

КЛЮЧОВИ ФАКТОРИ ЗА СТАБИЛНОСТ НА ФИНАНСОВАТА СИСТЕМА

Стабилността на финансовата система е важна част от общата макроикономическа стабилност. Значимостта на сигурната и ефективно функциониращата финансова система се определя от факта, че финансовите посредници са звеното, което преобразува спестяванията в инвестиции и ги насочва към секторите в икономиката, нуждаещи се от паричен ресурс за функциониране. Финансовата система е и място, където се съхранява национално богатство и затова тя се възприема като обществено благо.

Върху стабилността във финансовата сфера оказват влияние както елементите на средата, в която посредниците оперират, така и вътрешноприсъщи за системата фактори. Една част от тях влияят позитивно на сигурността в системата, други негативно, а често даден фактор има стабилизираща роля, но след преминаване на определен *“критичен праг”* започва да внася колебания. От голямо значение за това дали даден фактор ще има положително или отрицателно въздействие е стадият на развитие на финансовата система и какви са възможностите ѝ за абсорбиране на шокове.

JEL: E63; G21

В специализираната литература са формулирани три основни характеристики на стабилните финансови системи: *първо*, стабилната система е гъвкава, функционира ефективно в съответствие с икономическите принципи, при (дори рязко и чувствително) променящи се икономически условия; *второ*, тя е еластична (бързо възстановяваща се) - дори и при кризисна ситуация пазарите функционират нормално и плащанията се извършват сигурно и бързо; *трето*, системата е вътрешно *“здрава”* - не генерира финансови шокове, не трансферира и не мултиплицира външни негативни импулси, които могат да доведат до финансова криза.¹

Чувствителността на финансите е определяща за състоянието, в което се намира системата. Управлението на финансовите ресурси предполага замяната на пари днес с обещание за пари в бъдеще, като правило с някаква норма на възвръщаемост. Тази тяхна специфика, комбинирана с информационни проблеми, които допускат поведение на нежелан избор (adverse selection) и морален хазарт (moral hazard), са в основата на чувствителността на финансите.²

¹ Financial Stability in Emerging Market Economies. Report of the Working Party on Financial Stability in Emerging Market Economies, April 1997, p. 21.

² Finance for Growth. Policy Choices in a Volatile World. WB and Oxford University, 2001, p. 78.

Съвременната финансова система включва голям брой институции и участници и е потенциално уязвима от въздействието на редица фактори:³

- Недиверсифицируеми рискове от балансови и извънбалансови експозиции на отделни институции, обикновено класифицирани като кредитен, пазарен, ликвиден и оперативен риск. Все по-често те се проявяват като взаимосвързани – пазарният се свързва с ликвидния риск, които съвместно влияят върху кредитния. Този първи вид уязвимост е свързан с потенциални загуби и фалити на отделните институции и срив на пазари.

- Финансовата система е уязвима като цяло – системна уязвимост. Слабостите в отделните институции и пазари рефлектират върху устойчивостта на цялата система. Системната уязвимост се асоциира с рисковете от разпространение на негативна информация (contagion risks) - смущенията в един пазар или финансова институция се разпространяват върху други пазари и финансови институции. Тази уязвимост се свързва и с т. нар. множествено равновесие (multiple equilibria), когато малки шокове водят до големи отклонения от първоначалното равновесие.

- Финансовата система може да бъде уязвима към криза в случай, че е неспособна да абсорбира шокове. Такива шокове могат да бъдат ценови, ликвидни, свързани както с влошаване на качеството на кредитите и макроикономическата среда, така и с резки промени върху институционалната структура на финансовата система (еволюция на финансовите пазари и инструменти, промени в нормативната рамка, шокове в търсенето и предлагането на активи).

Множество публикации определят две групи от фактори, имащи непосредствена връзка със стабилността на финансовата система. *Първата* група обхваща макроикономическите и структурните условия, формиращи реалната икономическа среда, в която финансовите системи оперират. *Втората* група кореспондира с вътрешната устойчивост на системата и е свързана с функционирането на финансовите пазари, институциите, законодателството и финансовите практики, т.е. със състоянието на финансовата инфраструктура.

Макроикономически и структурни условия

Условията в реалната икономика са източници на основни импулси, на които финансовата система реагира – позитивно или негативно.

Макроикономическата нестабилност, изразена във висока и/или променлива инфлация, циклични колебания в икономическата активност, непостоянни фискални експозиции и непоследователно външнополитическо поведение, е един от най-преките източници за несигурност във финансовия сектор. Една синтезирана класификация на важни елементи на средата

³ Johnston, R., J. Chai, L. Schumacher. Assessing Financial System Vulnerabilities. IMF, WP/76/2000, p. 4–5.

изброява основни макроизточници на стабилност, липсата на които прави финансовата система неустойчива:⁴

- *Макроикономическа политика на устойчив растеж.* Тя се провежда в синхрон с потенциала на икономиката, като по възможност се избягва “спри-тръгни” (stop-and-go) растеж, тъй като той разпространява несигурност и риск от промяна на посоката.

- *Поддържане на ценова стабилност.* Тя допринася за предвидимост на дългосрочните изменения, намалява неопределеността в динамиката на относителните цени – последица от инфлационна среда.

- *Стабилни публични финанси.* Бюджетният дефицит и дълговите равнища трябва да са умерени и устойчиви. Държавният дълг, особено външният, да е диверсифициран от гледна точка на валута, матуритет и носители. Пенсионните фондове и специализирани публични програми, включващи обещания за бъдещи плащания, да са надеждно фондирани и синхронизирани с капацитета на икономиката.

- *Поддържане на достатъчно високо равнище на спестявания (правителствени и частни).* Те трябва да финансират вътрешните инвестиционни потребности без разчитане на външно финансиране. Плащанията по външните задължения да са постоянни, а валутният режим да е синхронизиран с конкурентоспособността на икономиката. Капиталовите потоци като елемент на платежния баланс, както и емитирането на нов външен дълг, да са предвидими и диверсифицирани.

- *Съгласуваност на инструментите на макроикономическата политика с валутния режим.* Паричните власти имат правомощия да поддържат ценова стабилност като тяхна първостепенна задача, фискалните власти контролират публичните разходи и събират в достатъчна степен приходи.

