

РАСТЯЩИТЕ ДЪРЖАВНИ ДЪЛГОВЕ ПО СВЕТА И ЗАПЛАХАТА ОТ НОВА ГЛОБАЛНА КРИЗА

Разгледано е нарастването на глобалния дълг и неговите четири основни компонента – задължения на домакинствата, компаниите, финансовите институции и на правителствата. По-конкретно е анализирана динамиката на суверенната задлъжнялост в редица развити и развиващи се държави. На база на опита от последните 200 години, когато са регистрирани 5 големи вълни на масови неплащания по държавни дългове (външни и вътрешни), е очертана опасността от неблагоприятно развитие на дълговата ситуация в света. Показани са възможните стратегии за намаляване на публичното дългово бреме. Направен е изводът, че евентуална втора вълна на глобалната финансова криза най-вероятно ще бъде провокирана от голямото нарастване на държавните дългове по света.

JEL: G01; F34; H63; H68

Въведение

Противно на всеобщите призови и заклинания, след края на глобалната криза (2008-2009 г.) балонът с държавните дългове продължава да се раздува. Само правителствата на развитите страни са добавили 13 трилиона долара дълг след 2008 г. Към края на 2014 г. публичният дълг в света възлиза на над 60 трилиона дол., застрашително доближавайки глобалния БВП (75 трилиона дол. за същата година). За разлика от 2008 г. обаче сега предпазните механизми на богатите държави срещу задаващи се финансови кризи и рецесии, са почти изчерпани. Правителствата имат много малък простор за действие за стимулиране на икономиките при евентуална криза. Номиналните лихви в развитите страни са около нулата (а някъде и дори отрицателни), възможностите за емитиране на нов дълг от правителствата са почти изчерпани, а банките на много места имат големи обеми „лоши“ кредити и трябва да увеличат капитала си според новите регулации. Седем години след фалита на инвестиционната банка Lehman Brothers (15.09.2008 г.), т.е. период, по-дълъг от шестте години времетраене на Втората световна война (1939-1945 г.), общата тенденция в държавите по света беше дългът да се препакетира и преоформя, но без да се отписва. Така проблемите, вместо да бъдат решавани, бяха отлагани.

¹ Стефан Йотов е доц. д-р в Университета по архитектура, строителство и геодезия; Строителен факултет, катедра „Организация и икономика на строителството“.

Подобно на всеки балон, и този на суверенните дългове неминуемо ще се спуска при достигане на неустойчиво високи равнища – в диапазона между 90 и 120% от БВП. Това, което ще стартира един такъв процес, би могло да бъде повишаването на лихвените проценти – от страна на Федералния резерв и/или други големи централни банки. Така 5-годишната сага (2010-2015 г.) с гръцките публични задължения може да се окаже първата наченка на каскада от държавни фалити, която да „отключи” нова глобална финансова криза – доколкото държавните облигации се държат най-вече от банките и други финансови институции. Впрочем през последните 200 години са регистрирани 5 големи вълни на масови неизпълнения (неплащания) по суверенни дългове, като последната е била след Втората световна война.

Преговорите на Гърция с нейните кредитори отново поставиха публичния дълг в центъра на дебатите за икономическия растеж и стабилността. От глобалната криза насам само държавният дълг е нараснал с 25 трилиона дол. – пряк резултат от Голямата рецесия, пакетите с фискални стимули и спасяването на банките. Всъщност не е изненада, че задлъжнялостта продължава да се увеличава и при финансовата криза, и при последвалата я рецесия. Това е типично за модел, който се прилага след кризата, захранвана с прекалено много дългове на различни равнища – домакинства, компании, финансови институции и правителства.² Дълговете на правителствата продължават да растат поне няколко години след нея, докато започне по-силно икономическо възстановяване. Дълговете в световен мащаб продължават да се увеличават по-бързо от ръста на икономиката. През 2000 г. световният дълг е 246% от глобалния БВП, през 2007 г. – 269%, а през 2014 г. дългът вече е 286% от БВП. Историята сочи, че е имало и други случаи, при които нивата на национален дълг са се увеличавали бързо, но това никога не се е случвало в мирно време.

Тенденцията за спадане на номиналните лихвени проценти продължава повече от 30 години. Лихвите достигат исторически минимум няколко години преди 2008 г., като резултатът е бум на кредитирането. Спукването на балоните от активи след 2008 г. заплашва със срив банките, като държавата се намесва, прехвърляйки частните дългове на банките върху бюджетите на суверените. Така за пореден път топката е прехвърлена от банкера на суверена, т.е. на сегашните и бъдещите данъкоплатци. Заплахата от глобален банков срив днес вече е заменена с опасността от глобална суверенна дългова криза – поради прекалено големите публични дългове в развитите страни. Тези държави са под прицела на пазарите, от които са взели заеми.

1. Финансовите кризи в историческа ретроспектива

След разпадането на следвоенната система на фиксирани валутни курсове „Бретън Уудс” (1945-1971 г.) и след облекчаването и премахването на бариерите за движение на капитали, се констатира поредица от финансови кризи. След 15 август 1971 г. – когато президентът на САЩ Ричард Никсън едностранно отменя конвертируемостта

² „Светът е на път да се удави в огромните си дългове”. в. „Сега”, 03.08.2015г., с. 12-13.

на долара в злато, МВФ регистрира 122 системни банкови кризи, 208 валутни кризи и 72 кризи на държавните дългове. Съществуват 6 разновидности на финансови кризи (Райнхарт, Рогоф, 2013):

- неизпълнения по външен суверенен дълг;
- неизпълнения по вътрешен суверенен дълг;
- банкови кризи;
- валутни сривове (критичен праг: 15% годишна девалвация);
- инфлационни кризи (критичен праг: 40% годишно поскъпване)
- борсов колапс (критичен праг: 25% обезценка на акциите).

Според Организацията за икономическо сътрудничество и развитие (ОИСР), обединяваща 34 развити индустриализирани държави, финансовите кризи са една от 5-те глобални системни заплахи в днешно време – редом с пандемията, кибератаките, гражданските бунтове и геомагнитните бури. Най-голямото препятствие за преодоляването на финансовите кризи е вродената склонност на пазарните участници и политическите фактори да игнорират обезпокоителните сигнали. Така един от ранните предупредителни сигнали (предвестници) за бъдеща финансова криза са трайните натрупвания на дълг (публичен и/или частен). След тежка банкова криза последиците за икономиката са (Райнхарт, Рогоф, 2013):

- нарастване на публичния дълг средно с 86% в следващите 3 години (поради спасяването на банките с публични средства – Bail Out);
- дълбока рецесия (среден спад на БВП на глава от населението с 9% в период от 4 години);
- скок на безработицата със средно 7 процентни пункта;
- спад на цените на недвижимите имоти (средно с 35.5% в период от 6 години);
- спад на цените на акциите (средно с 56% в период от 3.5 години).

Така например финансовата криза в Република Ирландия след 2008 г. в хронологичен план има следните основни етапи (Йотов, 2014):

- спад на лихвените проценти след 1 януари 1999 г. (влизване на Ирландия в еврозоната);
- кредитен бум;
- формиране на имотен балон и разцвет на строителството;
- имотен и строителен крах (2008 г.);
- банкова криза;
- държавни гаранции за целия банков сектор в страната;

- бюджетна и дългова криза (бюджетен дефицит – 32% от БВП за 2009 г.);
- 85 млрд. дол. спасителен заем от МВФ;
- строги бюджетни икономии.

2. Идва ли нова глобална криза?

Световната криза (2008-2009 г.) изкара наяве предизвикателството за намаляване на дълга и рисковете, които прекомерната задлъжнялост повдига. Най-новата история показва, че бумът при т.нар. икономики-чудо свършва след натрупване на големи дългове: Италия през 60-те години на XX век, Япония през 90-те години, четирите „източноазиатски тигъра“ (Хонг Конг, Сингапур, Тайван и Южна Корея), Ирландия и Испания след 2008г. и през 2016-2017 г. (може би) Китай.³ Днес развитите икономики се изправят пред някои от най-високите дългови нива след Втората световна война. По този начин вече е налице фундаментът за следващата глобална финансова криза, като детонаторът може да бъде повишаването на лихвените проценти. Огромният суверенен дълг днес е най-голямата опасност в световната икономика. Финансовите пазари могат да атакуват най-уязвимите свръхзадлъжнели държави една след друга, предизвиквайки голяма вълна от платежни дефолти. Не е известен прецедент на явление от такъв мащаб и с такъв географски обхват. При отсъствие на истински наднационален механизъм за реструктуриране на суверенен дълг отказът от плащане (т.е. дефолтът) би могъл да стане единственото възможно средство за правителствата. Най-лошото обаче не е нещо ново: дефолтът е най-честият изход от свръхзадлъжняването на една държава. Между 1800 и 2009 г. са регистрирани 250 случая на явно неизпълнение по външни държавни задължения и 68 случая – по вътрешни държавни задължения (Райнхарт, Рогоф, 2013).

