

## **РЕГИОНАЛНИЯТ ХАРАКТЕР НА ФИНАНСОВИТЕ КРИЗИ**

Глобализацията и регионализъмът в световната икономика и настъпилите изменения във функционирането на световната финансова система доведоха до възникването на регионални финансови кризи през 90-те години. Изследвана е възможността за тяхното разпространение, предизвикало търсенето на модел на нова финансова архитектура и анализиране на причините за възникването на финансови кризи, както и влиянието им върху други региони и държави. При проучване на развитието на регионалната интеграция се търсят методи за оценка, предвиждане и евентуално предотвратяване на последствията от тези кризи, особено за стремящите се към присъединяване в интеграционни общности и най-вече към Европейския съюз.

JEL: F02; F21; G18

Изследването на тенденциите в движението на капиталовите потоци и тяхната структура е основание да се приема, че в сегашната система от международни икономически отношения съществуват определени фактори, които могат да предизвикат регионална финансова криза, както и някои механизми за нейното разпространяване в глобален мащаб. Промените в механизмите на функционирането на икономиките под влияние на финансовите потоци обуславят необходимостта от анализ на взаимодействието им в рамките на световното стопанство и с регионалните икономически групировки. От особено значение е да се оценят факторите, предизвикващи финансови кризи, и възможностите за предвиждане на възникването им.

Регионалният характер на тези кризи изисква да се оценят последиците за обхванатите държави, както и за страните в други региони предвид възможностите за разпространяване на ефектите им. Във връзка с това е направен опит за изследване на регионално проявление и същност на финансовите кризи, тъй като въпреки различията им през изминалото десетилетие ясно се очертава техният регионален характер, независимо че обхващат страни с различен тип икономика и различна степен на интегрираност. Съществуват и разнообразни виждания за възникването на финансовите кризи. От една страна, се изтъкват слабости в икономиките, особено прилагането на различните елементи на макроикономическата политика, а друга, се обръща внимание върху външните шокове и вътрешните структурни небалансираности. Поради това и оценките в разработката се основават главно на официални данни на международни финансови институции и на зависимостите между макроикономическите показатели, характеризиращи отделните региони.

## Влияние на капиталовите потоци за възникването на кризите

Процесите на глобализация могат да се определят като разширяваща се интегрираност на икономическите дейности между страните в света, с което се засилва отвореността на световната икономика. Поради това съществува консенсус между икономистите и управляващите, че ориентирани навън стратегии могат да доведат до устойчив икономически растеж като основа за повишаване на жизнения стандарт.

Предизвикателството в случая е възможността на обществото и политическите структури да се адаптират към тези процеси и рисковете, че прекомерно променливите капиталови пазари ще доведат до финансови кризи, които лесно ще се пренесат от една страна в друга и на практика глобализацията ще се изчерпи с малко на брой ползи в сравнение с предизвиканите негативни ефекти.

Разрастването на капиталовите потоци през 90-те години на миналия век беше съпътствано от периодични финансови кризи. Най-значителните от тях са Мексиканската през 1995 г., Азиатската от 1997-1998 г., последвани от кризите в Русия, Бразилия, Аржентина и Турция. Те бяха придружени от значителни различия в лихвените равнища между възникващите пазари и световните финансови центрове, както и от резки колебания на валутните курсове. Това постави въпроса как в условията на съвременната финансова архитектура да се осигури устойчив икономически растеж и разширяване на капиталовите потоци и в същото време да се разработят механизми за предпазване от кризите и решаването им.

Действията, които предприема МВФ заедно с другите международни финансови институции и правителствата, имат за цел намаляване на уязвимостта на финансовата система към кризи и повишаване на нейната ефективност. Както отбелязва Хорст Кьолер, "частните капиталови потоци са главният фактор за стимулиране на растежа и производителността, но те могат да бъдат и източник на внезапна хаотичност и кризи."<sup>1</sup> Дългосрочните капиталови потоци, главно преките чуждестранни инвестиции (ПЧИ), имат позитивно значение както за развитите, така и за развиващите се страни. При последните обаче проблемът е, че те не могат да привлекат големи по обем капиталови потоци, поради което икономиките им остават под влиянието на нестабилността на поведението на чуждестранните инвеститори. Това влошава икономическите условия и бизнес-средата в тях, което ги прави неатрактивни за инвестиране.

Един от съществените елементи на функционирането на международната финансова система е хармонизирането на капиталови потоци чрез сътрудничество между финансовите институции в действията им по

---

<sup>1</sup> Köhler, H. The IMF's Agenda for the New Year. - Financial Times, January 8, 2001, p. 17.

отношение на данъчните пристанища<sup>2</sup> и прането на пари<sup>3</sup>. В някои случаи краткосрочните спекулативни капиталови потоци се определят като фактор за възникването на финансови кризи, въпреки че като правило в по-голямата си част те са свързани с финансиране на търговия и други подобни стопански дейности, но в определени случаи притокът им може да задълбочи кризата. От една страна, се приема, че капиталовият контрол не може да замести стабилната макроикономическа политика, но от друга, продължителният контрол предизвиква действия за избягването му.<sup>4</sup> Поради това резултатите от либерализацията продължават да се наблюдават, което е и фактор за засилване на движението на капитали.

Нарастването на финансовите трансакции в средата на 90-те години на ХХ век е свързано с ръста на капиталовите потоци към развиващите се страни, като през 1996 г. дялът на ПЧИ достига до 20% спрямо вътрешните.<sup>5</sup> Тази тенденция е следствие от икономическата либерализация и глобализацията на търговията. Развитието на информационните и комуникационните технологии позволи индустрията за финансови услуги да обхване световното стопанство и да се ускори инвестиционният процес.

Финансовата либерализация допринася в значителна степен за засилване на инвестиционния процес, ускоряване темповете на растеж и повишаване жизнения стандарт. Това е резултат от глобализацията на световното стопанство, като отвореността на капиталовите пазари води до ефективно разпределение на спестяванията и разширява възможностите за диверсифицирането на инвестиционния риск.

В същото време като следствие от либерализацията на капиталовите пазари се увеличават обемът и непостоянността на международните капиталови потоци. Това, от една страна, стимулира икономическия растеж в много държави и региони, а от друга, се смята за една от причините за финансовите кризи. По такъв начин повишаването на риска вследствие на либерализацията обуславя необходимостта от активна правителствена политика.

Променливите капиталови потоци обикновено се свързват с бързо движение във валутния курс и ясно изразено колебание в спредовете между вътрешните и международните лихвени проценти, които могат да повлияят

---

<sup>2</sup> Сътрудничеството на МВФ с ОИСП се осъществява по линия на хармонизиране на правилата за конкуренция в областта на данъчните условия, както и идентификация на страни и територии, които не сътрудничат в дадената област.

