

ГРАНИЦИ НА ВЪНШНОДЪЛГОВОТО НАТОВАРВАНЕ

Конструиран е опростен модел на дългово равновесие в условията на действащ паричен съвет. Моделът съдържа три уравнения. Първото отразява въздействието на дълговото натоварване върху икономическата активност, респ. икономическия растеж; второто представя зависимост между дефицита в платежния баланс и икономическата активност; третото уравнение изразява зависимост между дълговото натоварване и дефицита на платежния баланс. Динамизирането на системата изисква отчитане и на влиянието на структурите на държавния бюджет, но само дотолкова, доколкото се отнася до обслужването на държавния външен дълг.

Конструираният принципен модел на дългово равновесие се използва за практическа оценка на състоянието и степента на дълговото натоварване в България. Представени са и резултати от моделните пресмятания за три страни – Македония, Турция и Полша.

Направените оценки показват, че при съществуващите икономически реалности в България към началото на XXI век самоцелното намаляване на относителното външно дългово натоварване не е най-доброто макроикономическо решение. Следването на подобна политика е в състояние да задържи икономическия растеж, което от своя страна ще въздейства негативно върху подобряването на международната финансова позиция на страната. На преден план излизат изисквания, свързани с цялостното придвижване на икономиката в посока към по-висока ефективност и интегритет и това движение е предпоставка и за намаляване на относителното дългово натоварване.

JEL: H63; F34

Емитирането на външен дълг е обичайна практика на развиващите се страни. Исторически не по-малко обичайно е и възникването на затруднения при изплащането на вече емитираните задължения.¹ Икономическата теория се стреми да специфицира условията, при които външният дълг взаимодейства с вътрешните икономически параметри с оглед очертаване на благоприятна конфигурация на външнодълговите структури.

Решаването на дълговите проблеми в световен план отнема не малко усилия на международната финансова общност. Преплитането на многобройни интереси, стремежът към избягване на загуби, както и всякакви други социално-политически съображения усложняват неимоверно намирането на правилния път. Често успехът се постига и оформя чрез проби и грешки, при недостатъчно изгладени и проверени хипотези. Паралелно с практическото решаване на проблемите се избистрят и теоретичните основания за възприемането на конкретен подход.

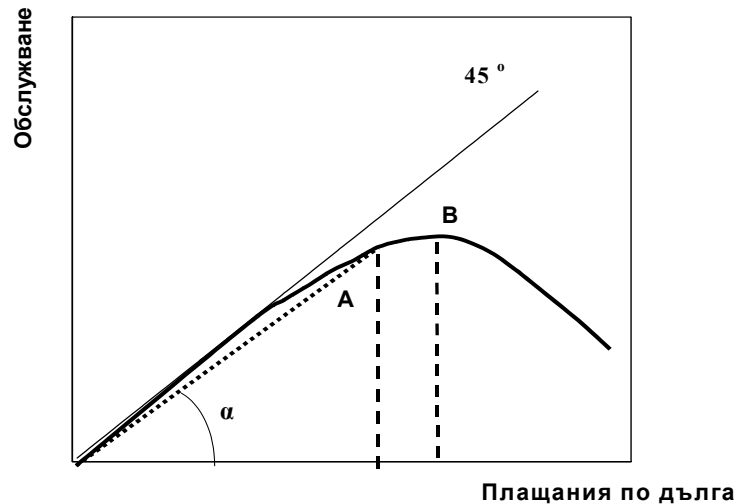
¹ *Detragiache, E., A. Spilimbergo. Crises and Liquidity: Evidence and Interpretation. IMF, WP/01/2, January 2001.*

Дългова крива на Laffer

Теоретични основания за решаване на дълговия проблем се свързват със съществуването на *дългова крива на Laffer* (по подобие на кривата на Laffer, обясняваща връзката между равнище на данъци и тяхната събираемост – вж. фиг. 1).² При ниски и поносими стойности на ежегодните плащания по външния дълг страната съумява да бъде изправна – кривата върви плътно по направление на 45-градусовата ъглополовяща. При увеличаване на дълговото натоварване страната се затруднява да посреща регулярно плащанията си и кривата започва да изостава от ъглополовящата. В т. **A** страната вече не може да догонва нарастващите плащания и радиус-векторът **OA** започва да “пада” към абсцисната ос. Ъгълът между радиус-вектора и абсцисната ос (по-специално тангенсът от ъгъла α) представя цената на дълга на вторичния капиталов пазар. При нормално и безпроблемно дългово натоварване цената е единица ($\text{tg } 45^\circ = 1$) и с увеличаването на натоварването тя постепенно спада с граница (маржинална стойност) нула.

Фигура 1

Дългова крива на Laffer



В т. **A** дълговият потенциал на страната все още не е изчерпан. Увеличаването на текущите изискуеми плащания върви паралелно с нарастване на реалните плащания, макар и непропорционално и с все повече намаляващи темпове. Точка **B** е преломна и съответства на максималните възможности на страната-длъжник. По-нататъшното нарастване на дълга не води до

² Съществуването на *дълговата крива на Laffer* е формулирано за пръв път от Р. Krugman през 1989 г. (Pattillo, C., H. Poirson, L. Ricci. External Debt and Growth. IMF WP/02/69, April 2002).

увеличаване на реалните плащания. Нещо повече, т. **В** отразява и своеобразната безнадеждност на ситуацията – невъзможността за редовно обслужване на дълга парализира отношенията между кредитор и длъжник и процесът замръзва. Обикновено в такива случаи се достига до мораториум върху обслужването на външния дълг с надеждата да се намери взаимно приемливо решение за облекчаване на дълговото бреме.

Прекомерно голямата дългова тежест въздейства потискащо както върху натрупването на капитал и въвеждането на нови иновативни производствени решения, така и върху общата факторна производителност. Принудителното замразяване на подновяването на производствените мощности е и причина за постепенното изтощаване на икономическите възможности на задлъжнялата страна, т.е. е причина за обръщане на кривата от фиг. 1 след критичната т. **В**.

Нарастването на разходите за регулярното обслужване на външния дълг въздейства негативно върху величината на икономическата активност и по линия на обезкуражаването на частните инвестиции. Явно и неявно инвеститорите калкулират в своите перспективни оценки хипотетичната възможност правителството да прибегне до непопулярни и крайни мерки за удовлетворяване (макар и частично) на външните кредитори, вкл. чрез обезценка на местната валута и чрез манипулиране на данъчните скали. Възможностите за нарастване на бюджетния дефицит се увеличават, а по-високите правителствени разходи неизбежно изтеглят нагоре и лихвените проценти. В резултат цялата вътрешна икономическа конюнктура се влошава мултипликативно, като генерира ограничени и намаляващи се възможности за овладяване на ситуацията.³

Непремерено високото дългово натоварване може да доведе до потискане на вътрешната икономическа активност и по линия на чисто психологически фактори. Като правило съществените структурни реформи предполагат болезнена за широките слоеве на населението промяна на модела на функциониране на икономиката. Реалните позитивни ефекти закъсняват във времето, а именно те са нетърпеливо очакваният бонус най-вече за политическия и макроикономическия елит. Ако надделяват очакванията, че позитивните резултати от трудно прокарваните и отстоявани реформи ще се насочат към покриване на външните задължения, респ. няма да се почувстват вътре в страната, тогава и стимулите за реформи изчезват. Отчаянието от съществуващото статукво ограничава възможностите за неговата радикална промяна.