Финансовите институции биха могли да хеджират срещу портфейлни рискове, но голяма част от макроикономическите рискове, на които са изложени, остават неконтролируеми. Банките не могат да се предпазят от влошаване на качеството на отпуснатите заеми, което подкопава капитала и резервните им позиции. Икономически бум или експанзивна парична политика може да подобри рентабилността на банките за кратко време, но е вероятно именно те да са причини за дестабилизация на банковата система в средносрочен план (например, ако резултатът в ценови “балони” и инфлация).

Източник на нестабилност са относително големите промени в условията на търговия (terms of trade). Влошените условия на търговия засягат заемополучателите, затруднява се обслужването на кредитите и се понижава качеството на банковите експозиции. Държави с ниска експортна диверсификация, големи нетни износители или вносители на суровини, малки

⁴ Financial Stability in Emerging Market Economies..., p. 24.

икономики от отворен тип са в по-голяма степен уязвими от промяна в условията на търговия.

В несигурна среда нарушеното макроравновесие, съпътствано от структурна трансформация, позволява възникването на системна финансова криза.⁵ Предпоставки са голямата лабилност на цените на активите, структурните неравновесия, недостатъчната или невярна информация, липсата или незрялостта на институциите, пряко свързани с функционирането и надзора в сектора на финансите.

Макроикономическата нестабилност има тенденция да бъде по-ясно изразена сред развиващите се пазарни икономики, отколкото сред развитите страни. Слаборазвитите икономики са по-малко диверсифицирани и често са подложени на въздействието на структурни неравновесия при несъвършени пазари. Те са по-открити и неспособни да абсорбират икономически шокове. Последиците са по-широки отклонения в реалните валутни курсове, лихвените проценти, частните капиталови потоци, условията на търговия, които излагат финансовите системи на по-големи рискове.

Правителството може да окаже негативно въздействие върху финансовия сектор чрез неправилни макроикономически и политически действия. Примери за недобро прилагане на делегираните правомощия на паричните и фискалните власти и за нарастване на несигурността са рязката смяна на приоритетите и стратегическите цели; акумулирането на голям дефицит в държавния бюджет и по текущата сметка на платежния баланс; разчитането предимно на краткосрочно външно финансиране; манипулирането на валутния курс чрез масирани продажби на чуждестранна валута и значително съкращаване на валутните резерви; допускането на висока инфлация.

Въздействието на държавата може да е както директно, така и индиректно. Директното кредитиране на правителството от централната банка допринася за неустойчиво развитие на финансовата система и е пряк източник на инфлация. Такава форма на заемане е позната от началния стадий на развитие към пазарна икономика на постсоциалистическите държави, вкл. България. Данъчна система, при която провизиите за лоши кредитите не се приспадат от облагаемата основа на печалбата или пък в облагаемия доход се включват начисления за дължими лихви по просрочени кредити, подкопава устоите на системата чрез заплащане на данъци за "кухи"

⁵ Системната криза се определя като "...криза, при която натрупването на локални ефекти води до верижен разпад на цялата финансова система. Системната криза е типично доказателство за хаотичното поведение на финансовите отношения (силно интегрирани), когато малки локални неравновесия водят до разпад на цялата стара система или до появата на нови структури ... Системната финансова криза е информационна криза, когато каналите за пренасяне на информация са прекъснати, където търсенето и предлагането на информация са деформирани и където празните места се запълват от невярна информация, слухове, вярвания и др. Тя е загуба на информация." (*Неновски, Н., К. Христов*. Банковата система в условията на паричен съвет. С., ИПИ, 1999, с. 35).

печалби. Специфичните такси за финансови институции, финансови инструменти или трансакции също утежняват финансовото посредничество.

Държавната собственост в банките често се посочва като източник на нестабилност. Ръководните лица, представляващи държавния интерес в управителното тяло на банката, потенциално могат да бъдат подложени на политически натиск за удовлетворяване на партийни интереси. Преките кредити за държавни предприятия могат да са важен източник за влошеното качество на активите на банките.

Прекаленият оптимизъм в някои бързо развиващи се сектори на икономиката и голямата кредитна експанзия в системата са също сред причините, водещи до финансови кризи.

Инфлация

Инфлацията, често в комбинация с неконкурентна пазарна среда и данъчна система, обслужваща предимно фиска, увеличава несигурността и прави финансовата система по-нестабилна. Въпреки това финансовите институции често са способни да се адаптират към инфлацията по начин, който запазва рентабилността им. Средство за приспособяване на банките към инфлационна среда е индексирането на лихвените проценти по заемите и инвестирането в активи, чиито цени насочват инфлацията (например чужда валута). Не всички слабости на финансовата система в инфлационна среда могат да се премахнат. Показателни за това са основните пера на доходите на банките, произтичащи от инфлацията: инфлационния данък, вземан от депозиторите, които не са защитени от обезценяващите се парични средства; доходите от ежедневна търговия с валута; доходите от управление на парични потоци. Когато инфлацията започне да спада, дялът на инфлационните доходи намалява и в банките възниква необходимост от бързо преориентиране в новата среда, което обаче не минава без сътресения в сектора.

Инфлацията засяга информационната база, на която се основават банките при оценка на бизнес-проектите за кредитиране и като следствие нараства кредитният риск. Високата инфлация затруднява и развитието на финансовите пазари по линия на свиване на търговията с дългосрочни дългови инструменти.

Значителната редукция в инфлацията се сочи като един от факторите за финансови кризи през 80-те години на миналия век.⁶ Подкрепя се тезата за избягване на висока инфлация и внимателен избор на антиинфлационна политика, която да запази финансовата система сравнително стабилна. Данните показват, че при развиващите се пазарни икономики, при които флукуациите в инфлацията и икономическия растеж са по-високи, банковата система е по-нестабилна (измерено чрез отклоненията в депозитната маса и кредитите към частния сектор) (вж. таблицата).

⁶ Financial Stability in Emerging Market Economies..., p. 13.