Всъщност най-големият провал на икономическата политика след 2008 г. се състои в невъзможността на правителствата да намерят креативни начини да опишат неустойчивите дългове – например в периферията на еврозоната. Вечният конфликт между интересите на кредитори и длъжници застрашава да разцепи най-големия икономически блок в света (еврозоната, състояща се от 19 държави) на два противостоящи си лагера. Политиката на строги бюджетни икономии в Европа засега не успява. Според Нобеловия лауреат по икономика Джоузеф Стиглиц тези политики, налагани на държавите – длъжници, отхвърлят простата логика и историческите доказателства, които сочат, че орязванията ще нанесат големи икономически вреди и няма да постигнат обещаното намаляване на дълговата тежест. Според Стиглиц никога не е проработвал опитът за справяне с големи дългове само чрез строги икономии, особено ако едновременно с това се следва парична политика с някакъв стандарт – например златен. В това отношение може да се припомни опитът на Великобритания след Първата световна война. В дългосрочен план обаче

³ „Доклад предупреждава за дългова криза“. <http://www.economix.bg> (публикувано на 30.09.2014 г.).

правителствата ще трябва да излязат с реалистични планове за оряждане на бюджетните дефицити (т.е. за затягане на фискалната политика), ако не искат доходността по държавните облигации да скочи. Това убеждение се засилва от публичната загриженост за влошените публични финанси, както и от скептицизма по отношение на ефективността на фискалните стимули. От една страна фискалното затягане може да спъне икономическото възстановяване. Така например и в САЩ през 1937 г., и в Япония през 1997 г. ненавременното увеличаване на данъците изпраща крехките още икономики обратно в рецесия. Обаче от друга страна, ако правителствата не действат, то международните дългови пазари могат да затегнат политиката им вместо тях, като тласнат доходността по държавните облигации рязко нагоре, а тези държави влошат кредитния си рейтинг. Така финансовите министри ще лавират между Сцилата на остеритета и Харибдата на повишените лихви по държавните ценни книжа. Дългът сам по себе си не е нещо лошо, но прекомерното заемане и задлъжняване създава риск от финансови кризи, които подкопават растежа. В развитите страни съотношенията „публичен дълг/БВП” застрашително доближават равнищата от края на Втората световна война. Истинското решение на кризата с дълга е растежът. В същото време разрешаването на дълговите проблеми би могло да проправи пътя към възстановяване на анемичния икономически растеж в развитите страни.

Глобалният държавен дълг се е превърнал в основен фактор за дестабилизация на световната икономика. И ако първата вълна на глобалната финансова криза беше провокирана най-вече от бързите темпове, с които нарастваше дългът на финансовия сектор и на домакинствата, то втората вълна на кризата най-вероятно ще бъде провокирана от голямото нарастване на държавния дълг. Ето защо е крайно необходимо спешно да се търсят начини, ако не за намаляване на глобалния публичен дълг, то поне за забавяне на неговия растеж. В противен случай Европа и САЩ ще се конкурират фронтално в търсене на нови заеми, с които да обслужват сегашните.

3. Динамика на глобалния дълг и четирите му основни компоненти

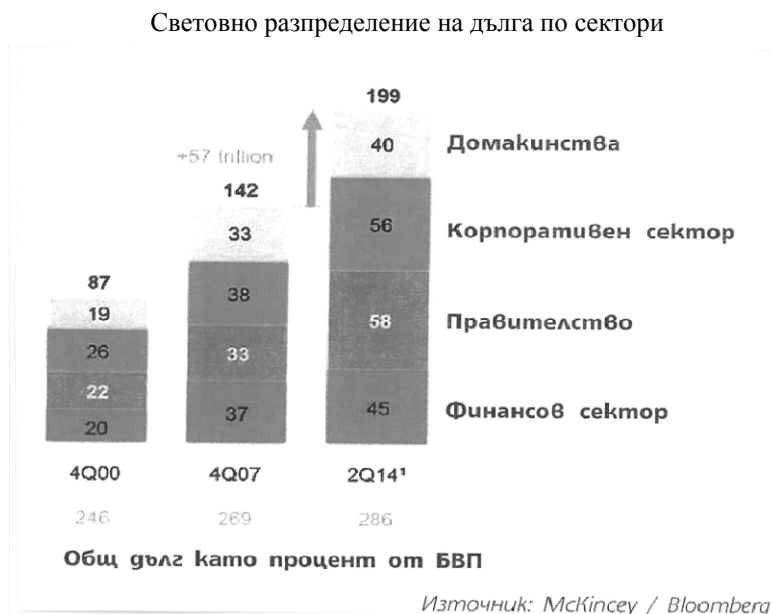
През периода 2007-2014 г. задълженията на държавите и на частните заемополучатели са се увеличили с 57 трилиона долара, а в близко бъдеще не се очаква траекторията на растящата задлъжнялост на всички равнища да се промени. По този начин решенията, взети в разгара на финансовата криза (2007-2009 г.) за ограничаване и дори съкращаване на различните видове задължения, са си останали в сферата на добрите пожелания. Това разкрива доклад за дълговата ситуация в света – към средата на 2014 г., на международната консултантска компания Mc Kinsey Global Institute, чийто централен офис е в Ню Йорк. Изследвана е динамиката на дълговите задължения на 4 групи кредитополучатели:

- правителства;
- нефинансови корпорации;

- домакинства;
- финансови компании.

Докладът описва задълженията в 47 държави – повечето икономически развити страни (25) и най-големите развиващи се държави (22). Според авторите на доклада, подобен обхват е достатъчен, за да се добие пълна представа за ситуацията с дълга в света. Разгледани са 2 еднакви интервала от време: предкризисният период (2000-2007 г.) и следкризисният (2007-2014 г.). През седемте години преди 2007 г. (последната пълна предкризисна година) се регистрира 23% увеличение на глобалния дълг – или общо с 55 трилиона долара, което отговаря на 7.3% средногодишен ръст. Седем години след 2007 г. пък се регистрира 17% увеличение на глобалния дълг – или общо с 57 трилиона дол., което отговаря на 5.3% средногодишен ръст. Към края на второто тримесечие на 2014 г. глобалният дълг възлиза на 199 трилиона дол., което отговаря на 286% от глобалния БВП.⁴

Фигура 1



Източник: Световно разпределение на дълга по сектори. <http://www.investor.bg> (публикувана на 08.02.2015 г.).

Кои са основните тенденции в динамиката на задлъжнялостта през 7-те години след 2007 г.? Положително е, че намалява темпът на нарастване на задълженията на:

⁴ „Графика на деня: Светът все още прелива с дългове.” <http://www.investor.bg> (публикувано на 08.02.2015 г.).

- домакинствата – от 8.5% средногодишно (преди 2007 г.) до 2.8% средногодишно (след 2007 г.);
- финансовите компании – от 9.4 до 2.9% средногодишно.

Темпът на задлъжняване на нефинансовите корпорации остава почти еднакъв – 5.7 и 5.9% средногодишно (съответно преди и след 2007 г.). Голямата промяна след 2007 г. е съществено увеличаване на темпа на нарастване на задлъжняването на правителствата – от 5.8 до 9.3% средногодишно. И ако в предкризисния период нарастването на глобалния дълг се е дължало основно на финансовия сектор и на домакинствата, то в следкризисния период основен принос за нарастването на общия дълг на повечето държави има ръстът на държавния дълг. В абсолютни стойности дългът на правителствата се повишава от 33 трилиона дол. (Q4/2007 г.) до 58 трилиона дол. (Q2/2014 г.), т.е. с 25 трилиона дол., като развиващите се икономики отговарят за близо половината от тази сума.

Тенденцията за значителен темп на нарастване на публичния дълг се констатира и от други сериозни институции. Според Банката за международни разплащания – БМР (Bank for International Settlements – BIS), базирана в Базел, Швейцария, към 2012 г. разпределението на световните финансови активи по класове е както следва⁵:

- пазарна капитализация на фондовите борси: 52 трилиона дол. (71% от глобалния БВП);
- държавни облигации: 45 трилиона дол. (62% от глобалния БВП);
- облигации на частни финансови институции: 37 трилиона дол. (51% от глобалния БВП);
- облигации на нефинансови корпорации: 9 трилиона дол. (12% от глобалния БВП);
- секюритизирани заеми: 14 трилиона дол. (19% от глобалния БВП);
- несекюритизирани заеми: 51 трилиона дол. (70% от глобалния БВП);

Към 2012 г. общата сума на световните финансови активи според БМР възлиза на 208 трилиона дол. При световен БВП тогава от 73 трилиона дол., финансовите активи представляват 285% от БВП.

Забележителна е динамиката на публичния дълг в световен мащаб:

- 8 трилиона дол. (1990 г.);
- 13 трилиона дол. (1995 г.);
- 14 трилиона дол. (2000 г.);
- 29 трилиона дол. (2007 г.);
- 45 трилиона дол. (2012 г.).

⁵ „Кой надува балона?“ <http://www.karolev.com>.