Искуството на преговорите по реструктурирането на външния дълг е в правилната оценка на разположението на критичната т. **В**. В т. **А** вниманието трябва да бъде повишено, но все още реструктуриране (и най-вече редукия) не е необходимо. Механизмите на различните схеми за решаване на дълговия проблем са насочени към връщането на страната вляво от т. **В**.

³ *Clements, B., R. Bhattachariya, T. Nguyen. (Can Debt Relief Boost Growth in Poor Countries? - IMF, Economic Issues, April 2005, N 34, p. 8)* показват, че за страните, включени в инициативата HIPC (*тежко задлъжнели изключително бедни страни*), всеки процент прираст на дълговото обслужване спрямо БВП намалява публичните инвестиции с 0.2%.

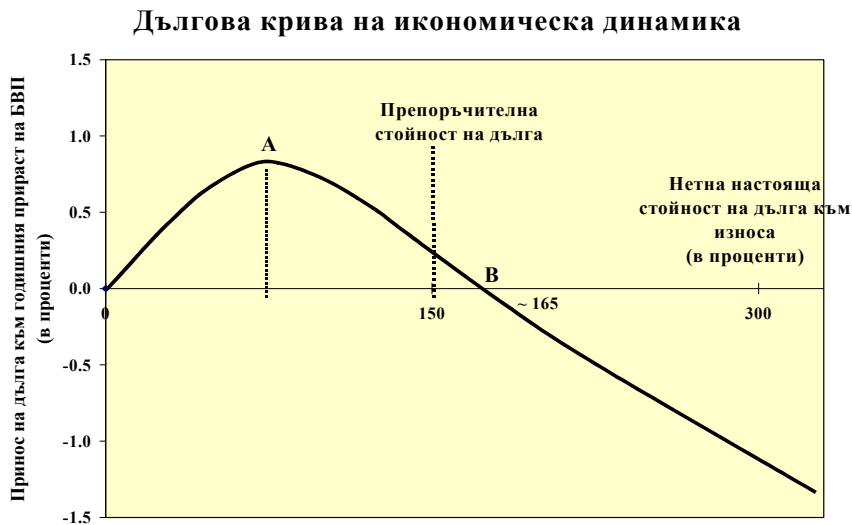
Дългова крива на икономическа динамика

Най-важен пункт при третирането на външния дълг е оценката на взаимодействието с икономическата динамика. Външният дълг е полезен и може да се оцени позитивно дотолкова, доколкото съдейства за стимулиране на икономическия растеж.

Практиката показва, че характерът на взаимодействието между външен дълг и икономически растеж се променя в зависимост от величината на дълговото натоварване. Като правило връзката между дълга и растежа е нелинейна. Съществуват дори основания да се твърди, че дълговият проблем е следствие от слаба икономическа динамика и ниска ефективност на производството, отколкото обратното.⁴

Ниските стартови стойности на дълговото бреме действат позитивно и стимулират икономическата активност. Така продължава до определен момент (т. **A** на фиг. 2), при който дълговото натоварване регистрира максимален принос за повишаване на икономическия растеж. При по-нататъшно увеличаване на дълговото натоварване позитивното въздействие върху икономическия растеж намалява.

Фигура 2



Теоретичното обяснение на подобен обрат се свързва с няколко фактора:

1. При нарастващо дългово натоварване се появява реална опасност от възникване на трудности при дълговото обслужване. Те са свързани и с

⁴ *Pattillo, C., L. Poirson, L. Ricci*. Цит. съч., с. 44; *Bulow, J., K. Rogoff*. *Cleaning up Third World Debt Without Getting Taken to the Cleaners*. - *Journal of Economic Perspectives*, Winter 1990, Vol. 4, N 1, p. 32.

проявата на *морален риск (moral hazard)*, при който страна-кредитополучател започва да заиграва с кредитора в търсене на редуция на дълговите си задължения. Рискът за инвестиране в страната (*country risk*) се увеличава, а по-големият риск предполага по-висока рискова премия. Условието, при които се емитира нов дълг, се влошават, което означава прогресивно нелинейно повишаване на разходите за обслужване на дълга. Фиксира се своеобразна форма на т.нар. *ефект на изтласкване (crowding-out effect)*, при който нарастваща част от вътрешни финансови ресурси се отклонява от вътрешно инвестиране към обслужване на външния дълг.

2. Величината на външния дълг се свързва нелинейно с маржиналната ефективност на привлечените външни ресурси. До определен момент управлението и контролът върху използването на дълга са ефективни и възвръщаемостта на новоемитирания дълг нараства (при всички случаи над платимата цена за ресурса – пазарната лихва). Положителната еластичност има граница, при преминаването на която ефективността започва да се разсейва и размива. По-нататъшното нарастване на дълга увеличава вероятността и възможността за неправомерното му използване (например за потребителски цели), откъдето произтича и намаляващата му цялостна ефективност.

3. В специализираната литература е развита и т.нар. *теория за дългово пренасищане (Debt Overhang Theory)*. Едно от проявленията на теоретичните обяснения се свързва с прогресивно нарастващите отчисления от държавния бюджет (ДБ), необходими за погасяване на плащанията по дълга. Очакванията на икономическите агенти гравитират към увеличаване на данъчното бреме както по линия на преките данъчни ставки, така и във вид на инфлационен данък. Последното корелира и с инициирани изменения на валутния курс с оглед обслужване на нарастващите плащания. Всичко това обезкуражава вътрешните инвестиции. Получава се своеобразен порочен кръг, движението по който мултиплицира вероятното и все повече реално негативно въздействие на дълговото натоварване върху икономическата динамика.

Дори и след екстремалната т. А нарастването на дълга е препоръчително въпреки намаляващия маржинален принос върху икономическия растеж. Съображенията за подобна препоръка корелират със страничните (не обезателно преки количествени) положителни ефекти от по-пълното интегриране на страната в международните финансови структури. Чуждестранните капитали от развитите страни като правило са носители на научно-технически прогрес и иновации както в производството, така и в управлението. Подобряването на имиджа на страната като относително надежден кредитополучател е своеобразна дългосрочна инвестиция с трудно измерими количествени последствия. Придвижването напред по скалата на международното кредитно ранжиране (по-добър кредитен рейтинг) увеличава атрактивността на страната за чуждестранните преки инвеститори, което е предпоставка за перспективен икономически прогрес.