Таблица

Изменение на макроикономически и банкови индикатори, 1980–1995 г.
(стандартно отклонение на годишните процентни промени)

Държава	БВП	Инфлация	Банкови депозити (% от БВП)	Банкови кредити към частния сектор (% от БВП)
Индия	2.2	4.1	3.4	4.6
Хонконг	3.4	3.5	7.9	6.9
Корея	3.5	7.2	5.3	5.6
Сингапур	3.3	2.6	5.7	4.6
Тайван	2.4	5.5	6.4	8.7
Индонезия	2.0	3.1	7.8	20.1
Малайзия	3.0	2.4	8.8	8.4
Тайланд	2.7	4.6	6.6	6.5
Аржентина	5.5	860.0	23.5	34.4
Бразилия	3.7	767.6	20.7	32.8
Чили	5.8	7.5	20.9	21.8
Колумбия	1.5	3.9	9.0	9.1
Мексико	4.2	39.4	33.2	22.1
Венецуела	4.9	21.9	12.7	16.0
САЩ	2.1	3.1	4.4	3.4
Япония	1.8	2.0	2.5	2.5
Германия	1.8	1.9	5.4	3.1

Източник. *Goldstein, M., P. Turner. Banking Crises in Emerging Economies: Origins and Policy Options.* - BIS Economic Paper, 46, 1996, p. 12.

Промени в цените на активите

При анализа на динамиката на цените на активите от първостепенно значение за банките е промяната в оценката на изисканото обезпечение. Намаляването на стойността на ипотеките би могло да предизвика паника на кредитния пазар. Банките се опасяват, че остават с открити позиции срещу влошаването на финансовото състояние на длъжниците и евентуален техен фалит. Намалената стойност на ипотеката не може да покрие загубите от невръщане на отпуснатите заемни средства. Подобно е тълкуването при намаляване нетната стойност или нетното богатство (*net worth*) на заемополучателя. При фирми с голяма нетна стойност банките са по-спокойни, дори тези фирми да изпаднат във фалит, тъй като оставащата ликвидационна стойност ще е достатъчна за удовлетворяване на кредиторите.⁷

⁷ “Колкото е по-голямо нетното богатство на една фирма, толкова по-малка е вероятността тя да изпадне в неплатежоспособност и да фалира, защото нетната ѝ стойност е

Фактор, предизвикващ нестабилност в сферата на финансовото посредничество, са флуктуациите в цените на недвижимата собственост. Пазарът на недвижими имоти се характеризира с хетерогенност – обикновено няма централизиран пазар за имотите, а се търгува в рамките на географски и секторни ограничения. Често цените се уговарят предварително, понякога липсват сделки за продължителни периоди, има големи транзакционни разходи и нееластично предлагане. Тези фактори на пазара на недвижими имоти са причина за отсъствие на ясна пазарна цена. Липсата на лесно определима пазарна цена затруднява банките при кредитиране, свързано пряко или косвено с недвижими имоти.

Съществуват множество канали, по които банките се въвличат в такава дейност:⁸

- инвестиране в недвижими имоти;
- заеми на клиенти за покупка на такива имоти (често обезпечени);
- финансиране на предприятия в областта на строителството;
- кредити за небанкови посредници, например финансовите компании, ангажирани в заемане за недвижими имоти;
- приемане като обезпечение (ипотека) на недвижими имоти за други форми на кредитиране.

Ангажираността на банките в недвижими имоти ги излага на значителни рискове, свързани с промените в техните цени и с циклите на пазара. Покачването на цената на последните кара банките да се чувстват сигурни в обезпеченията си, но обратен процес на несигурност започва едновременно с обръщане на тренда в пазарните оценки за имотите. Банковите кризи в скандинавските страни и Япония в началото на 90-те години се свързват именно с бум в кредитирането на жилища и бизнес-сгради и последващата им обезценка.

Лихвен процент

При силно контролираните финансови системи, каквито бяха бившите страни от социалистическия лагер, лихвеният процент е обект на стриктни регулации. Ограниченията върху него правят невъзможно отпускане на кредити по високорискови проекти, тъй като по-голямата рисковата премия не би могла да се вмести в лимитираното лихвено равнище. Обществото се отказва от някои възможни високорискови инвестиции, носещи и социални ползи. Ако портфейлът е добре диверсифициран, по-рисковите заеми не биха допринесли за банкова неплатежоспособност.

Покачването на лихвения процент привлича депозиторите (често не само местните). Същевременно търговските банки невинаги биха могли да

буфер, който може да се използва за изплащане на заеми" (*Mishkin, F. Understanding Financial Crises: A Developing Country Perspective. NBER WP 5600, p. 20*).

⁸ *Hilbers, P., Q. Lei, L. Zacho. Real Estate Market Developments and Financial Sector Soundness. IMF, WP/129/2001, p. 6.*

инвестират безпроблемно увеличеният поток от паричен ресурс по различни причини – неподходящи обекти за влягане на капитали, несигурна икономическа среда и т.н. Обект на дискусии е и покачването на лихвения процент по кредитите. По-високото му равнище е проблем и за двете страни по заемния договор. Високият лихвен процент намалява търсенето на паричен ресурс, банките са принудени да отпускат кредити по проекти с висока възвръщаемост, но и съответно при по-голям кредитен риск – появява се проблемът с *“нежелания избор”*. Голяма част от свободния ресурс се насочва в бързооборотни средства или инвестиции извън страната. Средносрочните и дългосрочните искания за кредити се ограничават – от една страна, банките не са склонни да отпускат средства по тях, а от друга – броят на самите дългосрочни искания намалява поради несигурната среда и скъсяването на икономическия хоризонт пред кредитоискателите. Повишеният лихвен процент по отпуснати вече заеми може да доведе дебиторите по нискодходните проекти до невъзможност да обслужват плащанията си към финансиращите институции и да фалират, което влошава банковите кредитни портфейли.

На другия полюс е понижаването на лихвените проценти под определено равнище. Последници от него са изтеглянето на капитали от страната, недостатъчната ликвидност в системата, отблъскването на депозиторите и ограничаването на кредитирането поради недостиг на паричен ресурс.

Валутен курс и валутен режим

Промените във валутния курс също оказват влияние върху стабилността на финансовата система. Резките изменения в равнищата му будят недоверие у контрагентите по сделките. Последници са многократното нарастване на заделените средства за хеджиране срещу валутен риск и разходите от непрекъснато превалутниране на националната валута.