През периода 2000-2014 г. световната икономика нараства със 135%, финансовите активи – със 124%, докато публичният дълг в света – с 243%. Така нарастването на държавния дълг по света е почти двойно по-голямо от нарастването на световната икономика и на глобалните финансови активи за периода. Крайният извод е, че „слонът в стаята” днес е държавният дълг.

4. Задлъжнялостта по държави

Допреди 3 десетилетия в глобален мащаб кредитори бяха богатите развити икономики с висок стандарт на живот, а длъжници – по-бедни страни или изоставащи и стагниращи държави (Кацарски, 2011 г.). В днешно време обаче ситуацията е коренно различна. Изключение прави само Япония, която се отличава с огромен публичен дълг (234% от нейния БВП), но тя същевременно е и сред най-големите кредитори на останалия свят. Днес Китай е най-големият световен кредитор, а САЩ – най-големият световен длъжник.

Как би изглеждала картата на света, ако тя бъде преначертана чрез използване на съотношението „държавен дълг/БВП” като критерий за мащаба? Тогава страните, които са малки по размер, но имат голямо дългово бреме, ще се открояват повече на една такава карта (фиг. 2).⁶

Фигура 2

Държави, мащабираните според неустойчивостта на техните дългове



Източник: Държави, мащабираните според неустойчивостта на техните дългове. <http://www.investor.bg> (публикувана на 09.10.2015 г.).

⁶ „Графика на деня: Как изглежда картата на света с мащаб дълговете на страните?”, <http://www.investor.bg> (публикувано на 09.10.2015 г.).

На тази карта Япония се оказва най-голямата държава в света. Тя отговаря само за 6% от глобалния БВП, но формира близо 20% от целия световен публичен дълг. Гърция (с дълг от 177% от БВП) е на втора позиция след Япония (с дълг от 230% от БВП). На картата Италия и Гърция се оказват по-големи от Северна Америка. Същевременно има големи по размер страни с малки публични задължения, които почти не се виждат на картата. Например Австралия (държава-континент) се е смалила до малък остров, тъй като суверенният ѝ дълг спрямо БВП е само 29%.

Нивото на задлъжнялост на икономически развитите държави е значително по-високо, отколкото на повечето развиващи се държави (Катасонов, 2015 г.) Също и по темпове на нарастване на общия дълг, икономически развитите страни изпреварват развиващите се. Въпреки това суверенните кредитни рейтинги на развитите икономики, определяни от трите най-големи рейтингови агенции – Standard&Poor's, Moody's и Fitch Ratings („Голямата тройка“) са сред най-високите.

От 47-те държави, включени в проучването на McKinsey, само 8 са съумели да намалят след глобалната криза относителното равнище на своята обща задлъжнялост – САЩ, Египет, Саудитска Арабия, Румъния, Филипините, Израел, Германия и Аржентина. В абсолютно изражение най-голямото намаление на общата задлъжнялост се регистрира в САЩ, макар че в относително изражение спадът ѝ е едва с 8 процентни пункта. Общата задлъжнялост на САЩ спада от 277% от БВП (през 2007 г.) на 269% от БВП (през 2014 г.). В останалите 39 държави, включени в доклада, в периода 2007-2014 г. се забелязва ръст на относителното равнище на общия дълг. Най-драстичен е ръстът на общата задлъжнялост в Ирландия, Португалия, Китай, Гърция и Холандия. Трябва да се подчертае, че в периода 2007-2014 г. нито една държава в проучването на McKinsey не е съумяла да постигне едновременно намаляване и на 4-те вида дълг – държавен, корпоративен, на финансовия сектор и на домакинствата.

Общата задлъжнялост спрямо БВП на редица държави е значително над средната за планетата (286% от БВП): Холандия (687% от БВП), Ирландия (681% от БВП), Сингапур (628% от БВП), Дания (537% от БВП), Япония (517% от БВП), Португалия (439% от БВП), Великобритания (435% от БВП), Швеция (415% от БВП), Белгия (402% от БВП) и Испания (401% от БВП). Всъщност ситуацията с общата задлъжнялост на държавите е още по-лоша. Освен официални държавни дългове, правителствата по света имат и скрити задължения, които могат да се дефинират като „социални ангажименти“. Скритият публичен дълг представлява задължения на държавата, които обаче не се появяват в публичните ѝ сметки, т.е. това са своеобразни задбалансови дългови задължения. Скритият суверенен дълг започва да се появява с изграждането на първите пенсионни системи и с увеличаването на продължителността на живота (Атали, 2011). В исторически план суверенът взема заеми най-напред, за да финансира разходите за сигурност и отбрана – той се надява, че военната победа ще му осигури средства да изплати дълга. Към края на XIX век публичните разходи започват да нарастват и заради финансирането на други колективни услуги, които преди това са били осигурявани безплатно в рамките на разширеното семейство. Така държавата става своеобразен застраховател, който обаче не определя ясно щетите, които покрива. Скритият публичен дълг

представлява необезпечените задължения на правителствата към гражданите в сферата на пенсионното, социалното и здравното осигуряване. Тези необезпечени задължения са правни ангажменти на правителствата по отношение на поетите от тях социални ангажменти. Непокритите държавни задължения (т.е. непредвидени в държавния бюджет) в тези области надхвърлят от 3 до 8 пъти БВП (Ценков, 2015). По принцип скритият публичен дълг е труден за осчетоводяване. Професорът от Бостънския университет Лоурънс Котликоф към края на 2011 г. изчислява по своя собствена методика съвкупния дълг на САЩ на 220 трилиона долара (т.е. около 1400% от БВП), в т.ч. са отчетени социалните задължения на американската държава за бъдещи периоди. Тези 220 трилиона дол. са многократно по-големи от официалния публичен дълг на Америка, който към края на февруари 2015 г. възлиза на 18.4 трилиона дол. (110% от БВП) според Департамента по финанси. Всъщност общият федерален дълг на САЩ е най-големият публичен дълг на планетата в абсолютна стойност.

Експерти от германската фондация „Пазарна икономика“ са направили класация на общата задлъжнялост на държавите от ЕС. В нея, към официалните данни за публичните задължения, се прибавят и претенциите от страна на гражданите към съответните пенсионни и здравни системи (Михайлова, 2014). Средната скрита публична задлъжнялост в ЕС възлиза на около 250% от БВП. В Германия например скритите публични задължения са около 90% от БВП, докато във Великобритания те са близо 500% от БВП. Най-висока в ЕС е скритата публична задлъжнялост на Люксембург – над 100% от БВП, а най-ниска е тя в Латвия – само 17% от БВП.

5. Публичните дългове по света и опасността от глобална дългова криза

Ако първата вълна на глобалната криза (2007-2009 г.) беше провокирана основно от бързите темпове, с които нарастваха дълговете на финансовия сектор и на домакинствата, то евентуална втора вълна на световната финансова криза най-вероятно ще бъде провокирана от нарастването на публичните дългове. Глобалният държавен дълг днес е основният фактор за дестабилизация на финансовата и икономическа ситуация в света. Измежду разглежданите от McKinsey 47 държави, само 9 са успели да намалят относителното равнище на държавния си дълг в периода 2007-2014 г. Впрочем от тези 9 страни само една е развита държава – Норвегия, докато останалите са развиващи се. Към 2014 г. първите 10 държави с най-голямо относително равнище на държавния дълг (като % от националния БВП) са:

1. Япония – 234%;
2. Гърция – 183%;
3. Португалия – 148%;
4. Италия – 139%;
5. Белгия – 135%;

6. Испания – 132%;
7. Ирландия – 115%;
8. Сингапур – 105%;
9. Франция – 104%;
10. Великобритания – 92%.

В абсолютни стойности най-голям размер държавен дълг се отчита в САЩ (18.4 трилиона дол.), Япония (10.5 трилиона дол.) и Китай (5.5 трилиона дол.). Сумата от публичните дългове на тези три държави – 34.4 трилиона дол., представлява около 60% от глобалния държавен дълг, който е 58 трилиона дол. (Q2/2014 г.). Всъщност най-високо равнище на държавен дълг имат развитите държави, докато при развиващите се страни то е относително ниско.

Според прогнозите на McKinsey през следващите години повечето страни по света (особено икономически развитите държави) ще продължат да увеличават държавния си дълг както в абсолютно, така и в относително изражение (като % от БВП). След глобалната финансово-икономическа криза обаче темповете на икономически растеж в развитите страни гравитират малко над нулата или дори са отрицателни. Това предвещава все по-трудно обслужване и погасяване на публичните дългове, като в най-лошия случай би могло да се очаква вълна от дългови кризи и суверенни фалити. Специално за Европа може да се очаква, че сагата с публичния дълг на Гърция е своеобразна репетиция за онова, което очаква Стария континент в близко бъдеще (Хъдсън, 2010).