Евристично изработено правило препоръчва използване на възможностите за привличане на чуждестранен капитал във вид на външен дълг близо до т. В на фиг. 2, съответстваща на нулево маргинално въздействие на външния дълг върху икономическия растеж. Препоръчителната стойност на дълга на фиг. 2 трябва да се приема повече като принципен ориентир, отколкото като строго фиксирана граница. Характерът на взаимодействието между външен дълг и икономически растеж е подвластен на редица други съпътстващи икономически фактори, поради което конкретните числови измерения могат да варират в относително широки граници. При необходимост от реструктуриране на външния дълг обаче е необходимо да се отчита функционалната специфика на взаимодействията.

Кривата на фиг. 2 отразява принципна зависимост между *причина* и *резултат*. Резултатът (по ординатата) е винаги измерител на икономическа динамика - най-често брутен вътрешен продукт (БВП) или темп на прираст на БВП. Причината в конкретния случай (аргументът по абсцисната ос) е отношението между дълг и износ. Препоръчително е оценката на дълга да бъде във вид на нетна сегашна стойност, а износът да включва както стоки, така и услуги. Аргументът по абсцисата може да бъде заменен и с друг вид измерител на дългово натоварване, например отношение между brutния външен дълг (БВД) и БВП. Съществено изискване е по абсцисата да се нанася винаги оценка на степен на дългово натоварване. При всички тези случаи формата на кривата на фиг. 2 е една и съща.

Величината на дългово натоварване въздейства върху показател, който корелира позитивно с икономическата динамика – степен на бедност. Прекомерната дългова тежест изисква отделянето на повече ресурси за нейното обслужване. Практиката показва, че в такива случаи правителството се затруднява да изпълнява основни свои функции – да поддържа на задоволително равнище образователната система, здравеопазването, сигурността. Икономическите агенти трябва да отделят по-голяма част от приходите си във вид на данъчни отчисления за погасяване на падежираните плащания. Прирастът на доходите се ограничава, което създава неблагоприятна атмосфера вътре в страната за активизиране на икономическата дейност.⁵

Зависимост между двете дългови криви

Съществува видима прилика между формата на кривата на фиг. 1 с тази на фиг. 2. В действителност приликата е и функционално обусловена и може да бъде илюстрирана при използване на елементарни количествени зависимости.

⁵ Loko, B., M. Mlachila, R. Nallari, K. Kalonji. The Impact of External Indebtedness on Poverty in Low-Income Countries. IMF WP/03/61, March 2003, p. 17.

Нека с Y означим БВП, с D – БВД, с R – брунтните валутни резерви (БВР), с L – нетното изтичане (задгранично) на валутни ресурси.

Нека представим принципно въздействието на дълговото натоварване върху икономическата активност, респ. икономическия растеж. Като основание за вида на зависимостта служи кривата от фиг. 2. Видът на кривата е обърната парабола, т.е. зависимостта може да се апроксимира с крива от втора степен с отрицателен коефициент пред втората степен на аргумента D . Свободният член в уравнението трябва да е нула, тъй като се приема, че кривата пресича абсцисната ос в началото на координатната система. Следователно:

$$(1) \quad Y = bD - cD^2.$$

По-горе $b > 0$, $c > 0$. Коефициентът b изразява степента на изправеност на кривата (той е равен на тангенса от ъгъла, който сключва допирателната с абсцисната ос в началото на координатната система). Колкото е по-голям b , толкова по-изправена е дълговата крива, толкова по-силно е влиянието на емитирания дълг върху икономическия растеж. Високите стойности на b съответстват на ефективно използване на външния дълг, а ниските стойности – на нерационалност, разпиляване на привлечените финансови ресурси и слаба възвръщаемост на заеманите ресурси.

Коефициентът c предопределя точката, в която прекомерно емитираният дълг и изключително високата дългова натовареност отклоняват твърде много ресурси за обслужване на дълга и съвкупното му влияние върху растежа се анулира (т.е. дълговата крива пресича абсцисната ос). В такъв случай икономиката работи единствено за обслужване на външния си дълг и не съумява да се освободи от дълговото бреме (*дългов капан*). По-специално отношението b/c отразява граничния случай, при който влиянието на дълга върху икономическия растеж е нула – пресечната точка на дълговата крива с абсцисната ос.

Нетното изтичане на валутни ресурси от страната L (със знак плюс – приток, със знак минус – изтичане) е свързано както с обслужването на БВД (лихвени плащания и погасяване на главници), така и с величината на вътрешната за страната икономическа активност. При използване на понятията от платежния баланс (ПБ) трябва да се каже, че L зависи както от състоянието на текущата сметка, така и от състоянието на финансовата сметка на ПБ. В текущата сметка доминира търговският баланс, а се отразяват и лихвените плащания по външния дълг (респ. приходите от стопанисването на БВР). Във финансовата сметка се отразява динамиката на чуждестранните инвестиции, както и промените в главницата на БВД.

Посочените елементи могат да се ранжират в две групи – позитивно зависещи от икономическата активност Y , от една страна, и негативно зависещи от размера на БВД D , от друга. Съответната линейна регресия може да се запише във вида:

$$(2) \quad L = a_0 + a_1 Y - a_2 D,$$

където $a_1 > 0$ и $a_2 > 0$.

Следвайки съотношенията в ПБ прирастът на БВР във времето (\dot{R}) е равен на нетното изтичане на валутни ресурси от страната, но с обратен знак, т.е.:

$$(3) \quad \dot{R} = -L.$$

Уравненията (1) – (3) формират една система, чието решение представя равновесната траектория на четирите неизвестни Y , D , L , R . За решаването на системата заместваме уравнения (1) – (2) в уравнение (3):

$$(4) \quad \dot{R} = A_0 + A_1 D - A_2 D^2.$$

В (4) A_0 , A_1 и A_2 са функции от коефициентите в (1) и (2), като $A_1 > 0$ и $A_2 > 0$.

Уравнението за прираста на БВР е обърната парабола от типа на кривата от фиг. 2. Скоростта на нарастване на БВР \dot{R} достига локален максимум (състояние с най-голям прираст на БВР, респ. максимална възвръщаемост на дълга), след което започва да намалява. Пресечната точка с абсцисната ос ($\dot{R} = 0$) съответства на постоянно равнище на БВР, т.е. обслужването на БВД се осигурява изцяло от текущата икономическата активност и нищо повече. Това е състояние, в което икономиката “замръзва” на място, т.е. работи единствено за обслужване на дълга.