Флуктуациите в реалния валутен курс могат да предизвикат трудности при банките *“... пряко – когато има валутни или матуритетни несъответствия между банковите пасиви и активи, и косвено – когато валутнокурсовите колебания носят големи загуби за банковите заематели”*.⁹

Надценяването на реалния валутен курс има неблагоприятно отражение върху финансовата устойчивост. Причина за това е отрицателният ефект върху сектора от икономиката, произвеждащ търгуеми стоки. Последните стават по-трудно продаваеми на чуждестранните пазари, в сектора се кумулират загуби и обслужването на банковите кредити става проблемно. Друго измерение на негативния ефект от надценения валутен курс върху финансовата система е повишаването на реалния лихвен процент по заемните средства в национална валута. В този случай заемополучателите се насочват към кредити в

⁹ Goldstein, M., P. Turner. Banking Crises in Emerging Economies: Origins and Policy Options. - BIS Economic Paper, 46, 1996, p. 10.

чуждестранна валута, където реалният лихвен процент е по-нисък, но същевременно в банковата система нараства валутният риск.

Валутният режим би могъл да бъде както причина, така и последица от финансова нестабилност. Той е важен параметър на системата, от който основно зависят степента и възможностите за приспособяване при резки колебания на курса на националната валута. С изключение на свободно плаващия валутен режим при всички останали форми се предвижда определена степен на регулиране на валутния курс – придържане към дадена чужда валута или кошница от валути. Основната разлика е в степента на привързване към чуждестранната валута, т.е. в какви граници местната валута да флукутира спрямо резервната. Извън тези граници паричната власт интервенира на паричния пазар. Главна цел на всички валутни режими е да се постигне стабилност на пазарите на финансови услуги, понижаване на инфлацията и икономически растеж.¹⁰

Паричният съвет е най-строг вариант на фиксиран валутен курс. С възможностите си за ограничаване възникването и последващо възстановяване от финансови кризи той се определя като крайно средство за достигане на финансова стабилност. Простотата и прозрачността при оперирането на паричния съвет са в основата на постигнатата финансова стабилност при някои от въвелите го страни по света, вкл. и България.¹¹

Съществен принос на паричния съвет е възвръщането на доверието у депозиторите. Съблюдаването на строги, законово конституирани правила, невъзможността за финансиране на бюджетния дефицит, твърдият ангажимент относно валутния курс, обуздаването на инфлацията карат икономическите агенти да се чувстват по-сигурни в решенията си за инвестиране и/или спестяване на свободни парични средства.

Въпреки че паричният съвет стабилизира финансовата система, функционирането му може да внесе и колебания. Те са породени от механизма на действие и използвания инструментариум. При очертаването на негативните му страни трябва да се започне с ограничените начини за въздействие върху паричната маса. Сериозно ограничение е отсъствието на адекватна на съществуващите условия парична политика. Ортодоксалните

¹⁰ “За разлика от паричното предлагане номиналната валутна котва лесно се наблюдава от всички участници в икономиката и може да бъде по-ефективна в редуциране на висока инфлация въпреки нестабилното търсене на пари, големите колебания в паричната скорост и високата степен на доларизация. Фиксираният валутен курс може да е импулс за налагане на по-строга финансова дисциплина и по-голяма заинтересуваност на властите за спазването ѝ, тъй като той поставя на риск разполагаемите валутни резерви” (*Sobolev, Y. Exchange Rate-Based Stabilization: A Model of Financial Fragility. IMF, WP/122/2000, p. 3*).

¹¹ “... Валутният съвет като екстремална форма на фиксиране на курса се прилага, за да се “внесе” финансова дисциплина и да се вържат ръцете на финансово безотговорните парични власти (централната банка и Министерството на финансите). Валутният съвет следователно е механизъм за финансова стабилизация.” (*Младенов, М. Пари, банки, кредит, централна банка. Варна, 1999, с. 185*).

парични съвети не предвиждат упражняване на функцията “кредитор от последна инстанция”. Изгубен е важен механизъм за приспособяване на платежния баланс – валутният курс. Макар че системата стабилизира инфлацията, банките, опериращи в такава среда, биха могли да изпитат сериозни затруднения. Нежелан ефект са интензивните капиталови потоци към банковата система при невъзможност последната да ги усвои ефективно. Паричните власти не провеждат стерилизиращи операции на паричния пазар чрез изтегляне или вкарване на ликвидност с помощта на стандартните инструменти - сконтовите кредити и операциите на открития паричен пазар.

Системата на паричен съвет действа проциклично - при дефицит в платежния баланс валутните резерви, нужни за покритие на определен паричен сегмент (гарантиран при въвеждането на паричния съвет), намаляват, което при автоматичния механизъм на действие свива паричното предлагане. Обратното става при излишък по платежния баланс. Ограничените възможности на използваните инструменти за въздействие върху паричната маса (лихвен процент, задължителни минимални резерви) позволяват неравновесията в платежния баланс да оказват влияние върху икономическата активност. Свиването на паричното предлагане може да доведе до покаяване на лихвените проценти и по този начин до негативни ефекти - затруднения в обслужването на кредитите, намаление на цените на активите (отрицателни последици за финансовото посредничество).

Недобре функциониращата банкова система разколебава доверието на населението и икономическите агенти относно следването на твърдите ангажименти на паричния съвет.¹²

Дори при добро проектиране на паричния съвет и максимално съобразяване с първоначалните условия на средата, икономическият растеж е необходимо условие за просъществуване на системата. Системата на твърд фиксиран курс трябва да създава предпоставки именно за формиране на дългосрочен и устойчив растеж на БВП – крайна цел на всяка макроикономическа политика.¹³

Наличие, качества и цена на информацията

Неточната, липсваща или недостоверна информация е бариера пред инвеститорите и финансовите посредници, които не могат да дадат точна

¹² “... Пазарът може да повярва, че властите ще нарушат правилото на фиксирания валутен курс и покритието с резервна валута, за да подпомогнат слабата банкова система” (*Santiprabhob, V. Bank Soundness and Currency Board Agreements: Issues and Experience. IMF Paper on Policy Analysis and Assessment, 11/1997, p. 7.*)

¹³ “При всички случаи стабилността на системата е функция от икономическия ѝ потенциал. Слабата икономика е значително по-податлива на всякакви видове шокови въздействия и по-болезнено възприема и лекува последициите. Твърде често една система е по-устойчива в движение, отколкото в покой (застой). Ефективната съпротива срещу външни и вътрешни смущения предполага стабилен позитивен обрат в икономическата динамика, който като правило мобилизира и активира всички икономически агенти.” (*Минасян, Г., М. Ненова, В. Йоцов. Паричният съвет в България. С., 1998, с. 83.*)

оценка на риска и възвръщаемостта при различните форми на влягане на финансов ресурс.