Дори и да не се стигне до най-песимистичните сценарии обаче остава проблемът, че икономическият арсенал на правителствата и централните банки е вече почти изчерпан.⁷ При евентуален нов срив съвсем малко държави биха имали инструменти за защита, докато останалите биха били безпомощни. По време на финансовата криза, когато глобалната икономика беше изправена пред най-голямата заплаха от 30-те години на XX век насам, правителствата харчеха много, а централните банки сваляха основните лихвени проценти почти до нулата още в началото на кризата. В резултат на това сериозната рецесия не успя да се трансформира във втора голяма депресия. Политическият отговор на финансовата криза доведе до повишаване с около 50% (от 2007 г. насам) на средното съотношение на публичния дълг към БВП на богатите страни. Повечето от развитите държави не могат да заемат толкова, колкото биха искали при евентуална следваща криза, а малко икономики някога са изкарвали и едно десетилетие, без да изпаднат в рецесия. Така страните с проблематичен достъп до облигационните пазари (като тези в периферията на еврозоната) може да не успеят да предложат голям фискален стимул при рецесия. Сред десетте държави с най-голям прираст на относителните равнища на държавния дълг в периода 2007-2014 г. фигурират страните от т.нар. група GIPSI (Гърция, Ирландия, Португалия, Испания и Италия):

⁷ „Да бъдем нащрек”, спис. „Life”, 19.06.2015, с. 18-19.

- Гърция: 70 процентни пункта прираст (от 113% публичен дълг/БВП през 2007 г. на 183% през 2014 г.);
- Ирландия: 93 процентни пункта прираст (от 22 на 115%);
- Португалия: 83 процентни пункта прираст (от 65 на 148%);
- Испания: 92 процентни пункта прираст (от 40 на 132%);
- Италия: 47 процентни пункта прираст (от 92 на 139%).

Съвсем близо до държавите от групата GIPSI са Япония (с 63 процентни пункта прираст), Великобритания (с 50 процентни пункта прираст), Холандия (с 38 процентни пункта прираст), Франция (с 38 процентни пункта прираст) и САЩ (с 35 процентни пункта прираст). По абсолютен прираст на държавния дълг обаче САЩ далеч изпреварват цялата група GIPSI.

6. Правни неясноти при необслужването на публични дългове

Един от основните закони на пазарната икономика е, че дълговете са юридическо задължение и неотклонен ангажимент на заемодателите. Още от римското право произхожда максимата, че договорите съществуват, за да бъдат спазвани. В частност това означава, че дълговете трябва да се връщат. Когато фалира частно лице или фирма, стъпките по уреждане на несъстоятелността са ясно уредени по закон – съответно за личната (гражданската) и за корпоративната (фирмената) несъстоятелност. Кредиторите имат ясно дефинирани права – те могат да придобиват активи на длъжника и да налагат заповед върху бъдещите му приходи. Случаят обикновено се разглежда от съда или друга неутрална инстанция, но не и от засегнатите кредитори.⁸ При фалит на държава обаче най-често самите кредитори съдят държавата, като се опитват да защитят своите интереси, излизайки от икономическата си роля на заемодатели. Като такива те искат да диктуват на длъжниците не само условията за връщане на заемите, но и сами контролират спазването на тези условия, което ги поставя в ситуация на „конфликт на интереси”. Фундаменталното несъвършенство на международните капиталови пазари е липсата на наднационална правна и институционална рамка, която да гарантира изпълнението на дълговите ангажименти на държавите. С други думи не съществува международен съд по суверенната несъстоятелност, нито международни правни механизми в тази сфера. По принцип кредиторите разполагат с по-големи възможности за преговори от длъжниците. При неплащане от страна на длъжника кредиторите имат възможност за конфискация на негови активи в чужбина, а различните заемодатели могат да наложат ембарго върху външната търговия на неизправната страна. Все пак суверенният имунитет защитава държавата – длъжник от конфискация на главните ѝ активи: кредиторите няма как да отидат в тази страна и директно да се удовлетворят от активите ѝ. За разлика от частния заемополучател

⁸ „Хем кредитори, хем съдии”. <http://www.dw.com/bg> (публикувано на 04.07.2015 г.).

(семе́йство или предпри́ятие), суверенът не рискува почти нищо, ако не изпълни ангажиментите си към кредитора. Докато на неиздължилия се частен заемополучател може да му бъде отнето цялото имущество, то публичният длъжник (суверенът), който не изплати дълга си, фактически не би могъл да бъде лишен от никое от основните си притежания: нито от земята си, нито от физическите си активи, нито от свободата си. В миналото обаче някои държави са били анексирани след дефолт – Египет (1914 г.), Нюфаундленд (1936 г.) и др. Трябва да се подчертае, че в едно отношение публичният дълг е напълно различен от частния. За разлика от частния заемополучател – семе́йство или предпри́ятие, то суверенът е „безсмъртен“, т.е. парите рано или късно ще бъдат върнати (Атали, 2011). Публичният дълг е кредит на сегашните поколения, но той задължава следващите генерации, които нямат право на глас в момента.

В началото на ХХІ век МВФ настояваше да се изработи правилник за обявяване на държави в неплатежоспособност, но гласът на тази международна финансова институция не беше чул – поради съпротива от страна на големите мултинационални банки. Последните предпочетоха МВФ да отпуска кредити на задължените държави, за да могат те самите изцяло да си върнат отпуснатите заеми (с парите от Фонда). Освен това държавните фалити дълго време бяха смятани за проблем само на развиващите се страни. Ако имаше международна процедура по обявяване на държави в несъстоятелност, то част от проблемите днес нямаше да са толкова остри – в Европа (например сагата с гръцкия публичен дълг) и по света. При това положение как кредиторите могат да се справят с чуждестранните си длъжници? За всяка държава е от полза да обслужва изрядно задълженията си и така да има добра репутация като международен кредитополучател. За държавите е голямо преимущество да имат траен достъп до международно финансиране – заеми могат да са им необходими за инфраструктурни проекти, за поддържане на търговията, за справяне с рецесии и т.н. За да се справят с държавите, които не могат и/или не искат да изплащат дълговете си, кредиторите разполагат с подходящ инструментариум за убеждаването им да не го правят – в лицето на рейтинговите агенции. Последните могат да свалят кредитния рейтинг на съответната държава и така да оскъпят финансирането ѝ и дори да я изхвърлят от глобалните облигационни пазари. Лишаването на неизрядната държава от жизнено необходимите ѝ кредитни ресурси би довело до парализиране на националната ѝ икономика и до неопределеност по отношение на икономическата и финансова перспектива на тази държава.

Агенциите за кредитен рейтинг (АКР) представляват важно звено в съвременния кредитен механизъм. Те традиционно са считани за фактор, който способства за намаляване на информационната асиметрия на финансовите пазари и за по-добри инвестиционни решения (Рафаилов, 2011). За емитентите, търсещи финансиране, кредитните рейтинги, изготвени от АКР, дават достъп до финансовите пазари, по-ниска цена на капитала и по-голямо доверие на техните контрагенти. За инвеститорите в дългови инструменти рейтингите дават оценка за кредитния риск на емитента, като така намаляват информационната асиметрия и позволяват вземането на по-ефективни решения. Всъщност рейтингите представляват оценки за кредитоспособността на длъжника, т.е. те оценяват вероятността той да изпадне в неплатежоспособност след време.

Суверенният (държавен) рейтинг оценява както способността, така и готовността на правителството да обслужва своите задължения към кредиторите си. „Кредитно събитие“ възниква, когато лице или организация не погаси задължение по значима транзакция и по този начин постави под въпрос способността на длъжника да изпълнява ангажиментите си. „Влизане в просрочие“ на падеж на плащане към кредитор е евфемизъм за дефолт (фалит, банкрут, несъстоятелност) към кредитора. По този начин „влизането в просрочие“ се тълкува като „кредитно събитие“. Настъпването на кредитно събитие задейства изпълняването на кредитни застраховки (CDS или Credit Default Swap) – финансови договори, които гарантират, че продавачът им ще компенсира купувача (кредитора) в случай на спиране на обслужването на заема или друго кредитно събитие.

Голямото значение на АКР се потвърждава от данните за тяхната дейност. Например Standard&Poor's е оценил дългови инструменти с общ номинал над 30 трилиона дол., издадени от над 42 000 емитента в повече от 100 държави от целия свят. След глобалната финансово-икономическа криза (2008-2009 г.) АКР често биват сочени за едни от виновниците за нея. Те биват обвинявани, че преследвайки по-големи печалби, са действали против интересите на инвеститорите и са генерирали системен риск. И инвестиционната банка Lehman Brothers (фалирала на 15 септември 2008 г.), и застрахователната компания AIG (спасена от фалит от американското правителство през 2008 г.) притежават висок кредитен рейтинг до последния момент. Най-значителният провал на АКР обаче е оценката на базираните на рискови ипотечни ценни книжа, което допринесе значително за възникването и мащаба на световната финансова криза. Емисиите и инвестициите в надценени рискови ипотечни книжа нямаше да бъдат толкова големи без АКР. Основната част от загубите на финансовите институции по време на кризата бяха именно от инвестиции във високо оценени от АКР рискови ипотечни книжа, емитирани в пиковия период на американския жилищен балон (2005-2007 г.).