При по-нататъшно нарастване на дълговото натоварване \dot{R} получава отрицателни стойности, т.е. при достатъчно високо дългово натоварване БВР започват да намаляват. Обслужването на дълга започва да се финансира и от БВР. Оттук нататък напрежението в икономическата система започва да расте неудържимо. Състояние, при което БВР намаляват, тъй като икономиката не може да генерира икономически растеж, е неустойчиво. Възможностите са две:

1. Деervalвация на местната валута, при което се увеличава конкурентоспособността на местния износ, намалява се тази на вноса и се стимулира вътрешната икономическа активност. Икономическият растеж се ускорява и икономиката влиза в нов цикъл на равновесно състояние.

2. Невъзможност за регулярно обслужване на БВД (поради намаляващите БВР) и постепенно натрупване на неизплатени задължения. Краен случай при този вариант на развитие на процеса е налагане на мораториум.

Дълговата крива на *Laffer* (фиг. 1) представя втората възможност, т.е. тя е следствие от хипотезата за влиянието на БВД върху икономическата активност (фиг. 2).

В своята най-нова история (след 1989 г.) България опита и двата варианта. През 1990 г. първото правителство на А. Луканов наложи мораториум върху обслужването на външния дълг поради невъзможност на

икономиката да се справи с високото дългово натоварване. През 1996-1997 г. при правителството на Ж. Виденов България рязко девалвира собствената си валута и така съумя да акумулира валутни ресурси за обслужване на външните си задължения.

И фиг. 1, и фиг. 2 отразяват позитивната възвръщаемост на ниското дългово натоварване – при относително малък външен дълг икономиката съумява да асимилира ефективно направените задължения и да ги трансформира в икономически растеж, от една страна, както и да погасява регулярно дълговете си, от друга. Щастливото съжителство продължава до определен критичен праг, след който характерът на въздействията се променя и по двете линии. Не е задължително моментът на обрат да настъпва едновременно и за двата типа взаимодействия, но е сигурно, че съществува положителна корелация между тях.

Разликата между двете криви е в степента на влияние на дълга и по-точно в еластичността на икономическия растеж, от една страна, и на възможностите за регулярно обслужване на външните задължения, от друга, от дълговото натоварване. И двете еластичности се променят нелинейно като функция от дълга.

На фиг. 1 в началото кривата се движи по 45-градусовата ъглополовяща, т.е. еластичността на реалните плащания от степента на дългово натоварване е единица – относителният прираст на дълговото натоварване съответства на същия относителен прираст на реалното му обслужване. С увеличаване на натоварването еластичността намалява, стига до нула в т. **В** (хоризонтална допирателна) и приема отрицателни стойности при по-нататъшно увеличаване на дълговото натоварване.

Еластичността на икономическия растеж от дълговото натоварване не е задължително да стартира с единица. Фигура 2 представя зависимост между маржинални (прирастни) величини. При ниско дългово натоварване всяка единица прираст на външния дълг се асимилира безпроблемно от икономиката и се преобразува в прираст на икономическия резултат с висока ефективност, т.е. в началото кривата на фиг. 2 следва допирателна, чийто ъгъл с абсцисната ос е по-голям от 45° . Строго погледнато, кривата не трябва да пресича ординатната ос в нулата, а в положителна точка – отсъствието на дълг не означава отсъствие на икономически растеж. С придвижването на дясно по абсцисата допирателната постепенно прилепва към нея, като в т. **А** по-нататъшното увеличение на външния дълг не стимулира икономическия растеж (хоризонтална допирателна).

По-изправената допирателна в началните стойности на фиг. 2 в сравнение с тази на фиг. 1 оправдава емитирането на външен дълг при ниско дългово натоварване. Тогава икономиката няма проблеми с обслужването му, а ефектът от вливащите се в нея свежи финансови ресурси е голям.

Варианти на дълговото равновесие

Нека конструираме за аналитични цели един опростен модел на дългово равновесие в условията на паричен съвет (ПС).

Ще означим с y темпа на прираст на БВП, с d – дълговото натоварване (БВД/БВП) и с p – относителния дефицит в ПБ (дефицит/БВП).

Моделът съдържа три уравнения:

Първото уравнение (5) отразява въздействието на дълговото натоварване върху икономическата активност, респ. икономическия растеж. В него не се разграничава видът на валутния режим, то е валидно в общия случай. Като основание за вида на зависимостта служи кривата от фиг. 2, която е изразена условно и на фиг. 3. Видът на кривата е обърната парабола и нейната оценка следва съображенията при конструирането на уравнение (1):

$$(5) \quad y = b_1 d - c_1 d^2.$$

Разликата между (1) и (5) е единствено в конкретното значение на независимата и зависима променлива. Смисълът и характерът на променливите обаче се съхранява.

Второто уравнение (6) представя зависимостта между дефицита в ПБ, от една страна, и икономическата активност, от друга. За простота се приема, че общият дефицит в ПБ (*текуща сметка*, плюс *капиталова сметка*, плюс *финансова сметка*, плюс *неразпределена сума*) се финансира изцяло от БВР на страната.⁶ Положителните стойности на дефицита съответстват на превишение на постъпилите в страната валутни средства над изтеклите такива (т.е. на излишък), а отрицателните – на обратното (недостиг, превишение на изтеклите от страната валутни средства над постъпилите).

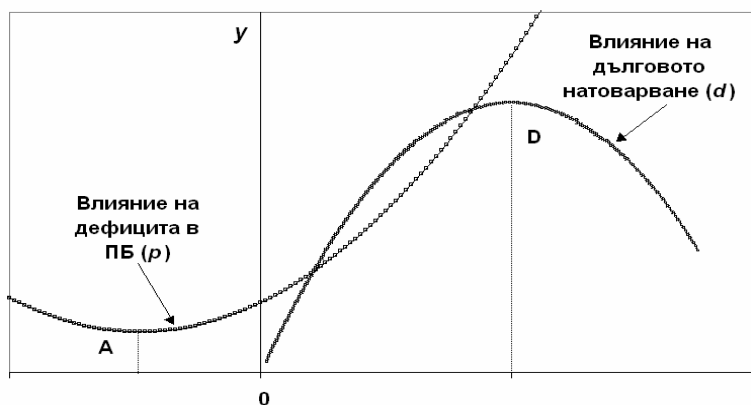
Когато дефицитът е с положителен знак, тогава притокът на валутни ресурси в страната превишава отлив и в резултат се увеличават националните БВР. В условията на ПС по-големият обем БВР повишава паричното обръщение, което от своя страна стимулира икономическата активност (в съответствие с монетарната икономическа теория). Следователно при положителни стойности на p икономическата активност y е монотонно растяща функция на p . Този вид на зависимостта между дефицит и икономически растеж се представя с десния клон на съответната крива на фиг. 3.