<sup>3</sup> Приетата от Г-7 програма за финансови въздействия (Financial Action Task Force) е насочена към развитие на регулативната рамка и намаляване на възможностите за пране на пари. В контекста на Форума за финансова стабилност МВФ наблюдава прилагането на съгласувани стандарти за дейностите във финансовия сектор от офшорните финансови центрове.

<sup>4</sup> *Leite, Sérgio Pereira*. International Capital Flows: A Challenge for the 21<sup>st</sup> Century. - Revista ELO, July 1, 2001.

<sup>5</sup> *Eichengreen, M. Mussa, G. Dell'Ariccia, E. Detragiache, G. M. Milesi-Ferretti, A. Tweedie*. Liberalizing Capital Movements & Some Analytical Issues. - IMF Economic Issues N 17, February 1999.

негативно на страните по отношение на възможностите за търговия или върху поведението на големите кредитори. При определена целева инфлационна рамка централните банки могат да се почувстват неуверени да провеждат парична политика поради неяснотата на финансовите пазари. Затова въздействията са по-скоро в областта на определяне на такъв лихвен процент, който да не провокира инфлацията, отколкото на въвеждането на гъвкав валутен курс.

Дефинирането на финансовите кризи се затруднява в значителна степен от съчетаването на редица фактори като обезценяване на валутите и необходимост от вземане на мерки от управляващите национални институции за интервениране на валутните пазари, повишаване на лихвените проценти и др. Поради това за дефинирането на валутните кризи повечето изследователи използват индекси – изменението на валутния курс, резервите в чужда валута и ако е възможно, краткосрочните лихвени проценти.<sup>6</sup> Към подобна дефиниция се прибавят различните ситуации, при които трябва да се предприеме противодействаща мярка - най-често за въвеждането на контрол върху капиталовите потоци. Наред с това е необходимо да се анализират последствията за банковата система, финансовите посредници, движенията в недвижимата собственост, оценката на активите и др., което е трудно, особено за развиващите се икономики и тези в преход.

Въпреки високата степен на интегрираност на финансовите пазари те не можаха да намерят адекватен подход към финансовите кризи от 1993-1994 и 1997-1998 г. Това се отнася в голяма степен за лихвените диференциали между вътрешните и международните равнища на лихвените проценти, динамиката в брейди- и еврооблигациите и кризите на валутните пазари. Ето защо се поставя въпросът за връзката между икономическите и финансовите промени, особено за състоянието на платежните баланси. Поради това е необходимо да се разработи методика и модел за оценка на икономическото състояние, които да позволят да се анализират мерките и бъдещите последствия от възникването на финансови кризи. Същевременно трябва да се има предвид както регионалният подход, така и възможността да се използват странови подходи и анализи.

Причините за кризите се коренят в наличието на макроикономически небалансираности, а също и във влиянието на външните фактори. Към последните могат да се причислят влошаването на условията на търговия, увеличаването на лихвените проценти в САЩ и глобалният икономически спад, съчетан с вътрешни небалансираности като фискални дефицити и валутни надценявания. Стремелът да се регулират капиталовите потоци чрез промяна в лихвените равнища по гаранциите на частни и държавни кредитори усложнява ситуацията.

При Мексиканската криза от 1994-1995 г. свръхочакванията на участниците на пазара доведоха до кризата на песото. Към това се добавиха

---

<sup>6</sup> Sharma, S. The Challenge of Predicting Economic Crises. - Finance & Development, June 1999, Vol. 36, N 2.

и нестабилността на икономиката, големите дефицити в платежния баланс и проблемите с управлението на дълга – главно значителната му деноминираност в щатски долари, неговата структура и лихви.

При Азиатската криза (1997-1998 г.) вниманието беше насочено към финансовите пазари. Въпреки отсъствието на фундаментални небалансираности, ниската инфлация и лихвени равнища заемните портфейли на финансовите институции значително се влошиха, а корпоративният сектор намали инвестиционната си активност. В резултат от тези слабости поведението на инвеститорите се ръководеше от стремеж към пренасочване на капиталовите потоци към други държави, както и към преоформянето им в чужди валути. Това доведе до “заразяване” (contagion) и на други страни в региона.

Симптомите, които могат да дефинират кризите от последното десетилетие като общ модел на валутни кризи, са понижаване равнището на международните резерви, широко използване на дългови инструменти и като следствие - спадане на цените на активите.<sup>7</sup> Наред с това се наблюдаваше тяхното отражението върху състоянието на платежните баланси и на икономиката като цяло. В рамките на регионалните съчетания на икономиките за възникването на кризите могат да се посочат следните причини:

- Високата степен на отвореност на икономиките и обвързаността им на регионално и глобално равнище засилват влиянието на външните финансови източници върху състоянието на платежните баланси и предизвикват реакции на национално равнище.

- Отвореността на икономиките създава предпоставки за разпространяване на финансовите кризи и в други региони по линия на международната финансова система и регионалното интегриране на икономиките.

Оценката на новите условия в световното стопанство би могла да се използва за създаване на механизъм за предвиждане на появата на финансови кризи и последиците от тях. Значителна индикация за възникването на криза може да се търси в динамиката на международните финансови пазари и увеличаването на риска, особено по отношение на лихвените диференциали на активите, деноминирани в национална и чужда валута. Промяната в поведението на инвеститорите също се отразява на цените на дълговите инструменти и акциите.

През 1996-1997 г. развитието на азиатските икономики отбелязва значителни темпове на растеж, макар че за посочения период дефицитите в платежните баланси нараснаха и се проявиха проблеми в банковата сфера. Въпреки това в редица държави се наблюдаваха банкрути на големи компании и спад в печалбите, което доведе и до понижаване на цените на акциите. Всичко това наред с девалвацията на валутите доведе и до очаквания за криза в региона.

---

<sup>7</sup> Berg, A., C. Pattillo. The Challenges of Predicting Economic Crises. - Economic Issues N 22, IMF, July 2000.

Възможните причини за Азиатската криза могат да се обобщят по следния начин:<sup>8</sup>

- Кризите възникват от *фундаментални недостатъци* в засегнатите държави. Примери в това отношение са макроикономическите проблеми като нарастването на дефицитите в платежните баланси и надценения валутен курс. По-важно е, че слабостите в засегнатите държави произтичат от взаимодействието между нестабилните вътрешни финансови институции и големите капиталови потоци.

- Освен структурните и макроикономическите проблеми в засегнатите държави кризите предизвикаха и *финансова паника* – ответната реакция на банките беше да намалят разходите си и да повишат лихвите по краткосрочните кредити. Това породило проблеми с външните задължения, особено във връзка с недостига при матуритета на облигациите, с което паниката се засили.