За да се избегне практическата безнаказаност на суверенния длъжник, в бъдеще би могло да се приеме предложението на бившия главен икономист на Световната банка г-жа Ан Крюгер – за закъсалите държави да се прилага процедурата по обявяване в несъстоятелност в сила за фирмите (Глава 11 от Закона за фалитите в САЩ). Би трябвало да съществува възможност за кредиторите да предявяват искове пред един бъдещ Международен трибунал за суверенни фалити, който трябва да има истинска наднационална власт и който да замени Лондонския и Парижкия клуб. Лондонският клуб обединява всички частни банки – кредитори на суверени, докато в Парижкия клуб са представени всички държави – кредитори, т.е. последният е клуб на публичните кредитори.

7. История на бюджетните дефицити и публичните дългове

Историята на публичния дълг е тясно свързана с тази на държавата. Дълго време дългът е само личен (на владетеля) и изчезва заедно с него. Най-напред публичният дълг взема формата на личен дълг на управниците, които го сключват – от Вавилон

до Египет и Китай. Този дълг е служел за финансиране на война, когато владетелят не е имал време или възможност да събере достатъчно средства чрез данъци. Като начало светската власт взема заеми от религиозната власт, която пък трупа пари от дарения. През Средновековието италианските градове-държави принуждават своите по-богати граждани да им заемат определени суми в замяна на редовни плащания на лихви.

Интересен е историческият пример с изграждането на Суецкия канал в Египет през 60-те години на XIX век, което вкарва страната в спиралата на икономически и политически проблеми (Книп, 2015). За да осъществи проекта за канала, който е открит през 1869 г., Египет взема огромни кредити от френски и британски банки. Задълженията растат бързо, докато един ден Египет повече не може да ги обслужва. В резултат на това британците поставят страната под свой контрол – първоначално за да помогнат на икономиката да се стабилизира. Но британската администрация постепенно се разраства и Египет де факто е превърнат в британски протекторат. Чак през 1922г. страната успява да възвърне своя суверенитет – след бурни протести на светските и религиозни националисти. До окончателното изтегляне на британците от политическия живот обаче трябва да минат още 14 години.

В Европа от края на XIX век народът се превръща в суверен и така всеки от гражданите на дадена държава става отговорен за суверенния дълг. Дългът става наистина „публичен“, когато суверенът приема, че след него не настъпва Потопът⁹ и че всеки подписан от него договор задължава и неговите наследници във властта. В модерната епоха суверенът вече не е духовно, политическо или военно лице като в миналото. Той става абстрактна същност, която се приема за безсмъртна – временният (а не пожизнен) ръководител на държавата предава дълговете на своя наследник. Това позволява на последователните носители на суверенната власт да привличат кредитори, които виждат известна гаранция в приемствеността. Ето защо историята на публичния дълг е история на конституирането на суверенната функция. От своя страна държавата вече не заема само за да воюва, но и за да финансира публичните блага за своите граждани – здравеопазване, образование, пенсии, полиция и т.н.

През по-голямата част от своята история, правителствата поддържат бюджетите си балансирани, като публичните финанси излизат „на червено“ само при война или криза. Въпреки че това е предмет на спорове, повечето икономисти смятат, че ерата на постоянните правителствени дефицити (и оттам – нарастващи публични дългове) води своето начало от времето, когато модерната държава започва да поддържа големи системи за социално осигуряване на своите граждани (Конуей, 2010). Преходът към държава на всеобщото благоденствие включва изразходването на огромни средства за здравеопазване, за образование, за осигуряване срещу безработица и т.н. По същество правителствените заеми са просто отложено плащане на данъци от бъдещи години, тъй като те ще трябва да се връщат в един бъдещ момент.

⁹ Има се предвид фразата „След мен и потоп!“, произнесена от френския крал Луи XIV.

Натрупаният от предходни години бюджетен дефицит формира държавен дълг. Заемите на държавата обикновено приемат формата на лихвоносни държавни облигации с определен срок на падеж, които тя емитира на облигационните пазари. Финансовите пазари са пазари на дълг, на които се извършват операции с облигации, и пазари на акции. На финансовите пазари става прякото свързване на кредитори и заематели – чрез покупко-продажба на акции, облигации и други финансови инструменти. За косвената връзка между кредитори и заематели е нужен посредник и това са главно банките. Облигационните пазари, на които правителствата и фирмите набират средства, са по-слабо известни от фондовите борси. В много отношения обаче пазарите на дълг са далеч по-важни и влиятелни от пазарите на акции. В рамките на глобалната финансова система пазарите на облигации са и по-обемни от тези на акциите (Конаган, Смит, 2014).

Облигационните пазари стават наистина влиятелни едва в епохата на Наполеон. Много историци днес смятат, че разгромът на Франция по време на Наполеоновите войни се е дължал не толкова на нейните стратегически военни решения, а по-скоро на склонността на Франция да спира плащанията по своите дългове. В резултат на това за френското правителство става много трудно да осигурява нови заеми за своите войни. Истинската сила на пазарите на облигации е във факта, че доходността, която те определят за дадена облигация може да бъде твърде различна от посочения върху самата облигация лихвен процент. Ако инвеститорите смятат, че правителството ще спре да си плаща дълговете, то те ще са склонни да разпродават облигациите на това правителство. Така цената им пада, а доходността им се увеличава. С други думи доходността на облигациите е обратнопропорционална на тяхната цена. Въпреки че по време на своята валидност цената на една облигация може да върви нагоре или надолу, то при падежа тя бива изкупувана по номинал.

Оценката на натрупването на държавен дълг не е еднозначна. Най-общо се смята, че обществото понася неблагоприятни последствия, тъй като бремето на дълга пада върху бъдещите поколения, които трябва да го погасяват. Освен това става и пренасочване на спестявания към покупка на държавни ценни книжа, т.е. стига се до недостиг на средства за частни инвестиции. Но още през 1936 г. Джон М. Кейнс в своята „Обща теория на заетостта, лихвата и парите“ застъпва тезата, че по време на рецесия правителствата трябва да вземат повече заеми, за да стимулират икономиката.

Бюджетният дефицит се превръща в начин на съществуване за правителствата в индустриализираните държави още от 70-те години на XX век. Това довежда до непрекъснато нарастване на публичните дългове (като дял от БВП), а оттам – и до ръст на плащанията по дълга (като дял от бюджетните разходи). Получаването на заеми позволява на политиките да предоставят на избирателите (и по-точно: на добре организирани групи със специфични интереси) непосредствени изгоди, без да е необходимо да се налагат по-високи данъци. Ето защо, ако не са ограничени от конституционни правила или силни убеждения, законодателите най-вероятно биха гласували за бюджетни дефицити, които често са във вреда на националната икономика.

8. Суверенните дългови кризи

Макар да се смята, че „държавите не банкрутират“, историята показва стотици епизоди, при които повечето страни от всички региони на света не са изпълнявали своите задължения към външни кредитори. Това обаче не означава, че инвеститорите в държавни облигации са ирационални: при отпускане на кредити на рискови държави те получават допълнителни рискови премии (понякога над 5-10% годишно). Суверенният дълг може да бъде външен и вътрешен. Външният публичен дълг е към чуждестранни (за съответната държава) кредитори. Вътрешният публичен дълг са средствата, които правителството е заело от своите собствени граждани, предприятия и местни банки, т.е. този дълг се финансира от вътрешни за страната спестявания. Така външният публичен дълг е към външни инвеститори, а вътрешният – към вътрешни инвеститори. Тоталният публичен дълг е сумата от дълговете на една държава към чуждестранните и към националните кредитори, т.е. сумата от външния и вътрешния публичен дълг.

Исторически погледнато повечето външни задължения на развиващите се икономики се деноминират в чуждестранна валута, а договорите са такива, че споровете да се решават в чуждестранни съдилища. В повечето случаи кредитите са краткосрочни (със срок за погасяване между 1 и 3 години). Вътрешният публичен дълг обикновено е деноминиран в местна валута, емитиран е в съответствие с местното законодателство и се държи най-вече от местни лица (обикновено банки). Суверенно неизпълнение по дълга не означава непременно тотално спиране на всякакви плащания – в повечето случаи има частично изпълнение (т.е. частични погасявания на значителна част от дълга). При преструктуриране на суверенен външен дълг длъжникът принуждава кредиторите си да приемат по-дълъг срок за погасяване и/или отстъпки в лихвените условия (в сравнение с пазарните нива). Рейтинговите агенции обаче разглеждат подобни случаи като частично неизпълнение по суверенния външен дълг.

Когато се говори за суверенни дългови кризи трябва да се прави разлика между липса на ликвидност и липса на платежоспособност (т.е. несъстоятелност). Държава, която е изправена пред краткосрочно финансово затруднение, се намира в ликвидна криза. Това означава, че съществува временна неспособност на правителството да обслужва дълга си, но в дългосрочен период то има и способност, и желание да обслужва своите задължения. Ако едно правителство е в ликвидна криза, то би могло да получи „мостов“ кредит – например от МВФ. Държава, която не може или не желае да обслужва задълженията си за неопределен период, е в ситуация на неплатежоспособност. Трябва да се подчертае, че чуждестранните кредитори зависят както от възможностите на дадено правителство да им плати, така и от неговото желание да го стори. Основна роля при неизпълнение на държавни задължения играе не неспособността, а нежеланието на дадено правителство да плаща (Райнхарт, Рогоф, 2013). Обикновено при наличие на достатъчна решимост една страна – длъжник може да се разплати с външните си кредитори, макар и с цената на големи усилия и лишения. Например режимът на Николае Чаушеску в социалистическа Румъния през 80-те години на XX век успява да изплати над 9 млрд. дол. публичен дълг към чуждестранни банки в разстояние само на няколко години.