При нулев дефицит се поддържа също някаква положителна стойност на y . При пълно съответствие между отлив и приток на валутни ресурси паричното обръщение остава неизменно, което е достатъчно за поддържане на минимално равнище на икономическа активност y . Кривата на фиг. 3 отсича положителна отсечка на ординатната ос, която отразява равнището на икономическа активност при нулев дефицит на ПБ.

⁶ В общия случай (аналитично представяне) разделът от ПБ "*Резерви и друго финансиране*" съдържа както изменението на БВР, така и финансирането от официални международни финансови институции (например МВФ), които отпускат кредити в подкрепа на ПБ.

Фигура 3

**Форми на въздействие върху
икономическата динамика в условия на
паричен съвет**



При по-нататъшно влошаване на състоянието на ПБ (превишение на отлива на валутни ресурси над притока) дефицитът се финансира от БВР. Последните намаляват, което в условия на ПС води също и до редукция на паричното обръщение. Подобна динамика действа негативно на икономическата активност и y продължава да намалява, което обаче не е безгранично. По-ниското парично обръщение и вграденият автоматичен механизъм на ПС повишават лихвените равнища в страната, т.е. атрактивността за чуждестранния капитал. От определено равнище нагоре вътрешните лихви и начисляваната рискова премия върху новоемитирания дълг започват да привличат външни капитали, които стимулират икономическата активност, респ. нарастването на y . Ако икономиката (дефицитът на ПБ) продължава да се движи от точката на минимума **A** на фиг. 3 наляво, икономическата активност започва да се възстановява.

Формално описаната зависимост може да се изрази също с парабол, т.е. с крива от втора степен, но с положителен коефициент пред втората степен на аргумента p . По-точно

$$(6) \quad y = a_2 - b_2 p + c_2 p^2.$$

По-горе $a_2 > 0$, $b_2 > 0$, $c_2 > 0$. Коефициентът пред първата степен на p ($-b_2$) е с отрицателен знак, защото кривата достига минимума си т. **A** за отрицателни стойности на дефицита в ПБ, т.е. икономическото състояние трябва да се влоши достатъчно, за да започне обратният процес на възстановяване и ново повишаване на икономическата активност.

При друг валутен режим (не ПС) икономиката и макроикономическото управление реагират по различен начин. При режим на непаричен съвет икономиката

не разполага с достатъчно БВП, които да покриват изцяло паричното обръщение. При влошаване на състоянието в платежния баланс БВП не покриват формирания дефицит, поради което много преди достигането на т. **A** местната валута се девалвира скокообразно и формата на взаимовлияние се променя.

Третото уравнение (7) изразява зависимост между дълговото натоварване **d**, от една страна, и дефицита на ПБ **p**, от друга. С нарастването на външния дълг се утежнява правопрпорционално и неговото обслужване. Всяко ново задължение изисква отделянето на валутни средства за погасяването му, което повишава изтичането на валута през граница. Формата на зависимостта допуска приемането на линейна връзка, т.е.

$$(7) \quad p = a_3 - b_3 d.$$

И тук $a_3 > 0$, $b_3 > 0$.

Заместваме уравнение (7) в уравнение (6) и получаваме:

$$(8) \quad y = A_0 - A_1 d + A_2 d^2.$$

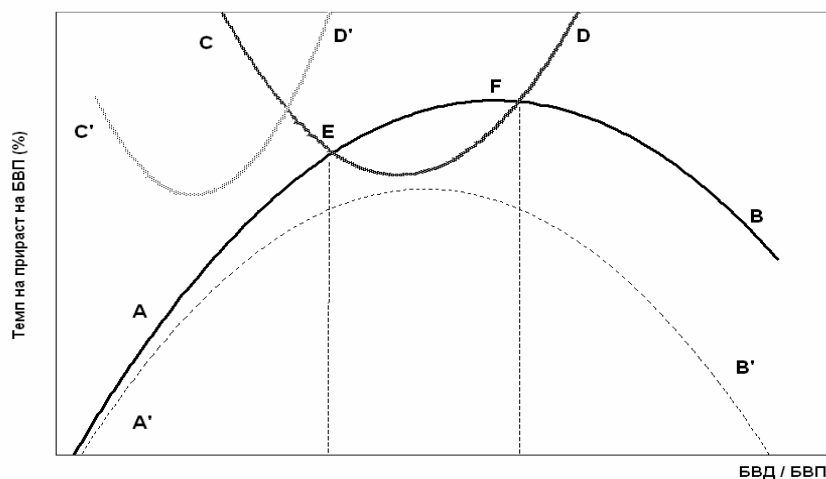
По горе A_0 , A_1 и A_2 са функции от коефициентите в уравнения (6) и (7).

Системата от три уравнения (5) - (7) от втора степен се трансформира в система от две уравнения от втора степен - (5) и (8). Уравнение (5) отразява дълговите ограничения върху икономическия растеж (крива **AEFB** на фиг. 4), а уравнение (8) – ограниченията, произтичащи от ПБ (крива **CEFD** на фиг. 4).

В общия случай двете криви притежават две пресечни точки (т. **E** и т. **F**), които представят и двете точки на дългово равновесие. Разположението на двете криви **AEFB** и **CEFD** обаче е съществено. То отразява същностни характеристики за конкретната икономика.

Фигура 4

Равновесни точки на дългово натоварване



В случая от фиг. 4 равновесната т. **E** се намира на левия клон на дълговата крива **AEFB**, а другата равновесна т. **F** – на десния ѝ клон. Точките от десния клон на дълговата крива **AEFB** могат да се оценят като неустойчиви – вероятността от приплъзване надолу по кривата и възникването на дългова криза е голяма. За тези точки състоянието на ПБ е като правило неблагоприятно – там се разчита на автоматичния механизъм на ПС за привличане на капитали и осигуряване на позитивен икономически растеж. За сметка на това в т. **F** възможностите за постигане на по-висок икономически растеж са по-големи.

Макроикономическото управление има възможност за избор - по-нисък растеж, но с поносимо дългово натоварване и нарастващи БВР, или по-висок растеж, но на границата на поносимост на дълговото натоварване и с по-голяма вероятност за възникване на дългова криза.

Изборът трябва да се съобрази със състоянието на ПБ. Твърде е вероятно в т. **F** напрежението в ПБ да е на границата на допустимото и поносимото, с възможни минимални БВР и висок риск.

Рационалният избор насочва предпочитанията към т. **E**.

Заслужава внимание оценката на възможностите за непресичане на двете криви, т.е. за отсъствие на равновесие. Последното означава разпадане на системата, в конкретния случай – невъзможност за поддържане на ПС и кризисно превключване към друг (по-либерален) валутен режим.