Финансовите кризи възникват в резултат от финансовата либерализация, която увеличава нестабилността, особено по отношение на платежните баланси, при това в по-голяма степен в развиващите се държави, отколкото в развитите. Ето защо в дългосрочен план либерализацията има положителен ефект, въпреки че увеличава възможностите за дестабилизация в средносрочен аспект.

Либерализацията или регулирането при възникващите пазари могат да се приемат като фактори за финансови кризи, но при тях особено важна е значителната по размер правителствена задължнялост към финансовия сектор, дори и под формата на гаранции, както и големите фискални разходи. Това увеличава вероятността от възникване на кризи и ограничава възможностите за прилагане на политики и посрещането на финансовите потребности.

Външната либерализация може краткосрочно да намали вероятността от настъпването на валутни кризи поради притока на капитали и подобряването на състоянието на капиталовата сметка. Същото се отнася и за големите лихвени диференциали. Изследвания на редица автори сочат, че в дългосрочен аспект влошаването на макроикономическите показатели, особено намаляването на ПЧИ, и високият публичен дълг могат да се приемат като сигнали за настъпване на криза.<sup>9</sup> При това трябва да се има предвид задължнялостта на частния сектор, както и равнището на промишленото производство.

Изследването на страните с възникващи пазари показва, че вътрешната либерализация следва значително по-късно от външната. Ето защо либерализацията на лихвите и капиталовите потоци намалява краткосрочно уязвимостта към кризи, а ефектът от капиталовата либерализация увеличава възможността за непостоянност в движението на капиталовите потоци, респ. намаляването на ПЧИ, което да повиши вероятността от възникване на финансови кризи.

<sup>8</sup> Berg, A., C. Pattillo. Цит. съч.

<sup>9</sup> Komulainen, T., J. Lukkarila. What drives financial crises in emerging markets? – Bank of Finland, Institute for Economies in Transition, BOFIT, BOFIT Discussion Papers, 2003, N 5, p.14.

### Теоретични подходи при оценка на факторите за кризите

В емпиричната литература могат да се оформят три методологични подхода. Първият съдържа изследвания за икономиките по време на проявлението на кризите. Вторият се базира на “сигналния подход” – оценка на промяната на отделни икономически индикатори, които да показват възможния риск за възникване на кризи. В определени случаи това е използвано и като възможност за предсказване на кризи. Третият подход е използването на съвкупност от макроикономически и финансови показатели за групи страни, които да определят причините за възникването на кризите.

Индикаторите, които могат да бъдат използвани, са традиционните макроикономически променливи като ръст на банковите депозити, съотношение между банковите резерви и активи, съотношение на банковите задължения към БВП и др. Чувствителността на икономиката може да се определи с използването на краткосрочните капиталови потоци, влизащи в икономиката, публичния дълг, състоянието на паричната маса, задлъжнялостта на частния сектор. Същевременно се оценяват и последствията от избора на режим на валутен курс – фиксиран, междинен или плаващ. Външната либерализация се оценява чрез състоянието на капиталовата сметка, а вътрешната – чрез дерегулирането на вътрешните лихви.

Върху капиталовата сметка на платежния баланс дават отражение потоците от капитали, дългове, портфейлни инвестиции, преките инвестиции от една страна в друга. Изтичането на капитали включва закупуването от резиденти на чуждестранни активи и изплащане на външни заеми, а вливането – инвестиции на чужденци чрез националните финансови пазари, собственоности и заеми към резиденти на страната. По такъв начин движението на капитали може да се осъществява вътре и извън държавата без ограничения и рестрикции, което е известно като либерализиране на капиталовата сметка.<sup>10</sup> Това позволява страни, имащи ограничени спестявания, да привличат инвестиции отвън, а компаниите в тях да диверсифицират портфейлите си и да избягват рискови ситуации, особено при икономически сътресения.

Един от съществените проблеми на финансовата либерализация е свързан с информацията и нейното използване. Непълнотата на информацията на финансовите пазари и изкривяването ѝ, определяно като “асиметрия”, води до осъществяване на транзакции с ниска степен на информационна осигуреност, в резултат от което могат да възникнат финансови кризи. Асиметрията на информацията се изразява в:<sup>11</sup>

- *неблагоприятна селекция* вследствие на недостатъчна информация за агентите на финансовите пазари – както по отношение на кредиторите, така и за заемателите;

---

<sup>10</sup> Eichengreen, M. Mussa, G. Dell’Ariccia, E. Detragiache, G. M. Milesi-Ferretti, A. Tweedie. Цит. съч.

<sup>11</sup> Пак там.

- *морален хазарт*, който се проявява при рискови инвестиционни проекти и тяхното гарантиране. Когато съществува опасност от банкрут, крайна мярка е предприемането на рискови финансови операции за бързо възвръщане на финансови ресурси – главно инвестиране в рисково капиталови компании;

- *стадно поведение*, следвано от кредиторите в случаи на колебания на финансовите пазари, което често води до елиминиране на успешни инвестиции.

Теорията приема, че либерализацията на пазарите повишава ефективността на разпределение на ресурсите. В същото време както международната финансова либерализация, така и вътрешната показват, че повишаването на ефективността може да се постигне с провеждането на политика на намаляване на моралния хазарт и въвеждане на регулации, позволяващи ограничаването на спонтанни поведения. Наред с това се създават и правни основи за наличието на кредитор от последна инстанция, с което да се регулира поведението на финансовите пазари и да се намали рискът от сътресения. Задължително се въвеждат международни счетоводни, одиторски и други стандарти, правила за корпоративно управление и защита на инвеститорите и кредиторите от нечестни практики.

Една от съществените връзки, които се търсят в теорията и практиката, е между ролята на финансовата либерализация и опасността от кризи, когато се намали правната и регулаторната рамка на следваната макроикономическа политика. Тя може да се подкрепя от местни банки, които могат да повлияят допълнително чрез достъпа до комплексни деривативни инструменти. Наред с това външната финансова либерализация може да улесни стремежа към бягство от фалит с използването на офшорно финансиране и рискови чуждестранни инвестиции.

При валутните кризи колебанията на националната валута могат да усложнят ситуацията, когато значителна част от банковите задължения са деноминирани в чужда валута и са силно повлияни от промените във валутния курс. Това би предизвикало допълнително капиталови отливи и да дестабилизира банковата система. В много случаи обаче налагането на неадекватни мерки по надзор и регулиране би довело до намаляване на ползите от финансовата либерализация.

Изследванията и практиката показват, че провежданата макроикономическа политика може както да стимулира либерализацията на капиталовите потоци, така и да предпазва от дестабилизиране на финансовите пазари. Следването на разумна фискална политика може да предотврати прекаленото разширяване на дефицитите, особено по отношение на външните заеми, което би могло да създаде проблеми с управлението на дълга или да отслаби възможностите на икономиката за управление на външните шокове. Паричната политика в този случай може да се използва за противодействие на дестабилизираните пазари чрез временно повишаване на лихвените проценти за



ограничаване изтичането на капитали, като съвместно с фискалната политика ограничава временните колебания в икономиката.