Важен източник на нестабилност във финансовите пазари, породен от информационните проблеми, е асиметрията на информацията - "...*ситуация при която едната страна по финансовата транзакция има повече информация от другата поради причина, че набавянето на информация струва твърде скъпо*".¹⁴ Финансовите посредници редуцират риска, свързан с асиметрия на информацията, но не го елиминират. Проблемите с липсата на информация, неточността на първичните и вторичните данни, липсата или неспазването на нормативни актове относно генерирането и представянето на изискваната информация, големите различия в счетоводните практики са често срещани при по-слаборазвитите икономики.

Последици от информационните проблеми са нежеланият избор (adverse selection) и моралният хазарт (moral hazard). Нежелан избор възниква тогава, когато финансовите посредници насочват средствата си към контрагенти с по-висок риск. В нормална среда при достатъчна, достъпна и точна информация банките не се доверяват на клиенти с такъв размер на риска или поне не при такъв лихвен процент. Случай на нежелан избор от страна на банките е, когато пазарните лихвени равнища са се покачили до такава степен, че единствените заемополучатели остават такива с високорискови проекти. Моралният хазарт увеличава риска ex post, т.е. заемополучатели, които вече са получили средства, впоследствие променят очакваното и декларирано при отпускане на кредита поведение. Това генерира допълнителен риск, който първоначално трудно може да бъде оценен.

Действия, предизвикани от масовото еднородно поведение на участващите във финансовите пазари (herding), карат депозиторите или кредиторите да пренебрегнат собствената си налична информация и да се ръководят единствено от решенията на другите участници. В случая се получава "*копиране*" на пазарно поведение сред контрагентите и те започват да мислят и действат по определен еднакъв начин. Това създава стихийност на пазара и неконтролируемост на протичащите процеси.

Институционализирането на набирането и систематизирането на информацията за кредитоискателите в банките е от голяма полза, особено в страните в преход към пазарна икономика, при които информацията е недостатъчна като обем, разпокъсана или въобще липсваща. Наличието на нормално функциониращ кредитен регистър улеснява процеса на кредитиране,¹⁵ като "*добрите*" кредитополучатели получават сравнително бързо кредити, а "*лошите*" по-лесно се отсяват.

¹⁴ Johnston, R., J. Chai, L. Schumacher. Цит. съч., с. 7.

¹⁵ "Фактор за повишаване на сигурността на кредитирането е наличието на нормално функциониращ кредитен регистър" (Минасян, Г. Финансова стабилизация и икономически растеж. С., 2002, с. 96).

Институционална и финансова инфраструктура

Вътрешните проблеми на финансова система се отъждествяват предимно с проблеми в банковия сектор поради големия му дял в транзакциите, осъществяващи се на финансовите пазари. Особено характерна е неговата доминираща роля при икономиките в преход. Източниците на нестабилност в самата финансова система се свързват както с нейните институционални елементи (правна рамка, финансова либерализация, система на надзор), така и с конкретни действия на пазара на финансови услуги.

Правна и надзорна юрисдикция

Множество са функциите на нормативните актове във финансовата сфера, тяхното съдържание и спазване са от голяма важност за доброто й опериране. Правната рамка трябва точно и ясно да определи правата и задълженията на страните по финансовите транзакции. Необходимо е да бъдат възприети такива закони, които да насърчават доброто финансово посредничество и да делегират достатъчно правомощия на надзорните органи, за да могат последните да изпълняват ефективно задълженията си. На легална основа трябва да са поставени процедурите по банкрут на финансови институции и правата на частната собственост.

Основополагащ принцип при регулаторните и надзорните норми е, че те подкрепят пазарното функциониране, а не го ограничават. За финансовите институции е важно да работят в конкурентна среда, за да се реализират предимствата на конкуренцията – ниска цена, високо качество и т.н. Там, където финансовите системи са по-слабо развити, регулациите трябва да се въведат или коригират така, че да се подобри действието на пазарния механизъм и да не се допускат монополни образувания.

Пропуските в нормативните и поднормативни актове, уреждащи периодичната отчетност на финансовите институции пред контролиращите ги органи, недостоверната и ненавременна информация и отсъствието на изисквания за оповестявания при финансовите отчети също вредят на доброто функциониране на финансовите пазари. Пряка последица от липсата или неспазването на нормите при набирането на информация в банковия процес са непрозрачните банкови операции и недостоверните финансови отчети, което затруднява, първо, собствениците при активния им контрол над мениджмънта, второ, надзорните органи при оценяване състоянието на финансовите предприятия и трето, депозиторите и заемополучателите в избора им на подходяща банка.

Регулациите във финансовия сектор са източник на нестабилност в следните случаи: твърде “хлабави”, твърде “стегнати”, въведени неадекватно на операционната среда, изоставащи от съвременните тенденции в отрасъла (изпускащи да уловят най-новите финансови инструменти и деривативи). “Хлабавите” регулативни норми са една от

причините за навлизане във финансовата сфера на некачествени собственици и мениджъри, за влошаване на банковите кредитни портфейли, за увеличаване на рисковите експозиции на заемните институции, за отпускане (необосновано) на необезпечени кредити. Големите ограничения в сектора са другата крайност. Прекаленото стесняване на функциите на опериране и средствата, с които боравят банките, увеличава риска от влошаване качеството на активите им.

Надзорната функция във финансовия сектор е най-развита. Инспекциите на място и отдалеченият контрол, санкционирането, отнемането на лицензи за извършване на дейността са основните инструменти за въздействие, с които разполагат надзорните органи. Запазването на целостта и независимостта на надзорната функция е ключов елемент в осигуряването на стабилност. За ефективното ѝ функциониране трябва да се спазват няколко принципа.¹⁶

- Органите на банковия надзор да разчитат на законова защита при изпълняването на задълженията си. Липсата на добра законова защита и страхът от това, че впоследствие ще бъдат съдени персонално за предприетите от тях действия (често твърде непопулярни), парализира работата на надзорниците.