Възможностите за настъпване на такава валутна криза са основно три:

1. *Дълговата крива **AEFB** пада ниско, в положение **A'B'**, така че не пресича кривата **CEFD**.*

Технически, описаната ситуация е възможна тогава, когато коефициентът b_1 в първото уравнение намалява при относително стабилно съотношение b_1/c_1 . С намаляването на b_1 намалява еластичността на БВП от външния дълг, т.е. дълговата крива се снишава към абсцисата.

Прилепването на **AEFB** към абсцисната ос е възможно при ниска ефективност на използване на външния дълг. Заеманите средства не се използват рационално, инвестират се в неефективни от икономическа гледна точка дейности (например за чисто потребителски цели) или не се стопанисват отговорно, в резултат от което влиянието на привлечените финансови ресурси чрез емитирането на външен дълг върху икономическата активност е слабо. Икономическият растеж не може да достигне предвидените и необходими равнища, от една страна, а външният дълг трябва регулярно да се обслужва, от друга. Валутните ресурси се изчерпват последователно и неудържимо и правят невъзможно придържането към ПС.

Нещо подобно се случи с Аржентина. Неизплатените валутни резерви (НЗВР) на Аржентина достигат своя максимум от 26.3 млрд. USD в края на 1999 г. През 2000 г. те спадат на 25.1 млрд. USD, а през следващата година - на 14.5 млрд. USD. Публичният дълг (външен и вътрешен) нараства от 30% спрямо БВП в началото на 90-те години на XX в. до 150% в края на 2002 г. Същевременно икономиката изпада в криза – през 1999-2001 г. БВП спада съответно с 3.4, 0.8 и

4.4%, т.е. с 8.4% за три години. Възможностите на макроикономическото управление да се справи със ситуацията предизвикват съмнения, поради което чуждестранните кредитори и инвеститори изчакват и се въздържат от икономическа и финансова активност. Редуцираният приток на валутни ресурси и скоростно изчерпващите се национални БВР правят невъзможно по-нататъшното придържане към ПС и в началото на 2002 г. Аржентина превключва към свободно плаващ валутен режим. Независимо от това БВР продължават по-нататъшния си спад.

Друга възможност за разпад на системата е свързана с положението на кривата **CEFD**, която корелира със степента на ограниченията на ПБ. Тя може да се измести (настрани или нагоре) и да не пресича дълговата крива **AEFB**.

2. Възстановяването на икономиката след криза в ПБ се извършва прекалено бавно.

При този вариант кривата от фиг. 3, съответстваща на влиянието на дефицита в ПБ върху икономическия растеж, се измества наляво. Екстремалната т. **A**, в която кризата в ПБ достига дъното си, се придвижва наляво и кривата около нея се разстила. Резултатът е изместване на кривата **CEFD** от фиг. 4 в положение **C'D'**, която вече не пресича дълговата крива **AEFB**, т.е. не съществува равновесие.

Технически описаната ситуация е възможна при увеличение на коефициента b_2 във второто уравнение (изместване наляво) и намаление на коефициента c_2 (прилепване към абсцисата).

Подобно изменение на коефициентите във второто уравнение съответства на спад на доверието към макроикономическото управление (например нисък кредитен рейтинг). Повишаването на вътрешните лихвени проценти при криза в ПБ (висок негативен дефицит), както и по-високата рискова премия за емитиран нов външен дълг не са в състояние да компенсират вътрешния риск (*country risk*). Чуждестранните кредитори и инвеститори проявяват нарастващо съмнение в способността на макроикономическото управление да обуздае кризисните процеси и не са склонни на бърза позитивна реакция тогава, когато икономическото положение в страната се влошава. Възстановяването на инвестиционната атрактивност се извършва бавно, тромаво и прекалено умерено.

В определен момент страната не е в състояние да се справи с кризата в ПБ и е принудена да се откаже от системата на ПС.

3. Негативното въздействие на външния дълг върху ПБ е прекалено силно.

Това състояние на икономиката се изразява с повишаване на коефициента b_3 в третото уравнение. Ефектът е сходен – кривата **CEFD** от фиг. 4 се измества така (**C'D'**), че престава да притежава общи точки с **AEFB**. Този случай е възможен тогава, когато условията, при които се емитира външен дълг, са прекалено неблагоприятни за страната. Лихвените плащания са непоносимо високи за текущото икономическо състояние, а погасяването на главницата не е

подходящо разсрочено във времето. Иначе казано, еластичността на плащанията по външния дълг от неговата величина е прекалено голяма. В резултат се възбужда нарастващо напрежение в структурите на ПБ, което в крайна сметка води до разпад на действащата система на валутен режим.

Подобна ситуация може да възникне поради неумело реструктуриране на външния дълг, при което реалните възможности на страната да посрещне конкретно дългово натоварване не са достатъчно пълно и отговорно отчетени. Причина може да бъде също и непремереното емитиране на външен дълг при пазарни условия тогава, когато: световната конюнктура не е благоприятна (високи лихвени проценти на международните финансови пазари), или/и доверието в страната не е особено голямо, т.е. емитирането на външен дълг е възможно при прекалено и непоносимо висока пазарна рисковата премия.

Анализираните три уравнения (5), (6) и (7) описват свойството на статичната (статичните) равновесна точка (точки). По-нататъшното усъвършенстване на системата от зависимости включва отчитането на динамичния характер на процеса. Той се отразява чрез отчитане на влиянието на структурите на ДБ, но само дотолкова, доколкото се отнася до обслужването на държавния външен дълг (ДВД).

Нека в допълнение към означенията в (1) и (2) с **D** означим величината на ДВД, с **I** – платените лихви по ДВД, с **Q** – вътрешния дефицит на ДБ (със знак плюс – излишък, със знак минус – недостиг). Прирастът на ДВД **D** се представя като

$$(9) \quad \Delta D = I + Q.$$

Въвеждаме още представянията

$$I_t = iD_{t-1}, \quad Y_t = (1+y_t)Y_{t-1},$$

където *i* е средният годишен лихвен процент по ДВД.

Нека означим

$$q = Q/Y.$$

Тогава равенството за прираста на ДВД (9) може да се запише във вида:

$$\Delta d = (i - y)d_{t-1}/(1+y_t) - q.$$

След преминаване към граничния случай (производни) получаваме:⁷

$$\dot{d} = (i - y)d - q.$$

Ако $\dot{d} > 0$, то дълговото натоварване (по отношение на ДВД) се увеличава с времето, и обратно. При $\dot{d} = 0$ системата е динамично устойчива.

Ако заместим уравнение (5) в горното уравнение, получаваме:

$$(10) \quad \dot{d} = -q + id - b_1 d^2 + c_1 d^3.$$

⁷ Ize, A. Measurement of Fiscal Performance in IMF-Supported Programs (Some Methodological Issues). - In: Blejer, M., A. Cheasty (eds.). How to Measure the Fiscal Deficit (Analytical and Methodological Issues). IMF, 1993.