Либерализацията на капиталите може да се приема като фактор за финансовите кризи – дотолкова, доколкото тя въздейства на финансовата система, създавайки условия за икономически проблеми, които пораждаат финансови кризи. Насочването на капиталовите потоци обаче дава възможност за стимулиране на растежа, а прилагането на информационни и комуникационни технологии повишава мобилността на капиталите. Поради това в отговор на премахването на ограниченията пред капиталовите потоци трябва да се провежда макроикономическа политика, имаща за цел засилване на националната финансова система и прозрачността на информацията.

Характеризирайки равновесията по отношение на стоките, икономическата теория показва известна липса на информация за динамиката, която води от едно равновесие към друго. В такъв случай, за да се предвиди събитие като финансова криза, трябва да се използват определени показатели като структурни слабости в националните икономики, институционално развитие, промяна в политическата среда, очакванията на вътрешните и външните играчи на различните пазари - неща, които представляват голямо предизвикателство.<sup>12</sup>

Според редица изследователи чрез тези основни показатели може да се определи вероятността от появата на кризи и разпространението им в отделните страни. Като се вземат предвид различията в националните институционални структури, драматичните изменения във финансовите системи на индустриалните и развиващите се държави през последното десетилетие и нарасналата интеграция на глобалните пазари, подобно твърдение не изглежда особено състоятелно.<sup>13</sup> Основните фактори, влияещи върху паричната политика, са:

- *Капиталови потоци и парична политика.* Теоретично се приема, че при отсъствието на капиталов контрол ефективността на паричната политика се определя от режима на валутния курс и степента на възможността за субституция между вътрешните и външните финансови активи. При плаващ валутен курс паричната политика работи чрез два канала: първо, след като паричното предлагане екзогенно се контролира от централната банка, паричната политика може да работи чрез конвенционален (традиционен) лихвен процент и ефекти на ликвидност; второ, тя въздейства върху съвкупното търсене и цените чрез влиянието върху валутния курс. По-голямата степен на субституция между външните и вътрешните активи, по-силното отражение на валутния курс върху

---

<sup>12</sup> Sharma, S. Цит. съч.

<sup>13</sup> Пак там.

промените на лихвените проценти, които предизвиква паричната политика, водят до по-широко влияние на паричната политика чрез този канал. При фиксиран валутен курс влиянието на субституцията на активите върху паричната политика е обратно. Когато вътрешните и външните активи се субституират перфектно, всяко действие на паричната политика се отразява непосредствено чрез капиталовите потоци, така че икономическите условия остават непроменени. По-малката степен на субституция дава по-големи възможности за използване на вътрешния лихвен процент независимо от външните лихвени проценти.

• *Ролята на определените финансови условия.* Те взаимодействат с паричната политика по три начина: когато разширяването на потреблението и инвестициите се осъществява чрез финансовата система; когато промяната в цените на активите вследствие на паричната политика се отразява на нетната им стойност в зависимост от структурата на финансовите портфейли; когато силни или слаби позициите на баланса принуждават на паричната политика да прави промени в заемите и разходите за постигане на приемливо състояние на този баланс.

Въпросът е доколко чувствителността на възникващите пазари и тяхната отвореност, както и нарастването на взаимозависимостта в света, обуславят не само изработването на политика за оценка и мерки в национален и регионален мащаб, а вероятно и създаването на глобална система на координирана политика както за кредиторите от последна инстанция, така и за контрола върху движението на капитали и създаването на фондове за реагиране в такива случаи. В същото време е важно да се търсят решения за дълговия проблем и минимизирането на рисковете за възникване на кризи при либерализацията на международните икономически отношения.

### **Оценка на регионалната структура на икономическите показатели**

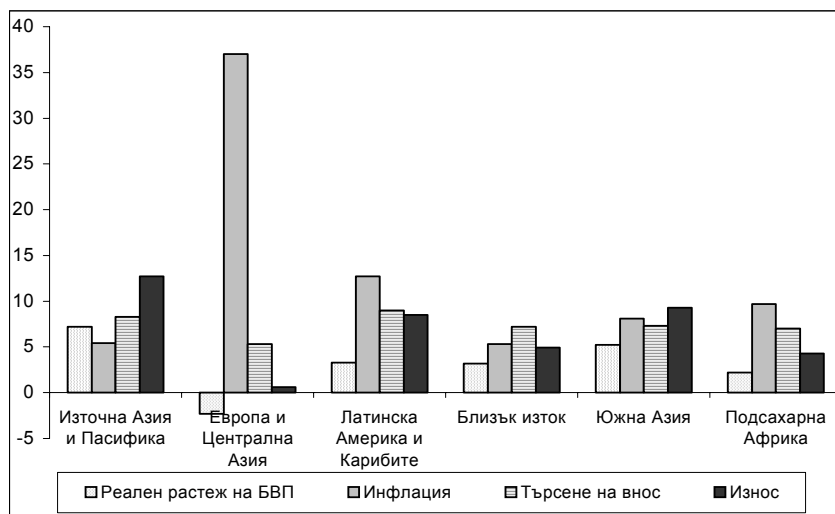
Значителният брой емпирични изследвания, посветени на финансовите кризи, поставят ударението върху избора на определени индикатори, които да позволят да се дефинира влошаване на ситуацията и по този начин да се избягнат финансовите кризи. Като важен аспект в тях се сочи промяната в икономическата среда вследствие либерализирането на капиталовите потоци и финансовия сектор. Това увеличи значително чувствителността на икономиките особено по отношение на отлива на капитали и финансови кризи.

Във връзка с това е направена оценка на развитието на регионите през 90-те години както по отношение на основните макроикономически показатели от официални източници, така и съотношението между тях.

Данните за развитието на основните региони (вж. фиг. 1) сочат, че динамиката е съсредоточена предимно в Източна Азия и Пасифика, както и в

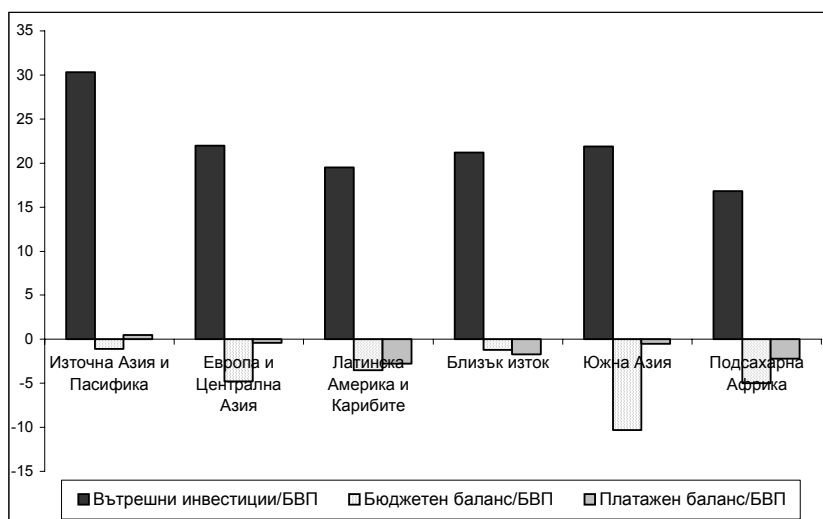
Регионалният характер на финансовите кризи

Южна Азия, което се дължи на силната интегрираност в регионите, особено на външнотърговските отношения. Значителните инфлационни процеси са характерни за регионите със страни в преход.



