниските лихви стимулират много правителства да увеличават държавния дълг. Но при една бъдеща ситуация на увеличаване на лихвите този дълг не може просто да бъде изтрит. Тогава неговото обслужване ще стане много трудно. Обезценяване на дълга ще може да се постигне чрез инфлация, което ще бъде силно отрицателно за икономиката.

Целите на финансовата стабилност трябва да бъдат подпомагани от подходяща макроикономическа политика. Освен паричната и фискалната политика като новост във финансовата теория и практика след Глобалната финансова криза възникна макропруденциалната политика, т.е. благоразумната макроикономическа политика. Тази политика използва регулаторни мерки за справяне със системен финансов риск. Когато финансовата нестабилност стане толкова разпространена, че заплашава функционирането на финансовата система до степен, при която икономическият растеж и благосъстоянието страдат съществено, възниква системен риск [2, р.1-9]. Системният риск може да произхожда от няколко типа източници: значителни макроикономически шокове, които може да направят финансовия сектор уязвим; политически сътресения или природни бедствия; прехвърляне на финансови затруднения от фалита на една или малко финансови институции, като резултат от нарастващата взаимосвързаност на системата; развитие на вътрешни финансови неравновесия причинени от кредитна експанзия и прекомерен ливъридж, поет от финансовите институции.

Макропруденциалната политика има две основни цели: да укрепи устойчивостта на системата като цяло и да изглади финансовия цикъл. Инструментите, които са налице, за провеждане на благоразумна макроикономическа политика, включват средства за надзор над капитала и ликвидността. Това са изисквания за ликвидност, кредитни съотношения,

капиталови буфери, механизъм за надзор. Тези инструменти могат да се прилагат както на микроравнище, така и за цялата система. Към тях се отнасят показатели за съотношението заем – стойност (loan-to value) при жилищното кредитиране, антициклични капиталови буфери, глобални съотношения за ливъридж, изисквания за маржин, клиринг при сделките с цени книжа и др. Благоразумната макро политика има за цел да поддържа финансовите пазари и финансовите институции в здрава и гъвкава форма.

Макропруденциалната и паричната политика са части от макроикономическата политика, затова не би трябвало да се противопоставят или да се изолират едан от друга. Паричната политика трябва да стабилизира цените и да поддържа деловата активност. Тя не може да се фокусира върху конкретни неравновесия във финансовия сектор, но трябва да не създава условия за финансови неравновесия. В последните години е налице все по-голяма взаимосвързаност на паричните политики във водещите икономически центрове – САЩ, Европа и Япония, като основните насоки и инструменти до голяма степен се сближават и финансовите неравновесия лесно се предават от една страна на друга. Поради неедновременното протичане на финансовия и икономическия цикъл паричната политика трябва да се допълва с макропруденциалната политика, която става много важна за икономиката. Макропруденциалната политика трябва да влияе върху конкретни части на финансовия сектор, като предотвратява зараждането на финансови деформации. Тя може да бъде насочена към отделни сфери на икономиката, намира се изцяло в прерогативите на националните правителства и може да допълва паричната политика. Въпреки че инструментите на паричната и на макропруденциалната политика са от различен характер, те трябва да се използват за взаимодопълващо се въздействие с цел обща икономическа стабилност.

Без координирано използване на парична и фискална политика, най-вече чрез спазване на строги правила, и ефективното им допълване с благоразумна макроикономическа политика, развитите икономики ще повторят остри финансови неравновесия, финансови балони и финансови кризи. Особено важно е да се предотвратява възникването на финансови отклонения в чувствителни сфери на финансовата система, водещи до повсеместно значително нарастване на цените на финансовите активи и откъсването им от цените на реалните активи. Не е обосновано търсенето на решение само чрез възлагане на надежди върху макропруденциалната политика без отчитане на ролята на паричната и фискалната политика.

#### ЛИТЕРАТУРА

1. **Constancio, V.** ECB Warwick Economics Summit. February 2015.
2. **ECB.** The concept of systemic risk. Special feature in the ECB Financial Stability review, December 2009.
3. **Gordon, R.** Is U.S. Economic growth over? Faltering innovation confront the six headwinds. NBER Working paper No 18315, 2012.
4. **Kohn, D.** Monetary policy and asset prices. European Central Bank Colloquium, March 16, 2006.