- Въвеждането на законово базирана система от санкции и интервенции спомага за ограничаване на сферата на лична преценка и налага обективизъм. Точните законови предписания при налагането на санкции (prompt corrective actions) имат предимството да са прозрачни и лесно проверими.

- Подходящите възнаграждения за служителите на надзорните органи и възможностите за изграждане на кариера помагат при установяване на надзорна независимост и ограничават корупцията. Конкументните възнаграждения за надзорниците дават възможност за привличането и задържането на добри специалисти.

- Законите в областта на банковия надзор трябва да ограничават намесата на външни органи при осъществяването на функциите му. Необходимо е съдебната система да има възможно най-малко участие в надзорния процес. В противен случай се допуска удължаване съществуването на "болните" банки, подкопаване авторитета и компетентността на надзорните органи, участие на неспециалисти в процеса.

Често срещан проблем е съдържаността на надзорните органи към нарушителите. Слаби банки остават несанкционирани. Проблемите се задълбочават, разходите за стабилизация нарастват. Поведението на надзорните органи може да бъде обяснено с различни причини: липса на надзорна независимост; политически натиск; корупция; отсъствие на точна и

¹⁶ Quintyn, M., M.Taylor. Regulatory and Supervisory Independence and Financial Stability. IMF, WP/46/2002, p. 17-19.

достоверна информация; разколебаване в мотивацията за действие; липса на достатъчно и качествени кадри за надзора.

При анализа на независимостта от външно влияние на дадена институция се изтъкват както позитивите, така и негативите. Най-важните аргументи в подкрепа на независимостта на органите, изграждащи нормите във финансовото законодателство, са *“...вземане на незабавни мерки, когато е необходимо, стабилност и участие на експерти в процеса”*.¹⁷ Бързината, ответната реакция на регулаторните органи на предизвикателствата и опасностите на все по-интернационализиращия се пазар на финансови услуги играе критична роля. Нужна е бърза адаптация на регулациите към най-добрите международни практики в отговор на променящите се тенденции и условия, внедряването на нови финансови инструменти и предизвикателства. Обвързаността на една регулаторна агенция с политическия процес забавя приемането на нормативни актове и им придава политически оттенък.

Често изтъквани недостатъци на всяка независима от политическия режим институция са, първо, липсата на координираност с властите, и второ, безотговорността на технократския елит в независимата инстанция и защита от закона.

Характеристики на финансовите пазари и на участниците в тях

Сигурните, добре управлявани и печеливши финансови институции, опериращи на пазари с изградени правила за поведение и допускащи конкуренция между участниците, са условия за постигането на стабилност.

Частната собственост на финансовите институции се приема за фактор, който насърчава добрия мениджмънт. Смекчават се конфликтите на интереси и се увеличават стимулите на управляващите. Това оправдава активната приватизация на финансовия сектор през последните 10-12 години в бившите социалистически страни. Раздържавяването на отрасъла е ключов елемент за реструктурирането му, а също и критерий за степента на реформиране.

Доброто управление на финансовите институции се насърчава от наличието и оперирането на чуждестранни банки с утвърдени позиции в международната банкова общност. Стимулирането на появата на такива пазарни субекти е важно за подобряване на пазарната дисциплина и функционирането на банките. Това е необходимо при нововъзникващите пазарни икономики поради факта, че там обикновено съществуват множество частни малки банки, които са свързани лица с предприятия от реалния сектор под една или друга форма и при дейността си нарушават установените принципи на доброто банкиране. Липсата на опит и добри мениджъри в банките в държавите с доскоро едностепенна банкова система излага на риск системата.

¹⁷ Quintyn, M., M. Taylor. Цит. съч., с. 14.

Ефективният надзор от притежателите на дялове във финансовите предприятия дава своите положителни резултати за вземането на разумни управленски решения. Съществуването на ликвиден пазар за подчинен дълг, емитиран от банкови предприятия, е един от начините за реализация на надзор, тъй като големите собственици на подчинен дълг (непокрит от схемите за гарантиране на депозитите) е възможно да упражнят правото си на контрол в по-голяма степен от дребните. Ефективните системи за доставяне на информация са съществен елемент от мониторинга, упражняван от собствениците. Прилагането на счетоводни стандарти, основани на международно възприети принципи и правила, е важен компонент в тази връзка.

Конкуренцията между участниците на финансовите пазари също играе своята естествено положителна роля. Пазарите с нарушена конкурентна среда допускат лошо разпределение на ресурсите. При действаща конкуренция финансовите институции предлагат свободно пълен пакет финансови продукти и развиват нови инструменти, ограничени само от изискванията за сигурност. Финансовият сектор е една от сферите, в които се налагат определени бариери "на входа" с цел елиминиране на неподходящи кандидати, запазване целостта му и избягване на системна криза. Такива ограничители са лицензните процедури, както и делът на собственост на едно лице в дадена финансова институция. Въпреки това важно условие за формиране на конкурентна среда е пазарът да може да бъде "атакуем" от гледна точка на дялове на участници, цени, свободен вход и изход от него за отговарящите на формалните изисквания лица. Други административни ограничители - т.нар. непазарни лимити, налагани в сферата на банкирането, са "таваните" по кредитите и равнищата на различните лихвени проценти. Практиката на банкирането показва, че най-добре функциониращите банкови системи оперират на либерализирани и добре развити пазари.

Концентрацията в банковия сектор влияе негативно на устойчивостта му срещу появили се рискове. Прекалено големият пазарен дял на отделна банка е потенциален източник на рискове за цялата система - неплатежоспособността и фалитът на подобна финансова институция засягат голяма част от дебиторите, кредиторите и финансовите посредници. Концентрацията на банкови активи в определен сектор от икономиката прави банките зависими от икономическите цикли в него и ограничава диверсификацията на портфейлите им.

Стабилните платежни системи са от съществено значение за гладкото протичане и осъществяване на финансовите трансакции в пазарните икономики. Важността им произлиза от това, че контрагентите по сделките трябва да са убедени, че паричните потоци се движат без затруднения, забавяне и допълнителни трансакционни разходи. Платежната система трябва да бъде с изключително висока степен на сигурност и да обслужва безпроблемно големи финансови трансакции.