Фиг. 1. Показатели за развитието по региони за 1991-2000 г.

Източник. World Economic Outlook. IMF, за съответните години.



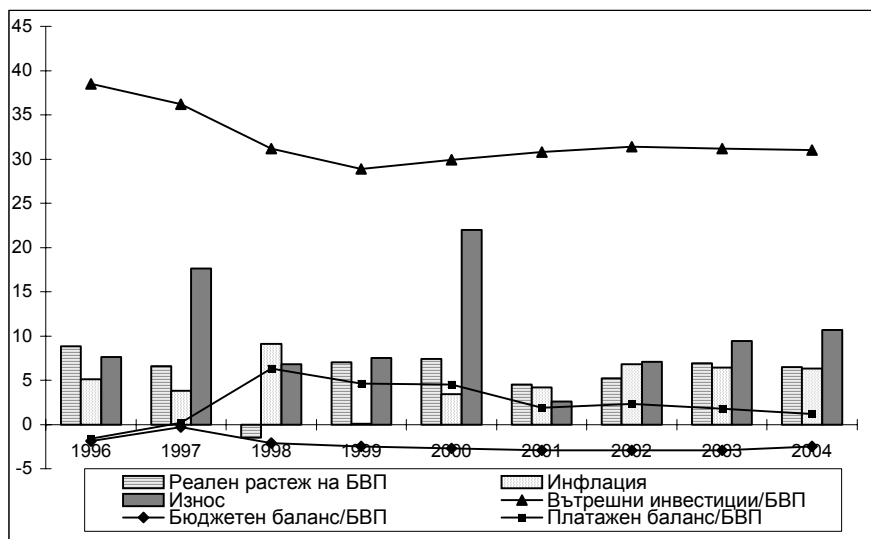
Фиг. 2. Аналитични показатели по региони за периода 1991-2000 г.

Източник. World Economic Outlook. IMF, за съответните години.

По отношение на аналитичните показатели по региони (вж. фиг. 2) за разглеждания период е характерен ръст на инвестиционния процес. Докато за Източна Азия и Пасифика, а също и за Близкия изток и Северна Африка може да се отбележи сравнителна стабилност на външните финанси, за другите се наблюдава влошаване на бюджетните и платежните баланси.

От особено значение е изследването на финансовите кризи на възникващите пазари, като при регионалното им дефиниране се използва класификацията на Световната банка – Латинска Америка, Азия, Африка и Европа (за страните в преход данните са след 1991 г.). От гледна точка на отделните индикатори вероятността за възникването на кризи се увеличава с нарастването на публичния дълг, задлъжнялостта на частния сектор, дефицита в платежния баланс, външната задълженост на банките, инфлацията, безработицата и надценяването на реалния валутен курс.<sup>14</sup> Тези показатели надминават значително равнищата в икономически развитите държави, въпреки че спадът на индексите на капиталовите пазари може да се приеме като предсказващ валутни кризи.

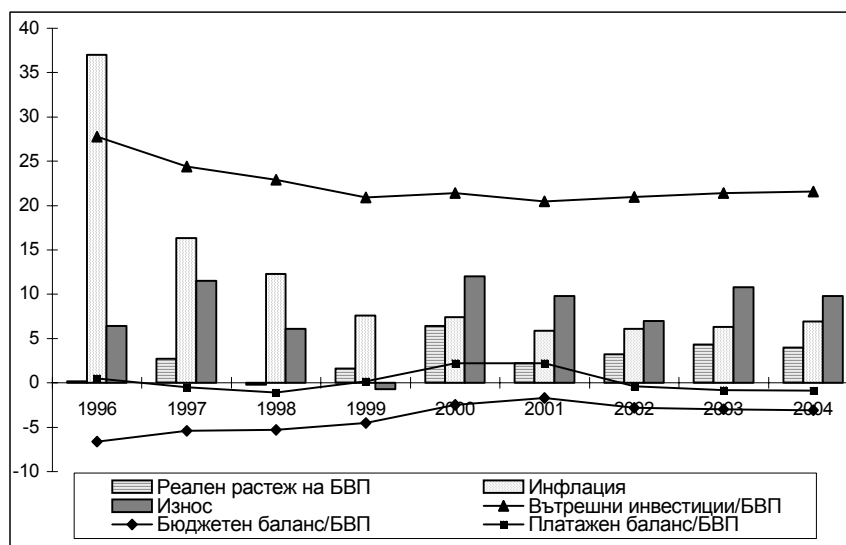
За края на 90-те години на миналия век и началото на този в Източна Азия и Пасифика (фиг. 3) според данните на международните финансови институции са характерни значителният растеж и външнотърговските отношения. Ръстът на инвестиционния процес е балансиран с бюджетен дефицит, който остава след кризисния период, но състоянието на платежния баланс се подобрява.



Фиг. 3. Макроикономически показатели за региона Източна Азия и Пасифика  
Източник. World Economic Outlook. IMF, за съответните години.

<sup>14</sup> Kotulainen, T., J. Lukkarila. Цит. съч, с. 12.

За Европа и Централна Азия разглежданият период се отличава с висока инфлация от средата на 90-те години и слаба динамика на БВП (фиг. 4). Както показват данните, за държавите от региона са характерни и влошени показатели на бюджетния и платежния баланс, както и ниско равнище на вътрешните инвестиции, което няма да стимулира растежа.