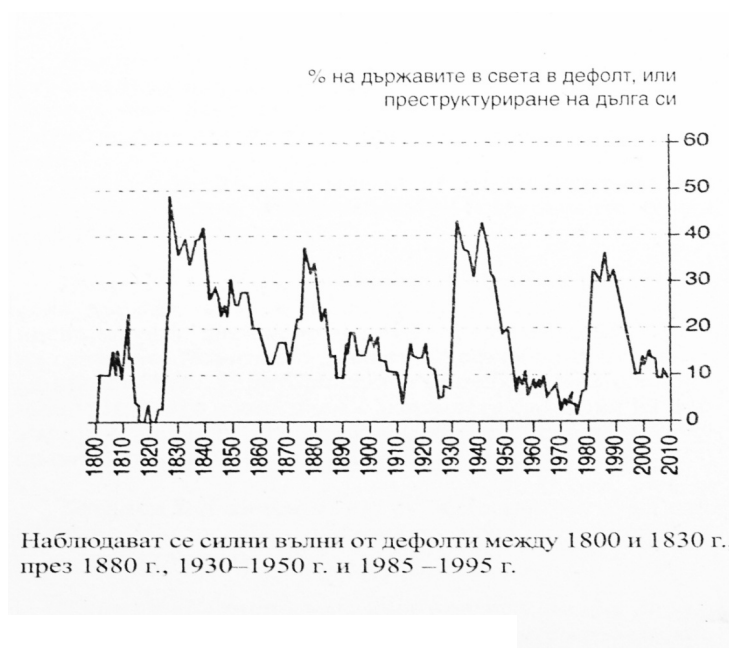
9. Цикли на неизпълненията по външния суверенен дълг

Кармен Райнхарт и Кенет Рогоф са професори по икономика в Харвард. Те добиват голямо влияние в последните години с трудовете си върху публичната политика и управлението на правителствения дълг. Райнхарт и Рогоф са първите изследователи, чиито обобщения за финансовите кризи се основават на данни за географското положение и историческите особености за възникването им. Съставената от тях база данни на суверенния външен и вътрешен дълг включва 66 държави, които съставляват около 90% от световния БВП. Райнхарт и Рогоф разглеждат суверенните просрочия за над 200 годишен период – от 1800 до 2009 г. Констатирани са:

- над 250 случая на явно неизпълнение по външни държавни задължения;
- поне 68 случая на явни неизпълнения по вътрешни държавни задължения.

Фигура 3

Циклите на суверенните дефолти от 1800 до 2009 г.



Наблюдават се силни вълни от дефолти между 1800 и 1830 г., през 1880 г., 1930–1950 г. и 1985–1995 г.

Източник: Атали, 2011.

На фиг. 3 е показан процентът от всичките 66 независими държави, които се намират в неизпълнение или преструктуриране на суверенния си външен дълг през периода 1800-2008 г. Видно е, че съществува повтарящ се цикъл с 5 отчетливи пика. Периодите на затишие (от по 10-20 години) неизменно са последвани от нова вълна от суверенни неизпълнения. Петте пика на фигурата са както следва:

- По време на Наполеоновите войни в Европа – много от европейските държави тогава изпадат в неизпълнение.
- От 20-те до края на 40-те години на XIX век – тогава изпадат в неизпълнение по суверенните си задължения много от латиноамериканските държави поради водените от тях освободителни войни.
- Двете десетилетия след 1870 г.
- По време на Голямата депресия – до началото на 50-те години. Годишите след края на Втората световна война бележат най-високите нива на неизпълнение в съвременната световна история – тогава почти половината от държавите в извадката са неизправни длъжници. Към 1947 г. в неизпълнение по своите задължения са държави, представляващи почти 40% от глобалния БВП.
- Дълговите кризи в развиващите се икономики от 80-те и 90-те години на XX век. В началото на 80-те цените на суровините се сричат на фона на повишаването на лихвените проценти от Федералния резерв на САЩ, ръководен от Пол Волкър. Резултатът са многобройни кризи на суверенните дългове в Латинска Америка и Африка, като около 30 държави от тези региони фалират.

Съществува повтаряема (серийна) природа на цикъла от неизпълнения, разгледан по държави, региони и епохи. Обширен набор от статистически данни, съдържащи времева и географска перспектива, потвърждават, че глобални фактори (като цените на суровините и лихвените нива в световните финансови центрове) играят ключова роля за катализиране на суверенните дългови кризи и вълните от просрочия по държавните ангажменти. Така периодите на спад на цените на суровините (изключително важни за развиващите се държави) по правило са съпроводени от многобройни просрочия.

Каква е средната продължителност на суверенните кризисни епизоди? Продължителността на дълговите кризи се дефинира като броя на годините от началото на неизпълнението до неговото разрешаване – чрез погасяване, реструктуриране или опрощаване на дълга. През периода 1800-1945 г. (със 127 епизода) средната продължителност на дълговите кризи е 6 години, а през 1946-2008 г. (със 169 епизода) – 3 години. Обяснението за два пъти по-бързото решаване на дълговите кризи след края на Втората световна война е, че механизмите за разрешаване на кризите са се усъвършенствали. Освен това на сцената се появява и МВФ с неговите спасителни пакети.

Серийните неизпълнения по външния суверенен дълг исторически представляват закономерност за всеки регион в света. Практически всички държави поне веднъж са имали просрочия по външния си дълг, а много от тях – и по няколко пъти (във фазата на развитие на пазарната си икономика). Франция например се превръща в изряден платец през XIX, XX и XXI век, надраствайки периода на серийни неизпълнения. За един 230-годишен период обаче (1558-1788 г.) Франция има 8 явни неизпълнения по външния си дълг. Гърция пък прекарва повече от половината години след независимостта си от 1929 г. в неизпълнение и/или реструктуриране.

10. Непазване на вътрешния суверенен дълг

Вътрешният публичен дълг представлява значителна част от общите задължения на една държава. Статистическите данни за извадката от 66 държави в дългосрочен период (1900-2007 г.) показва, че средно около 2/3 (между 40 и 80%) от всички държавни задължения са вътрешен дълг. Вътрешните непазвания са много по-трудни за установяване от тези по международните ангажменти. Намирането на сведения за вътрешния публичен дълг е много по-трудно, както и сведения за нарушенията по него. По принцип явни непазвания по вътрешния дълг също се случват, макар и не така често като нарушенията по външните държавни задължения. Явни („де юре“) непазвания по вътрешен суверенен дълг са регистрирани основно във времена на сериозни макроикономически катаклизми – например по времето на Голямата депресия от 30-те години на XX век. Затова трябва да се подчертае, че условията по вътрешния публичен дълг могат да бъдат нарушени от правителството и чрез силна и неочаквана инфлация (по примера на САЩ и редица европейски страни през 70-те години на XX век). Инфлацията е похват за частично непазване по вътрешни суверенни задължения – когато дълговите облигации не са индексирани към цени или към обменни курсове. В много от известните епизоди вътрешните ангажменти са играли съществена, ако не и ключова роля в мотивацията на правителствата да предизвикат инфлация и така да намалят действителната стойност на своите задължения. Ето защо фактическото непазване посредством инфлация е важен компонент при вътрешните дългови кризи. С масовото навлизане на хартиените валути (декретните пари) инфлацията става най-удобното средство за експроприация. През периода 1940-2006 г. честотата на ошетенето на местните жители по този начин се увеличава – в сравнение с периода 1800-1939 г. Формите на непазване по вътрешен суверенен дълг са следните:

- принудително намаляване на лихвения купон по дълговите облигации;
- едностранно намаляване на главницата („подстригване“ на номинала на дълговите облигации);
- конвертиране на валутата на вътрешния облигационен заем;
- пълна отмяна на плащанията.

Голямата значимост на вътрешния суверенен дълг се илюстрира от факта, че в исторически план много държави изпадат в непазване по външните си ангажменти (или ги реструктурират) при относително ниски прагове на външна задлъжнялост спрямо БВП. Обяснението е, че общото финансово бреме – външни и вътрешни публични задължения, по време на криза става твърде тежко. Зад голямото мнозинство от вече споменатите 250 епизода на външни дългови кризи се крият проблеми по вътрешни задължения. Във всички региони към годината, през която държавите са просрочвали по външните си ангажменти, последните са съставлявали по-малко от половината от общата им задлъжнялост.