Равенство (10) представя зависимост между величината на дълговото натоварване и скоростта на неговата промяна. Заслужава да се отбележи формата на зависимост на \dot{d} от d . Кривата започва от отрицателната ординатна полуос (отрицателната полуравнина спрямо ординатната ос) и завършва в положителната (поради $c_1 > 0$) и следователно има поне една точка, в която първата производна на дълговото натоварване се анулира. Точката на пресичане на абсцисната ос съответства на състояние на устойчиво динамично равновесие. В нея дълговото натоварване остава неизменно и икономическите процеси са изцяло уравновесени.

В точката на динамично равновесие имаме:

$$\begin{aligned} \dot{d} &= (i - y)d - q = 0 \\ (11) \quad q &= d(i - y). \end{aligned}$$

С равенство (11) се определя величината на вътрешния дефицит на ДБ, който съответства на състоянието на динамично равновесие по отношение на поддържането на ДВД.

Проблеми на статистическото оценяване

Конструираният принципен модел на дългово равновесие може да бъде използван за практическа оценка на състоянието и степента на дълговото натоварване. При конкретното му прилагане в българския случай (а дори и в общ план) статистическата специфика поставя проблеми, които затрудняват адекватното количествено оценяване:

1. *Обвързване на различни по статистически характер икономически показатели.*

Става въпрос за смесването на точкови и периодни показатели (stock and flow – фондове и потоци). БВП и БВД например са икономически показатели с разнороден характер – първият отразява резултатите от икономическата активност в рамките на годината, докато вторият представя натрупания във времето БВД. БВП е поток и се отчита в рамките на цялата година, докато БВД е фонд и се отчита към даден момент (края на годината). При това е възможно последният да се променя с неравномерна динамика – нещо, което не се отчита в рамките на една опростена моделна конструкция.

2. *Подходящото компилиране на изходната информация.*

Трудностите идват от това, че при съпоставката на външното дългово бреме, от една страна, с вътрешните икономически условия, от друга, трябва да се съвместят показатели с различни валутни измерители – БВД се измерва в световно признавана конвертируема валута, докато агрегираните вътрешни икономически показатели се представят в местната валута (BGN). Преходът от левови измерения към световно признавана валута (USD, EUR) се извършва посредством обменния курс и носи отпечатъка на всички особености на действащия валутен режим.

3. Колебания в моделните параметри, породени не от същностни, фундаментални причини и развитие, а от повърхностни изкривявания.

Подобни са например промените, които се причиняват от измененията в обменните курсове между световните валути и по-специално – между USD и EUR. В ситуацията на България отпреди 1997 г. динамиката на валутния курс на BGN отразява влиянието на вътрешни структурни промени, но след 1997 г. вътрешната икономическа политика е индиферентна спрямо колебанията във валутния курс на BGN спрямо EUR. Чувствителната обезценка на USD спрямо EUR, респ. BGN през 2002 г. и по-нататък променя номиналните съотношения, без да засяга вътрешните икономически структури и ефективност. Това е причината, поради която е препоръчително проследяването на реалните промени, т.е. при постоянни (неизменни) ценови структури. Последното поставя допълнителни изисквания към статистическата отчетност, които твърде често са практически неизпълними. При интерпретацията на крайните резултати трябва да се отчита (повече неявно, отколкото явно) посочената особеност.

4. Смущаваща специфика при използването на статистическите временни редове.

Финансовата статистика в България е в процес на последователно усъвършенстване с оглед гравитиране към общоприетите световни (европейски) статистически стандарти, което изисква време и немалко усилия и разходи.⁸ Голяма част от статистиката за възлови макроикономически показатели у нас до втората половина на 90-те години на XX в. не е сравнима със статистиката след това. Тази особеност намалява дължината на използваните временни редове и понижава качеството на статистическите оценки.

5. Периодичност на използваната информация.

За удължаване на разполагаемите статистически редове могат да се използват например тримесечни данни, но в такъв случай се увеличава опасността от неотчитане на лагови въздействия, доколкото отделните влияния не се проявяват мигновено. Проблемът с лаговите въздействия съществува и при годишните данни, при които също се наблюдава забавяне на ефектите във времето. Все пак предпочитанията са ориентирани към използването на годишни данни при съобразяване с дължината на временните редове.

Изказаните съображения представят възможните затруднения, които могат да възникнат при конкретните пресмятания и които до голяма степен са характерни и типични за моделните оценки. Те предполагат по-внимателното и по-премерно третиране на числовите резултати. Нерядко статистическата специфика изкривява количествените оценки до степен, която е неприемлива от гледна точка на икономическата теория. В такива случаи е необходимо критично подбиране на дължината на оценявания интервал, както и разположението му върху времевата ос. Съществуват не малко условности, които трябва да се

⁸ "Няма такова нещо като безплатна статистика" (Coase, R. Essays on Economics and Economists. The University of Chicago Press, 1994, p. 58).

отчитат, но познавателната стойност на подобен тип оценки не подлежи на съмнение. Тяхната функция може да се определи като опит за формиране на управленски ориентири, подсказване на възможни перспективни последствия, насочване към определен тип управленски въздействия. На по-следващ етап възникналите идеи трябва да се потвърждават и попълват с допълнителни количествени и съдържателни съображения от по-общ характер.

Равновесни точки на дългово натоварване в България

Изложеният принципен модел на дългово равновесие позволява оценяване на коефициентите за България след въвеждането на ПС. Периодът не е голям, разполагаемата информация е с недостатъчно високо качество, така че оценката има повече информативен и насочващ характер.

На табл. 1 е представена изходната информация за оценка на коефициентите в трите уравнения. Корелациите са оценени самостоятелно по отделни уравнения, чрез метода на най-малките квадрати. Оценката на матрицата от коефициенти на уравненията от е следната:⁹

$$\begin{vmatrix} a_1 & b_1 & c_1 \\ a_2 & b_2 & c_2 \\ a_3 & b_3 & c_3 \end{vmatrix} = \begin{vmatrix} 0 & 16.22 & 13.43 \\ 5.73 & 0.82 & 0.11 \\ 12.92 & 11.22 & 0 \end{vmatrix}$$

Независимо от късия временен ред оценките на коефициентите са смислени от икономическа гледна точка и оправдават очакванията. Основно обяснение за приемливите от гледна точка на икономическата логика статистически оценки е еднородният и последователен характер на икономическото развитие през оценявания период.