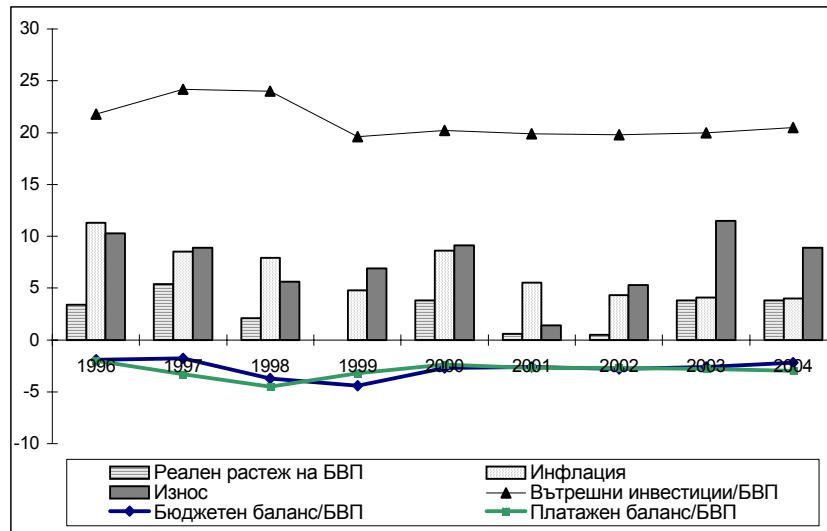


Фиг. 4. Макроикономически показатели за региона Европа и Централна Азия

Източник. World Economic Outlook. IMF, за съответните години.

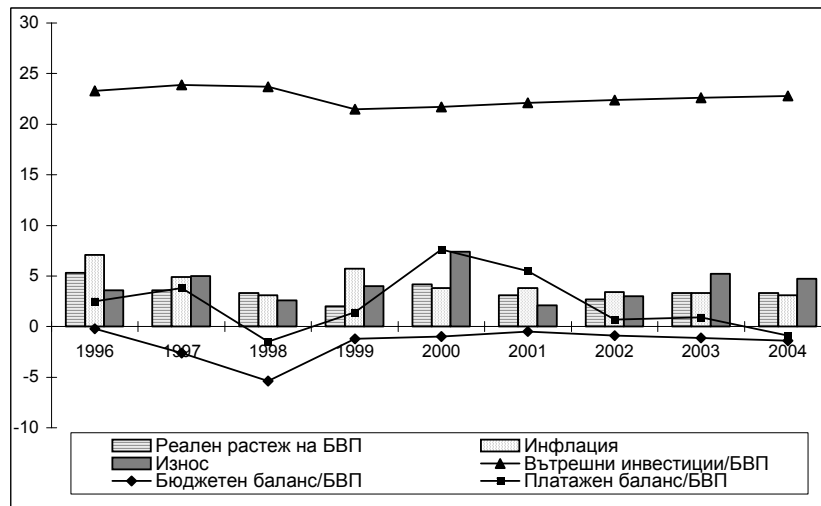
В известна степен подобно е състоянието и в Латинска Америка и Карибите, където негативните показатели за финансовото състояние (вж. фиг. 5) са в значителна степен резултат от валутните кризи в региона. Вземите мерки за намаляване на инфлацията обаче не стимулират икономическия растеж, поради което регионът ще продължава да бъде уязвим за външни въздействия.

Регионът Близък изток и Северна Африка се характеризира със сравнително устойчиви икономически показатели, което се дължи на развитите арабски страни (вж. фиг. 6). Тяхното състояние балансира слабата динамика на средиземноморските държави от Северна Африка, които търсят възможности за развитие на икономическите връзки с Европейския съюз като традиционен икономически партньор. Този регион като правило не може да се приема като интегриран, предвид двете посочени тенденции в икономическата ориентация.



Фиг. 5. Макроикономически показатели за региона Латинска Америка и Карибите

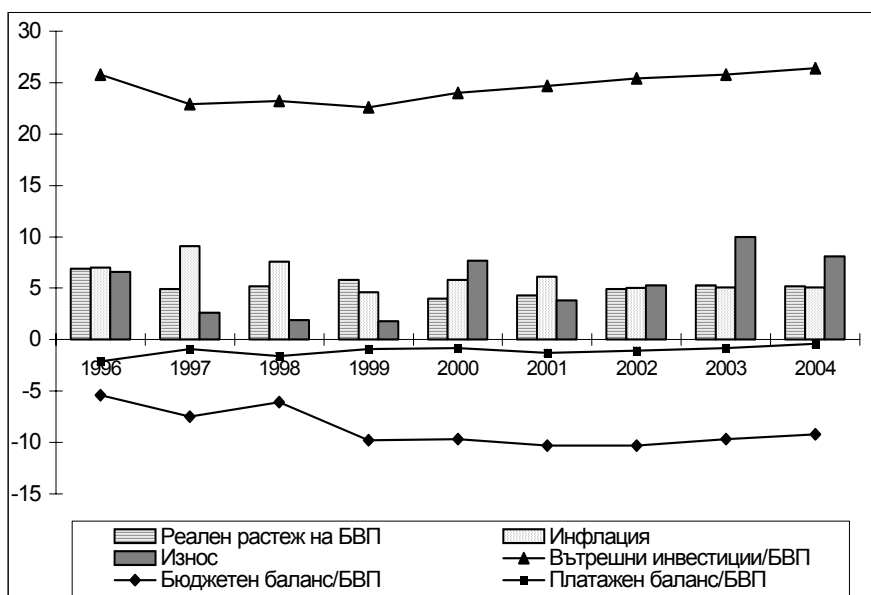
Източник. World Economic Outlook. IMF, за съответните години.



Фиг. 6. Макроикономически показатели за региона Близък изток и Северна Африка

Източник. World Economic Outlook. IMF, за съответните години.

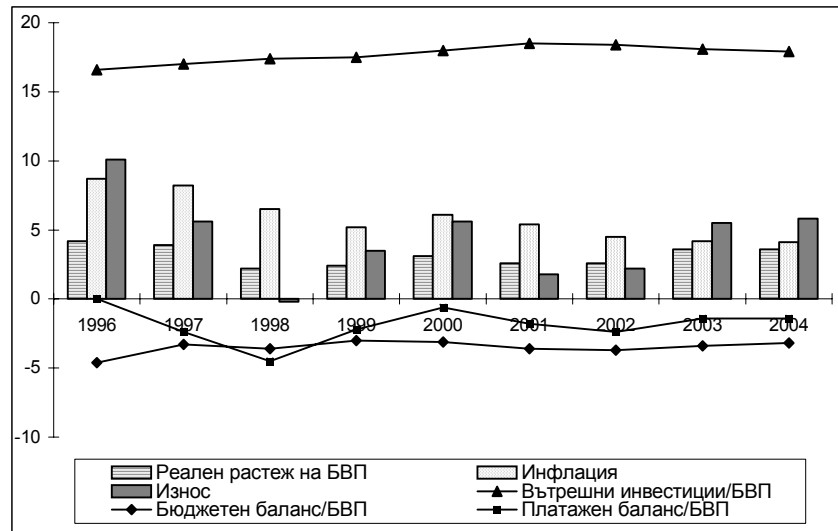
Динамиката в региона Южна Азия се дължи в голяма степен на интеграционните процеси, което обяснява развитието на външно-търговските отношения (фиг. 7). В същото време динамиката на инвестиционния процес се определя и от използването на бюджетните средства за стимулирането му. Макар и негативни, данните за платежния баланс не се отразяват на сравнително устойчивото развитие на икономиките в региона.