По принцип публичният дълг е по-поносим, когато се финансира в по-голяма степен от вътрешни спестявания. Тогава не стои проблемът с валутно-обменните курсове,

който може радикално да промени стойността на един дълг. Така например Япония има огромен публичен дълг, равняващ се на 234% от нейния БВП (към 2014 г.), но тя не среща особена трудност за обслужването и рефинансирането му, тъй като над 90% от дълга е в японски ръце.

11. Безопасните дългови прагове

Обикновено се измерват съотношенията на бюджетния дефицит и публичния дълг спрямо БВП на съответната страна, както и разходите за обслужване на дълга (като процент от бюджетните приходи). Историческият опит показва, че не съществува универсален дългов праг, при превишаването на който държавата ще фалира. Дефолтът може да настъпи и при много ниски съотношения „дълг/БВП”. Безопасните дългови прагове силно зависят от кредитната история и инфлационните показатели на конкретната държава. През периода 1970-2008 г.:

- Външният дълг е надхвърлял 100% от БВП само в 16.1% от случаите на неизпълнение.
- 19.4% от случаите на неизпълнение са били при нива на външен дълг под 40% от БВП.
- В 51.7% от случаите на дългови кризи, фалиралите държави са имали съотношение „външен дълг/БВП” под 60%. Така например през 2001 г. Аржентина фалира при публичен дълг, равняващ се на 57% от нейния БВП. Кризата на суверенния дълг повече зависи от субективната загуба на доверие от страна на пазарите, които повишават лихвените проценти, а не толкова от надвишаването на определени съотношения. Впрочем критичният праг от 60% е залегнал в Договора от Маастрихт (1992 г.) – като един от 5-те критерия за членство в еврозоната. Това ниво обаче не отговаря на никаква теоретична обосновка.

Историята показва, че кредитните рискове при развиващите се икономики се увеличават значително при нива на външния дълг към БВП от порядъка на 30-35% и повече. Може би най-меродавният показател за предсказване на началото на криза със суверенния дълг е относителният дял за обслужване на дълга спрямо бюджетните приходи. Дял около и над 40-50% най-вероятно би бил фатален, а ако процентът е над 30 има голям риск от повишаване на лихвите. Поради слаби институционални структури и проблематична политическа система, правителствата в развиващите се държави често се изкушават да заемат външен ресурс вместо да съкращават бюджетни разходи и/или да увеличават данъчното облагане на гражданите и фирмите. От определен момент нататък започва да се проявява силно напрежение при обслужването на външните кредитни ангажименти на държавата. Получава се порочен кръг – загубата на пазарно доверие и повишаването на лихвените нива се съчетава с нарастваща вътрешна политическа съпротива срещу погасяването на задълженията към чуждестранните кредитори на страната. В общи линии това е

генезисът на серийните (повтарящи се) неизпълнения по дълговите експозиции на редица правителства.

Емпирични изследвания са установили, че при публичен дълг, който надвишава 90% от БВП, се стига до потиснат икономически растеж в продължение на 2 и повече десетилетия (среден срок 23 години). С други думи прекомерният дълг (debt overhang) е препятствие за възстановяването. Ниският растеж от своя страна забавя процеса на намаляване на задълженията, т.е. получава се омагьосан кръг – държавата е попаднала в „дългов капан“.

Таблица 1

Теоретично нарастване на БВП според равнището на публичния дълг

От 1790 до 2009	Съотношение на публичния дълг под 30 % от БВП	Дълг от 30 до 60 % от БВП	Дълг между 60 и 90 %	Дълг над 90 % от БВП
Индустриални страни*	3,7 °	3,0 °	3,4 °	1,7 °
Бързо развиващи се икономики*	4,3 °	4,1 °	4,2 °	1,0 °
Франция	4,9 °	2,7 °	2,8 °	2,3 °
Германия	3,6 °	0,9 °	няма данни	няма данни
Съединени щати	4,0 °	3,4 °	3,3 °	-1,8 °
Япония	4,9 °	3,7 °	3,9 °	0,7 °
Великобритания	2,5 °	2,2 °	2,1 °	1,8 °
Турция	5,4 °	3,7 °	3,9 °	0,7 °
Бразилия	3,2 °	2,3 °	2,6 °	2,3 °
Мексико	4,1 °	3,4 °	1,2 °	-0,7 °

* средно

Източник: Атали, 2011.

Други критерии за критични нива на публичен дълг са, ако той надхвърля 2 пъти годишния износ на страната – длъжник или 3 пъти фискалните ѝ приходи (или бюджетните ѝ разходи).

В заключение може да се каже, че безопасният дългов праг на една държава е разтегливо понятие. Историята показва, че съществуват страни, които са относително добре със суверенен дълг, равняващ се на над 200% от техния БВП и обратно – други

фалират със суверенен дълг от порядъка на 20% от БВП. Икономическата теория също не предлага много идеи относно максимално допустимото съотношение „публичен дълг/БВП“. Тенденциите във времето често са по-добър показател за правителствата като кредитополучатели в сравнение с абсолютния размер на дълга. Страна с бързо повишаващо се съотношение определено би имала проблеми в бъдеще. Освен всичко това трябва да се отчита скритият държавен дълг – задължения, които не се показват в балансовия отчет на правителствата. Например пенсиите от разходо-покривната система не са осигурени – те се плащат от текущи приходи, а не от резерви, създадени по време на трудовия живот на пенсионерите.

12. Основни стратегии за намаляване на публичното дългово бреме

В развитите икономики публичният дълг не е достигал подобни нива от 1945 г. насам. За сравнение, средната му тежест в най-големите 22 развити икономики в началото на 70-те години на XX век е била под 25% – рекордно ниско ниво за последните 113 години.

Според Кенет Рогоф, професор по икономика и обществени политики в Харвардския университет и бивш главен икономист на МВФ (2001-2003 г.), в исторически план съотношението „публичен дълг/БВП“ е било понижавано по 5 основни начина:

- засилен икономически растеж;
- програми за бюджетни икономии;
- обявяване на дефолт или реструктуриране на дълга;
- умерена инфлация;
- финансови репресии, придружени от устойчива инфлация.¹⁰

Веднага трябва да се уточни, че последните две възможности (инфлация и финансови репресии) са приложими единствено при публични дългове, емитирани в местна валута. В определени случаи някои от посочените методи са били използвани в комбинация. За най-задлъжнелите икономики не е възможно да се избавят от дълговете си само чрез растеж, нито пък единствено строгите икономии могат да са достатъчни. В такива случаи могат да се използват по-нетрадиционни мерки – като частично опрощаване на дълга, продажба на държавни активи, налагане на еднократни данъци върху богатството и т.н. Така при сключването на Лондонското споразумение от 1953 г., кредиторите на Германия (между които и Гърция), опрощават на младата тогава Федерална република голяма част от дълговете ѝ, които по този начин правят възможно германското икономическо чудо. И ако през 1945 г. дългът на Германия възлиза на 200% от БВП, то 10 години по-късно той е едва 20% от него.

¹⁰ „Дълговата криза няма да се реши с икономии“. <http://www.economix.bg> (публикувано на 17.01.2014 г.).

Сегашната световна икономика много прилича на тази в периода след края на Втората световна война – голяма безработица; високи и повишаващи се нива на дългове; глобален недостиг на съвкупно търсене, което ограничава икономическия растеж и генерира дефлационни рискове; ниски публични разходи, а те са критичен фактор за дългосрочния растеж (Тошкова, 2015). Най-често срещаната „токсична комбинация“ е липсата на растеж, неконкурентоспособността и тежкия дълг. Това, което усложнява ситуацията днес е фактът, че дълговата тежест не е ограничена само до публичния сектор (както след 1945 г.), а се наблюдава висока задлъжнялост и в частния сектор (особено при финансовите институции и домакинствата). Други утежняващи обстоятелства са:

- увеличаващото се неравенство при разпределението на доходите и богатствата;
- анемичният икономически растеж;
- застаряващите населения – резултат от нарастващата продължителност на живота и намаляващата раждаемост.

Така сега, освен свръхзадлъжняването, натиск върху публичните финанси оказва и влошаващата се демография.

13. Финансовите репресии

Към 1945 г. публичният дълг на САЩ възлиза на 108% от БВП, този на Великобритания е 250% от БВП, а на Франция – 110% от БВП (Атали, 2011). В разстояние на около 3 десетилетия развитите западни икономики регистрират висок икономически растеж, а умерената инфлация и финансовите репресии стопяват голяма част от суверенния дълг. Към 1990 г. френският и британският публичен дълг вече са около 35% от БВП. Американският публичен дълг към 1997 г. възлиза на около 46% от БВП. Тук трябва да се подчертае, че успоредно с намаляването на публичния дълг на развитите държави, расте частната задлъжнялост на домакинствата – феномен, описван с термина „приватизирано кейнсианство“.