Финансовите пазари осигуряват ликвидност на вложенията в различни корпоративни ценни книжа. Пазарната ликвидност съдейства за избягване на чувствителни промени на ценовите равнища, ако те са породени от временни фактори. Работещите финансови пазари предоставят възможността за ефективна алокация на ресурсите и тяхната диверсификация. При промяна на условията в пазарната среда разнообразието от финансови инструменти и тяхната добра ликвидност помагат участниците на финансовите пазари относително бързо и без големи загуби да реструктурират портфейлите си. Активните финансови пазари са задължителна предпоставка за провеждане на ефективна парична политика. Ликвидността на правителствените ценни книжа спомага за по-лесното управление на държавния дълг.

Трябва да се обърне внимание и на средата за развитие на институционални инвеститори от рода на пенсионните фондове и застрахователните компании, тъй като те боравят с големи обеми от финансови ресурси за дълги периоди. Присъствието на такива играчи на пазара има стабилизираща роля и осигурява ликвидност както на краткосрочните, така и на дългосрочните финансови активи.

Финансова либерализация

Досегашният опит при развити и развиващи се икономики сочи, че на финансовата либерализация са присъщи определени рискове. Те произтичат от това, че финансовите институции трябва да се приспособят към новата среда, да оперират с нови за тях финансови инструменти с различна степен на сигурност, ликвидност и т.н. Отслабването на рестрикциите при отпускане на кредити може да доведе до кредитен "бум", което, без да е свързано с процесите в непаричните сектори, може да "минира" финансовата област. Самото излагане на финансовите институции, работещи досега при някои непазарни ограничения, на напълно пазарни принципи налага бърза приспособимост и ориентация в новосъздалата се ситуация, за да могат предприятията от сектора на финансите да заработят ефективно.

Неподготвеността на контролиращите органи за отпадане на определени регулации излага на риск пазарните участници. Дериватите и съставните финансови продукти, чиито рискове все още не са точно преценени от надзорниците, могат да донесат сериозни последствия за стабилността на системата. Нужно е въвеждането на нови стандарти за регулиране и контрол. От надзорниците се изискват аналитични и технически способности и бърза адаптация в пазарните условия.

Отличителна черта на финансовата либерализация е, че тя увеличава възможностите за изглаждане на ефектите от реалните шокове и насърчава конкуренцията и ефективността във финансовия сектор. Финансовата либерализация, вкл. либерализацията на капиталовата сметка, играе стабилизираща роля. По време на периоди на преход на икономиките обаче тя може да внесе колебания чрез нарастващото излагане на валутен и

кредитен риск в условията на нестабилна макросреда. На финансовите институции в наскоро либерализирана финансова система им липсва опит да управляват възникващите при новите обстоятелства рискове. При повишена конкуренция помежду им те са склонни към по-несигурни действия.¹⁸

Либерализацията допуска безпрепятствено движение на капиталови потоци. Банките с големи валутни експозиции в чужбина или чуждестранни банки, при липсата на препятствия пред паричните потоци, могат да инвестират част от тези средства във вътрешни активи или да започнат по-активно кредитиране на местни лица в чужда валута. Такава експанзия крие риск - недобре функциониращите надзорни инстанции могат да подценят негативните ефекти от повишената кредитна активност. Съществува и противоположна тенденция – отлив на капитали от страната към чужбина. Причините могат да бъдат следните: по-високи лихвени равнища зад граница, по-голяма сигурност на чуждестранните инвестиции, данъчни и административни облекчения от чуждите власти, ниско качество на предлаганите форми за влагане на средства в страната и т.н.¹⁹

Банкова паника

Банковата паника е явление, показателно за сферата на финансите. Тя е пример за взаимното влияние, което си оказват финансовите посредници, и за уязвимостта на финансовата сфера от шокове, породени от асиметрична информация. При банковата паника вложителите масово изтеглят депозитите си от банковата система от страх да не ги загубят – изцяло или да понесат дори частични загуби. Негативната информация относно дадена банка или банки се разпространява мълниеносно и има лавинообразен ефект на теглене на депозити. Банковата паника възниква, когато има асиметрия на информацията.²⁰ Появява се класическо противоречие: *“... желанието на отделния вложител да се защити, теглейки депозита си, ... води до*

¹⁸ “Основният извод е, че действително по-вероятно е банковите кризи да възникнат в страни с либерализиран финансов сектор, дори когато други фактори (вкл. реалният лихвен процент) са контролирани; ... слабата институционална среда увеличава вероятността либерализацията да доведе до банкова криза. В страни, където законите са слаби, корупцията е широко разпространена, бюрокрацията е неефективна и изпълнението на търговските договори е затруднено, финансовата либерализация би могла да окаже твърде голямо въздействие върху вероятността от поява на банкова криза” (*Demirguc-Kunt, A., E. Detragiache. Financial Liberalization and Financial Fragility. IMF, WP/83/1998, p. 6*).

¹⁹ “Либерализацията позволява банките да диверсифицират в по-голяма степен инвестиционните си портфейли ... За да се получат изгоди от либерализацията на капиталовата сметка, тя трябва да бъде предшествана или поне съпроводвана от налагане на разумни регулации и надзор, с подкрепата на съгласувани и последователни микро- и макрополитики” (*Rossi, M. Financial Fragility and Economic Performance in Developing Economies: Do Capital Controls, Prudential Regulation and Supervision Matter? IMF, WP/66/1999, p. 11-12*).

²⁰ “Асиметричната информация е определящ фактор в този процес, защото депозиторите се втурват да теглят депозитите си едновременно от неплатежоспособни и платежоспособни банки, тъй като не могат да разграничат “болните” от “здравите” институции” (*Mishkin, F. Цит. съч., с. 23*).

невъзможност всички вложители да се защитят, ... откъдето и нарастващата опасност от фалит на банката.²¹

Недоверието дори само към една институция може да доведе до затруднения в цялата система. Банка, изпитваща ликвидни затруднения поради масирано теглене на депозити, започва да тегли свои парични авоари при други банки и да продава активи срещу ликвидност. Това може да принуди останалите банки към подобно поведение и така ефектът да се разпростре върху целия сектор. От голямо значение тук са също големината на първоначално засегнатата банка и концентрацията в банковия сектор.