Фиг. 7. Макроикономически показатели за региона Южна Азия

Източник. World Economic Outlook. IMF, за съответните години.

За региона Подсахарна Африка могат да се отбележат слаби темпове на икономически растеж, като през последните години той се свързва и с намаляването на инфлационните процеси. Негативните външни финанси обаче не оказват съществено влияние върху инвестиционния процес, който показва известна тенденция към нарастване. Слабият износ в края на 90-те години на миналия век се обуславя от финансовите кризи някои от традиционните партньори на Южна Африка, която е водеща икономическа сила в региона. Развитието на вътрешноикономическите отношения в региона е фактор за очакваното нарастване на износа през последните години (вж. фиг. 8).



Фиг. 8. Макроикономически показатели за региона  
Подсахарна Африка

Източник. World Economic Outlook. IMF, за съответните години.

Предизвикателството на икономическото развитие в регионите е особено значимо за страните с възникващи пазари. Представеното състояние в основните региони показва, че то е различно дефинирано и обуславя спецификата на следваната икономическа политика.

За Азия е характерна макроикономическа политика в подкрепа на растежа, което се изразява в стимулирането на инвестициите. В същото време натрупването на дълга може да създаде трудности, които да се допълнят от активността на пазара на недвижимости.

За Латинска Америка продължаващата задлъжнялост се съпровожда и със спад в капиталовите потоци, насочени към региона, обезценяване на валутите и ръст на инфлацията. Отговор на това са мерките в областта на фискалната консолидация и реформите, както и използването на лихвените проценти за стимулиране на икономическия растеж и решаване проблемите на дълга.

Едно от съществените предизвикателства за страните от Централна и Източна Европа ще бъде членството в ЕВС. Значителните бюджетни дефицити кореспондират с висок лихвен процент в някои от тях, което ще доведе до приток на капитали, създаващи дилеми пред властите, управляващи паричната политика.

В тези условия е важно да се отбележат подходите за създаване на модели, които да дадат възможност за оценка на ситуацията и за предсказване на евентуално възникване на финансови кризи.



Моделите, които се прилагат за оценка на възможностите за възникване на кризи, се базират на два подхода – върху данни и времеви периоди, за които са предназначени, и върху използването на по-големи времеви редове. При това оценката на уязвимостта на отделни страни се влияе в значителна степен от състоянието на международните финансови пазари.

За детерминанти на кризата в някои модели се избират зависимостта между валутния курс и тенденциите в растежа, както и ръстът на кредитите и състоянието на резервите.

Същевременно в по-голямата част от моделите се приема, че увеличаването на дефицитите в платежните баланси и намаляването на резервите повишават възможността за възникването на кризи. Към това се прибавя и значението на такива показатели като ръст на износа, размер на дефицитите в правителствените бюджети и дял на преките чуждестранни инвестиции във външния дълг. Изненадващо в досегашните изследвания е, че ръстът на продукцията не дава възможност за предвиждане на кризите. Равнището на лихвените проценти има смесена роля при оценката – високите вътрешни лихвени проценти могат да дадат информативни сигнали за възникване на криза, докато диференциалът между външните и вътрешните лихвени проценти може да предскаже кризисни явления само в отделни случаи.<sup>15</sup>

### **Оценка на влиянието на кризите върху интеграционните процеси**

Първото направление в действията по предотвратяване на финансовите кризи е осигуряването на макроикономическа стабилност и добра бизнес-среда. На следващо място е преодоляването на външната уязвимост и стабилизирането на финансовия сектор.<sup>16</sup> Поради това се стимулира възприемането на добри практики в областта на регулирането на икономическите процеси и на финансовите пазари. В процеса на предпазване от кризи МВФ ще засили надзорните си функции над страните-членки, особено по отношение на факторите за външна нестабилност – външния и вътрешния дълг, регулирането на валутния курс и функционирането на финансовата система.

Създаването на регулации е насочено към засилване на стимулите за банките и другите участници на финансовите пазари за разбиране на рисковете, които предприемат, както и към предоставяне на възможност на властите да наблюдават потенциалните пречки за стабилност на системата и да предприемат необходимите коригиращи мерки. Намаляването на

---

<sup>15</sup> Berg, A., C. Pattillo. Цит. съч.

<sup>16</sup> Leite, Sérgio Pereira. Цит. съч.

регулаторните мерки позволява на финансовите институции да разширят рисковите дейности по-бързо, отколкото капацитета си да ги управляват.<sup>17</sup> Във връзка с това е необходимо и подобряване на регулациите, позволяващи на националната банка да функционира като кредитор от последна инстанция.

На международно равнище политиката трябва да е ангажирана с привличането на капиталови потоци под формата на заеми от международните капиталови пазари, насочени към възникващите пазари, което ще обърне вниманието на кредиторите и заемателите към съсредоточаване на дълга, особено на краткосрочния. Това се отнася най-вече за между-банковите задължения, особено по отношение на кредитите към възникващите пазари, тъй като ограничаването на такива заеми намалява потенциалните възможности за разпространяване на финансовите кризи от страна в страна. Основните насоки на политиката могат да се формулират по следния начин:

- *Измерване на напрегнатостта на паричните условия.* Когато условията са екстремни, направленията на действията на паричната политика се определят от факта, че рецесията и/или дефлацията могат да намалят ефектите на паричната политика. В много индустриални държави целите на паричната политика се изоставят, поради това, че е възможно промяната в търсенето на пари да измени съотношението между паричните агрегати, а съвкупното търсене и цените да се променят във времето. Подобно движение в посока към целеви действия в паричната политика се наблюдаваше на възникващите пазари – Бразилия и Корея, докато в Китай и Русия реформите на финансовите пазари не създаваха условия за това. На възникващите пазари несигурността на каналите на трансмисия, комбинирана с бързи структурни изменения в тях, прави интерпретацията на индикаторите на паричните отношения изключително трудна, особено при голяма променливост на финансовите пазари и макроикономическите условия, които могат да доведат до загуба на връзките между паричните условия и бъдещите икономически резултати.

- *Паричната политика при фиксиран валутен курс и финансовата чувствителност.*<sup>18</sup> Главното възприемане е, че валутният курс е номинална котва и в много страни практиката показва, че той се прилага за стягане на условията и като най-малко струващото средство за намаляване на висока инфлация.

---

<sup>17</sup> Eichengreen, M. Mussa, G. Dell'Ariccia, E. Detragiache, G. M. Milesi-Ferretti, A. Tweedie. Цит. съч.