Финансовите репресии в развитите държави в периода 1945-1979 г. се характеризират основно с отрицателни реални лихвени проценти, т.е. инфлацията надвишава номиналните лихви по влоговете (Райнхарт, Рогоф, 2013). Така твърде ниските лихвени проценти представляват скрита форма на данъчно облагане върху спестителите и притежателите на облигации, които получават по-нисък доход, отколкото при нормални условия. Отрицателните реални лихви са необявени скрити данъци. Те фактически са паричен трансфер от спестителите към кредитополучателите и правителствата и са по-завоалирана мярка в сравнение с политически непопулярните бюджетни рестрикции. Тези лихви са и ефективен начин за справяне с голяма публична задлъжнялост, без да се засегне икономическия растеж – както при фискалното затягане (Стоянов, 2012). Ето защо може да се прогнозира, че лихвените проценти в световен мащаб ще останат ниски дълго време, за да позволят на правителствата, компаниите и домакинствата да обслужват своите

задължения. Впрочем, ако лихвените проценти, плащани по дълга са по-високи от растежа на БВП, то делът на дълга ще нараства – дори без нов дефицит. Други проявления на финансови репресии след Втората световна война са:

- поставяне от страна на държавата на ниски тавани по депозитните лихвени проценти на банките;
- високи изисквания към задължителните резерви на банките в централната банка на съответната страна;
- множество разпоредби, принуждаващи пенсионните фондове, банките и застрахователните компании да трупат държавни ценни книжа в своите портфейли.

Финансовите репресии се възраждат след глобалната криза от 2008 г. Голямата роля на непазарните фактори при определянето на лихвените проценти е основна характеристика на финансовите репресии. Една от основните им цели е да задържа номиналните лихвени проценти по-ниски, отколкото те биха били нормално. По този начин се намаляват бюджетните разходи по обслужване на дълговете, т.е. намалява се бюджетният дефицит. Например в САЩ през 1991 г. бюджетните разходи за обслужване на публичния дълг възлизат на 4.8% от БВП, докато през 2009 г. (т.е. след свалянето на лихвите) те вече са 2.8% от БВП. След 2008 г. скontoвите лихвени проценти на основните централни банки и тези по банковите депозити бяха чувствително понижени. Така повечето реални лихви в развитите държави днес или са негативни, или са под 1% годишно. Обяснението е главно в агресивната, експанзионистична монетарна политика и вливанията на ликвидност (т.нар. „количествени улеснения“) от страна на Федералния резерв на САЩ, Банк ъф Джапан, Банк ъф Ингълънд и Европейската централна банка. И сега, както в следвоенния период, пенсионните фондове и застрахователните компании в редица страни са задължени да имат поне 50% държавни облигации в своите портфейли. Новите правила за капиталова адекватност, известни като Базел III, предполагат преференциално третиране на правителствените дългове в балансите на банките.

Заклучение

Исправени пред неустойчиво високи нива на частните и публичните дългове, политиките ще искат да ги понижат до устойчиви нива. Финансовите репресии, като политически най-съблазнителна и приемлива алтернатива, ще се превърнат в предпочитана стратегия и част от глобалната финансова реалност за дълго време. Тези политики обикновено изискват добра координация между правителството, централната банка и финансовия сектор, като в крайна сметка водят до устойчиво негативни реални лихвени проценти. Нека разгледаме и анализираме алтернативите на финансовите репресии за намаляване на бремето на публичния дълг.

- Ако инфлацията превиши 3-4% годишно, то тя проявява тенденция да продължи да расте, т.е. стимулирането на по-висока инфлация от страна на държавата е

опасно. Инфлацията би причинила смущения в банковата система и финансовия сектор, т.е. тя е прекалено силно „лекарство”. Според К. Рогоф умерена инфлация – например от 4 до 6% на година, би била много полезна на фона на нежеланието на правителствата да отпишат част от огромните си дългове. Умерената инфлация би понижала реалните лихвени проценти по правителствения дълг под ръста на БВП, намалявайки по този начин съотношението „дълг/БВП”. Така 6% годишна инфлация в продължение на 5 години може да понижи съотношението „публичен дълг/БВП” с 20 процентни пункта.

- Фискалните корекции (увеличаване на данъците и социалните осигуровки, съчетано със съкращаване на бюджетните разходи), са болезнени в краткосрочен план и политически проблемни за налагане. Освен това при голяма публична задлъжнялост тези мерки могат и да не проработят, като същевременно могат още повече да влошат икономическата ситуация.
- Откритият суверенен фалит, пълният или частичен мораториум върху обслужването на дълга или реструктурирането му оставят неприятна стигма на международните капиталови пазари и влошават кредитната история на такива държави, което има негативни дългосрочни последици. Освен това отписването на дългове е политически и обществено неприемливо. Един такъв прецедент би довел до появата и на други държави – кандидатки за опрощаване на дълг, до възникване на политически партии и движения с такива искания и т.н. Трябва да се отбележи, че през последните тридесетина години над 70 развиващи се държави са сключили споразумения за реструктуриране на външния си дълг, включително за частично опрощаване.

Разбира се, най-добрият начин за поставяне на публичния дълг под контрол си остава по-високият и устойчив икономически растеж, който е по-добър от фискалните икономии като политика. В бъдеще не бива да се стига отново до ситуации като през 1945 и 2008 г., т.е. трябва да се търсят по-малко кредитointензивни пътища за икономически растеж.

Използвана литература

- Ангелов, Г. (2015). Европейският съюз: от задлъжнял до свързодлъжнял. – в. „Преса”, N 189, 14.07.2015, с. 20-21.
- Ангелова, М. (2012). Ниските лихви изяждат спестяванията. <http://www.investor.bg> (публикувано на 17.09.2012 г.).
- Атали, Ж. (2011). Всички разорени след десет години?. С.: Рива, 191 с.
- Бедоус, З. М. (2009). В търсене на изход. – Светът през 2010, с. 115-116.
- Бок, Арн. (2011). 2012: перфектната финансова буря. – Геополитика, N 4, с. 156-159.
- Георгиев, Р. (2011). Глобалната криза и залезът на пазарния фундаментализъм. – Геополитика, N 4, с. 5-15.
- Илиев, П. (2015). Външният дълг стигна 38.2 млрд. евро. – Банкеръ, N 34, с. 6.
- Йотов, Ст. (2014) Управление на ценови дисбаланси в жилищния сектор (национален, европейски и глобален контекст). С., 443 с.
- Калчев, Ем. (2013). Проблеми и перспективи на фискалния сектор в България. – Икономическа мисъл, N 6, с. 35-51.

- Катасонов, В. (2015). Глобалният дълг: двете части на айсберга. – Геополитика, N 3, с. 150-158.
- Кацарски, Ив. (2011). Световната дългова криза – същност и причини. – Понеделник, N 11/12, с. 129-136.
- Книп, К. (2015). Суецкият канал като машина за пари. <http://www.dw.com/bg> (публикувано на 07.08.2015 г.).
- Конаган Д., Смит, Д. (2014). Книгата за парите. С.: Книгомания, 256 с.
- Конуей, Е. (2010). 50 големи икономически идеи, които трябва да знаете. С.: Четмо, 207 с.
- Маринова, Цв. (2015). Изпитания пред паричната и бюджетната политика в Еврозоната и България. – Икономически изследвания, N 1, с. 16-36.
- Минкова, Ив. (2015). Държавният дълг нарасна с над 51% за една година. <http://www.segabg.com> (публикувано на 05.08.2015 г.).
- Михайлова, Б. (2014). Европа в плен на скритите дългове. <http://www.dw.com/bg>.
- Неновски, Н., Маринова, Цв. (2014). Сравнителен анализ на суверенните дългове на държавите от Източна и Южна Европа. – Икономически и социални алтернативи, N 2, с. 33-44.
- Оте, М. (2006). Кризата идва. С.: Еастра, 307 с.
- Попов, Б. (2015). Гръцките проблеми маскират нарастващите рискове в Италия и Франция. <http://www.investor.bg> (публикувано на 26.06.2015 г.).
- Пътеводител на икономическите показатели (2004). С.: Класика и Стил, 294 с.
- Райнхарт, К., Рогоф, К. (2013). Този път е различно. С.: Сиела, 467 с.
- Рафаилов, Д. (2011). Провалите на агенциите за кредитен рейтинг по време на глобалната финансова криза – причини и възможни решения. – Икономически алтернативи, N 1, с. 103-114.
- Стоянов, Г. (2012). Финансовите репресии – новата глобална реалност. <http://www.investor.bg> (публикувано на 14.03.2012 г.).
- Тодоров, Н. (2015). Ключови икономически тенденции до 2050. (The Economist Intelligence Unit). <http://www.gradat.bg> (публикувано на 03.08.2015 г.).
- Тошкова, В. (2015). Недостигът на инвестиции в света. <http://www.investor.bg> (публикувано на 31.05.2015 г.).
- Търнър, Ъ., Лунд, С. (2015). Дълговата дилема изисква нови инструменти и подходи. <http://www.investor.bg> (публикувано на 26.04.2015 г.).
- Хъдсън, М. (2010). Бъдещите „дългови войни“ в Европа. – Геополитика, N 4, с. 153-156.
- Ценков, В. (2015). Пирамидата на дълговете. <http://www.bulgariaonair.bg> (публикувано на 29.05.2015 г.).