Мерки за ограничаване възникването и разпространението на финансови кризи

След финансова криза са необходими спешни и радикални мерки за отстраняване на последствията, възстановяване на системата за плащане и връщане на икономиката към нормалния ѝ ритъм. Възстановяването на функционирането на финансовия пазар е първостепенен приоритет при ликвидиране на последиците от финансов колапс. Политиката в това отношение трябва да бъде разбираема и прозрачна за всички участници, тъй като е разрушено доверието в системата. Необходимо е паралелно с всички други предприети действия да тече процес на реструктуриране на сектора и по възможност да се въздейства върху фундаменталните причинители на кризата.

Наличието или липсата на кредитор от последна инстанция е от изключително значение за поддържане на стабилност. Липсата на такъв в общия случай внася колебания в банковия сектор, като неликвидните банки могат да се превърнат в неплатежоспособни или да прибегнат до бърза продажба на активи, което би им осигурило ликвидност, но обикновено за сметка на ниска продажна цена или раздяла с добри доходносни инструменти. Същевременно при зараждаща се финансова криза върху централните банки може да се окаже политически натиск, целящ намаляване на социалното напрежение, и по този начин да бъдат рефинансирани неплатежоспособни банки, което още повече да влоши ситуацията, като удължи оперирането на *“болните”* банки. Политиката на *“кредитор от последна инстанция”* би трябвало да се съгласува с цялостния подход на централната банка по провеждане на паричната политика и да е част от макроикономическата политика на държавата. Много важно условие за ефикасността на предприетите последващи мерки в тази насока е да бъдат разграничени платежоспособните банки от всички, изпитващи затруднения. Огромните средства, които ще се изразходят, трябва да се насочат само към платежоспособни, но неликвидни институции. В противен случай допълнително ще се увеличат и без това големите разходи за обществото и държавата за извеждане от кризата.

²¹ Младенов, М. Цит. съч., с. 103.

Основен мотив за изграждане и поддържане на схемите за гарантиране на депозитите е този за избягване на нестабилност в системата. Размерът на покритието при схемите за гарантиране на депозитите трябва бъде изграден така, че да смекчава проблемите, произтичащи от моралния хазарт. Примери в това отношение са ограничаването на покритието до малките депозити, чиито притежатели нямат възможността по някакъв начин да контролират действията на банките; участие на банките с парични вноски при формирането на резерв за гарантиране на депозитите; диференциране на паричните вноски от всяка банка съобразно качеството на активите ѝ. Колкото по-стабилни са банките и добре изградени надзорните органи, толкова по-редки са проявленията на негативните ефекти при схемите за гарантиране на депозитите.²²

Сливанията и изкупуванията трябва да се насърчават и улесняват от властите, когато това е подходящо и ще създаде условия за функциониране на по-стабилна и жизнеспособна нова институция или за цялата система.

*

Върху стабилността на финансовата сфера влияят фактори, свързани както с макроикономическите и структурните условия, така и с вътрешната устойчивост на сектора. При проявлението си една част от тях имат стабилизираща, а друга - дестабилизираща роля. Често източниците на стабилност или нестабилност въздействат в комбинация с останалите елементи на средата. Външните условия са катализатор за реакцията на системата на определени позитивни или негативни импулси.

Въпреки че промените в някои от факторите се смятат за внасящи стабилност, надхвърлянето на определени равнища оказва негативно отражение върху финансовата система. Покачването на цените на недвижимите имоти и понижаването на лихвения процент по заемните средства първоначално имат позитивен ефект за финансовата стабилност, но след преминаването на критични граници се превръщат в източници на несигурност.

Въздействието на валутния режим върху финансовата система до голяма степен зависи от условията на макросредата. При срив на доверието на икономическите агенти към властите и банковия сектор възвръщането му се превръща в стратегическа цел на макрополитиката на страната. Фиксирането на валутния курс чрез преминаване към режим на паричен съвет е средство за достигането на необходимата степен на кредитбилност към финансовите институции. Строгите правила при функционирането на паричния съвет и съпътстващите ангажменти за съблюдаване на определени равнища на макропоказатели (бюджетен дефицит, безработица,

²² Demirguc-Kunt, A., E. Detragiache. Does Deposit Insurance Increase Banking System Stability. 2000, p. 17.

икономически растеж) влияят позитивно върху представянето на икономическата и в частност, финансовата система. При други обстоятелства обаче, когато вече е достигната стабилност, паричният съвет може да се окаже пречка пред развитието на икономиката и да повлияе негативно и върху финансовата система.

Достатъчността и уместността на нормативните актове са предпоставка за доброто опериране на финансовата система и стабилността ѝ. Законите и подзаконовите регламентации в областта на финансовото посредничество имат редица функции. Те трябва да са изработени прецизно, да дават достатъчно правомощия на надзорните органи при изпълняването на задълженията им, да насърчават конкуренцията, да ограничават намесата на неспециалисти при контролирането на финансовата система.

Конкурентни и ликвидни финансови пазари, на които оперират сигурни, качествено управлявани и рентабилни институции, са предпоставка за устойчивост на системата. Значение за достигането на стабилност имат и фактори като частна собственост на финансовите предприятия, възможност за контрол върху тях, многообразие на финансовите инструменти, концентрация в банковия сектор.

От особена важност за постигането на позитивни ефекти от финансовата либерализация са съпътстващите мерки при налагането ѝ, степента на развитие на пазара на финансови услуги, скоростта на въвеждането ѝ, подготвеността на институциите и надзорните органи за новите предизвикателства, пред които ги изправя либерализираният пазар.

Поради голямото значение на финансовата система за функционирането на цялата икономика, възприемането ѝ като публично благо и големите разходи за обществото при финансова криза в съвременните икономики са изградени и функционират системите за гарантиране на депозитите, а централните банки имат на разположение инструмента *“кредитор от последна инстанция”*. Наличието им във финансовия сектор го прави в по-голяма степен сигурен и защитен от шокове.

Както при много други анализирани области в икономиката, и при разглеждането на факторите за финансова стабилност липсва универсално предписание за достигането ѝ. Финансовата система критично зависи от средата, в която функционира, като връзката е двупосочна. Секторът на финансовите услуги често е подложен едновременно на стабилизиращи и дестабилизиращи импулси, генерирани както от условията в реалната икономика, така и от вътрешноприсъщи системни фактори. Постигането и поддържането на финансова стабилност е комплексна задача, при която е необходимо максимално съобразяване с редица макропараметри и характеристики на финансовата система.

12.IX.2003 г.