<sup>18</sup> Kamin, St., Ph. Turner & J. Van 't dack. The Transmission Mechanism of Monetary Policy in Emerging Market Economies: an Overview. – In: The Transmission of Monetary Policy in Emerging Market Economies. Bank for International Settlements. Monetary and Economic Department, Basle, 1998, p. 56.

В теорията фиксираният валутен курс може да принуди централната банка да приеме международните равнища на лихвените проценти, предпазвайки я от увеличаване на лихвите, което да доведе до поддържане на висок ръст на кредитите и търсенето. По същия начин фиксираният валутен курс става надценен и може да предизвика много голям дефицит в платежния баланс. При такава ситуация дефицитът може да се преодолее чрез парични приливи и свиване на търсенето, а не чрез намаляване на реалния валутен курс, тъй като практиката показва, че в много случаи това ще бъде проверка както за засилването на банковата система, така и за политическата жизнеспособност на монетарните власти.

Възниква въпросът доколко е независима паричната политика при фиксиран валутен курс. Ако се погледне исторически, практиката на страни с фиксиран валутен курс и липса на капиталови приливи показва, че такива политики обикновено водят до краткосрочно временно увеличаване на вътрешните лихви (или ограничаване на тяхното намаляване). Отсъствието на перфектна субституция на вътрешните и външните активи и най-вече неуспехът на приспособяването на лихвените равнища към доходността може да отразява и институционални фактори. Към това се прибавя и високата сегментираност на финансовите пазари чрез неценови механизми, като пазарните участници трябва да избират между отклоненията между доходността по вътрешните лихви и международните норми. Сегментирането на пазарите беше фактор за паричната независимост в Източна Азия, където до юли 1997 г. валутният курс беше фиксиран или квазификсиран.

Друг фактор е, че отклоненията в рисковата премия за измененията във валутния курс могат да предпазят изравняването на доходите между страните. В някои случаи възприемането на предимството на фиксирания валутен курс би изглеждало привлекателно за едни и непривлекателно за други, тъй като оценката е индивидуална. На практика оценката на размера на независимостта на паричната политика често асоциира с липсата на капиталови притоци или оттоци. Това е доста рисково, тъй като ограничаването на капиталовите потоци в определени случаи може да кореспондира с намаляване на фискалните разходи и да доведе до понижаване на валутния курс.

Развитието на интеграционните процеси през последните години допринася за икономическата обвързаност в някои региони, което определя и икономическата динамика за отделните държави и развитието на финансовите отношения между тях.

Финансовата взаимозависимост между страните е резултат от преките връзки, създавани чрез филиалите на финансовите институции в отделните страни, както и от непреките – по линия на общи кредитори или решения на институционалните инвеститори. Измерена чрез показателя на конкуренция при банковите заеми на база капиталовите потоци между страните по данни

на Банката за международни разплащания по региони, съобразно методиката в цитираното изследване, тя е представена на табл. 1.

Таблица 1

## Финансова взаимозависимост между регионите

Региони	Латинска Америка	Азия	Югоизточна и Източна Азия	Южна Азия	Други (Източна Европа, Близък изток, Африка)
Латинска Америка	0.478	0.307	0.423	0.076	0.230
Азия	0.267	0.496	0.698	0.094	0.221
Югоизточна и Източна Азия	0.256	0.541	0.765	0.095	0.213
Южна Азия	0.282	0.406	0.564	0.091	0.236
Други (Източна Европа, Близък изток, Африка)	0.304	0.388	0.534	0.096	0.397

*Източник. Fratzscher, M. On Currency Crises and Contagion. European Central Bank, Working Paper N 139, April 2002, p. 15.*

Представените данни показват най-висока обвързаност в региона на Югоизточна Азия и влиянието му върху останалите региони, докато за Латинска Америка стойностите са около средните.

Реалната взаимозависимост се определя както от двустранната търговия (ефекта на доходите), така и от конкуренцията на трети пазари (ценовия ефект), като по-ниската конкурентоспособност може да доведе и до девалвация. Измерена на базата на данните за търговията със стоки, от табл. 2 може да се види, че тя е предимно вътрешнорегионална.

Таблица 2

## Реална интеграция по региони

Региони	Латинска Америка	Азия	Югоизточна и Източна Азия	Южна Азия	Други (Източна Европа, Близък изток, Африка)
Латинска Америка	0.357	0.078	0.099	0.013	0.044
Азия	0.038	0.400	0.499	0.103	0.049
Югоизточна и Източна Азия	0.042	0.413	0.537	0.039	0.041
Южна Азия	0.026	0.360	0.382	0.294	0.073
Други (Източна Европа, Близък изток, Африка)	0.037	0.132	0.165	0.034	0.225

*Източник. Fratzscher, M. On Currency Crises and Contagion. European Central Bank, Working Paper N 139, April 2002, p. 14.*

Промените в очакванията на инвеститорите под влиянието на външни фактори обикновено се свързват със стадното поведение на финансовите пазари, чието проявление може да се дължи както от националните особености на икономическото развитие, така и на взаимозависимостта между страните.

\*

Регионалните кризи възникват поради слабите икономически основи и неумението на отделни страни в засегнатия регион да противодействат на шокове, които биха могли да се предвидят. Икономическите модели са по-малко способни да покажат възможностите за възникване на кризи, защото както поради уникалната верига от събития или чистия ефект на заразяване, така и поради технологии, нови инструменти и нови форми на правене на бизнес трансформират финансовата система по непредвидими начини. Дълговата криза в Латинска Америка от 80-те години на XX век доведе до отхвърляне на мита, че на суверенните държави това може да не им се случи.

От кризата във валутнокурсния механизъм в ЕС стана ясно, че индустриални страни, които имат висока безработица, предпочитат системата на фиксирания валутен курс и краткосрочното повишаване на лихвените проценти. Мексиканската криза от 1994 г. показва, че уязвимостта се състои от краткосрочен и значителен дълг в чужда валута и слаба банкова система. Азиатската финансова криза чрез силна взаимозависимост на вътрешното макроикономическо и финансово развитие постави ударението върху структурните слабости на финансовата система, свързани с разрастването на дълга.

Валутните небалансираности на частния сектор и финансовите институции в определени случаи могат да бъдат катастрофални за публичния сектор. Поради това разбирането на кризите е свързано "не само с историята им, но и с по-доброто разбиране на събития, които предсказват появата на кризи и определят международната финансова среда".<sup>19</sup> Множеството опити да се конструират методики за оценка на кризите, както и за тяхното предвиждане, се нуждаят от по-задълбочено вникване в причините, които ги предизвикват. Още повече, че трябва ясно да се дефинира ролята на финансовите механизми, които водят до разширяване на кризата от една страна в друга.

20.IV.2005 г.

---

<sup>19</sup> Sharma, S. Цит. съч.