Таблица 1

Изходна информация за оценка на параметрите на модела

Показатели	Мярка	1998 г.	1999 г.	2000 г.	2001 г.	2002 г.	2003 г.	2004 г.
БВП	Млн. BGN	22 421	23 790	26 53	29 709	32 335	34 410	38 008
Валутен курс (средногодишен)	BGN/USD	1.76	1.84	2.12	2.18	2.08	1.73	1.58
БВП	Млн. USD	12 736	12 945	12 596	13 597	15 651	19 858	24 131
БВД	Млн. USD	10 892	10 914	11 202	10 616	11 245	13 475	16 454
Платежен баланс (прираст на БВР)	Млн. USD	461	527	409	275	586	930	1829
Темп на прираст на БВП (y)	%	4.0	2.3	5.4	4.1	4.9	4.5	5.6
БВД / БВП (d)	Индекс	0.855	0.843	0.889	0.781	0.718	0.679	0.682
(Прираст на БВР) / БВП (p)	%	3.619	4.073	3.249	2.024	3.746	4.682	7.580

⁹ Поради късия временен ред не се привеждат статистически показатели на оценките.

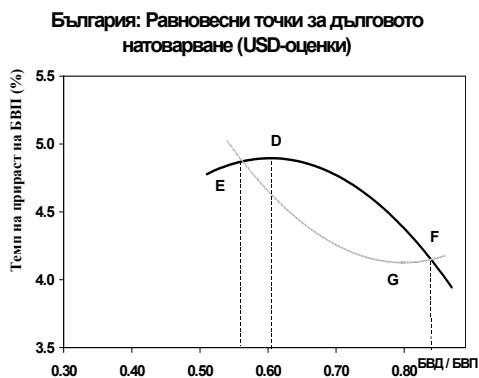
На фиг. 5 е представено графичното решение на модела. Съществуват две равновесни точки на дългово натоварване, които не са равностойни от гледна точка на допълнителни икономически съдържателни предпоставки. Координатите на двете равновесни точки **E** (y_1, d_1, p_1) и **F** (y_2, d_2, p_2) в решението на модела са съответно:

т. **E**: $y_1 = 4.9\%$; $d_1 = 0.56$; $p_1 = 6.6\%$;

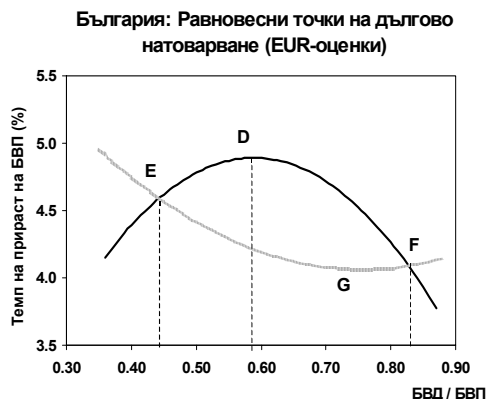
т. **F**: $y_2 = 4.1\%$; $d_2 = 0.84$; $p_2 = 3.4\%$.

Т. **E** е близо до екстремалната т. **D**, но от лявата ѝ страна. В тази точка икономиката използва възможно максимално дълговите си ресурси, но може да се подхлъсне по низходящата част на кривата. Поддържа се позитивен средногодишен икономически растеж близо до 5% при съотношение между БВД и БВП от 56% и се генерира ежегоден излишък в ПБ (във вид на прираст на БВР) в размер на 6.6% от БВП. Този излишък отива за попълване на БВР. Например до 60% от дълговото натоварване е за сметка на ДВД.

Фигура 5



Фигура 6



Средните лихвени проценти, в съответствие с които се обслужва БВД за разглеждания седемгодишен период, са около 4%. Съгласно уравнение (11) величината на вътрешния дефицит на ДБ, която съответства на т. **E**, се оценява на около 0.2%, т.е. равновесното състояние предполага балансиран бюджет.

Равновесието в т. **E** отразява реалния текущ потенциал на българската икономика в началото на XXI век.

Т. **F** представя повече хипотетични, отколкото реални възможности. При тази равновесна точка икономиката поддържа по-високо дългово натоварване (84% от БВП), което се заплаща с по-нисък икономически растеж (от 4.1%) и по-малък прираст на БВР (3.4% от БВП). В тази равновесна точка икономиката консумира по-висок външен дълг, който не съумява да се използва ефективно и неговото обслужване задържа икономическото развитие. Състоянието в т. **F** представя нежелано дългово свръхнатоварване, което не може да се

трансформира в икономически просперитет. В този смисъл то може да се определи като неустойчиво.

От началото на 2004 г. статистиката на БНБ премина към оценка на макроикономическите показатели, свързани с външноплатежни отношения, от USD към EUR. Преходът е продиктуван от необходимостта от по-пълна и плавна интеграция към европейските финансови структури. За сравнимост оценките на показателите от въвеждането на ПС у нас беше валутно преформатирана. При промяната на валутния съизмерител настъпиха и някои изменения в относителни показатели, които не са за пренебрегване.

На табл. 2 са представени различията за основни макроикономически показатели в USD и EUR-измерения, използвани при изчисляване на моделните параметри. Дълговото натоварване при USD-измерения показва тенденция към превишение (по-голяма дългова тежест) в сравнение с EUR-измерения. По отношение на състоянието в ПБ различията не са особено съществени.

Таблица 2

Различия между USD-измерения и EUR-измерения

	1999 г.	2000 г.	2001 г.	2002 г.	2003 г.	2004 г.
Дългово натоварване (БВД/БВП, %), USD-измерения	84.3	88.9	78.1	71.8	68.0	68.2
EUR-измерения	89.2	86.9	78.6	65.1	60.2	63.0
Прираст на БВП (ПБ) (спрямо БВП, %), USD-измерения	4.1	3.3	2.0	3.8	4.7	7.6
EUR-измерения	4.3	3.6	2.1	3.5	4.6	7.7

В основата на наблюдаваните различия стоят статистически особености. При отчитане на валутната структура на БВД и на ПБ съотношенията се изменят. Въздействие оказва и процесът на последователно подобряване на статистическата отчетност. Различията се отразяват на моделните параметри, респ. на анализа на динамиката на дълговото натоварване у нас.

На фиг. 6 е показано моделното решение. То е по-различно в параметрично отношение от това, представено на фиг. 5 (USD-измерения), но не и по принцип. Кривите са изместени вляво, което променя чувствително съотношенията.

Различията между фиг. 5 и фиг. 6 открояват важността на изходната статистическа информация. Тя повишава и ролята на икономиста-анализатор при конкретната съдържателна оценка на ситуацията.¹⁰ Като правило трендовите съотношения, както и ранжиранията са по-устойчиви и достоверни в сравнение с конкретните количествени измерители.

¹⁰ В своята Мемориална нобелова лекция Coase отбелязва, че "... вдъхновението [на икономиста-аналитик] идва най-вероятно от стимулите, осигурявани от моделите, загадките и аномалиите, разкривани при систематичното компилиране на данни" (Coase, R. Цит. съч., с. 13).

Към 2005 г. икономиката е в околността на екстремалната т. **D**, като приоритетът за осигуряване на икономическа експанзия надделява над гравитацията към равновесната точка. Относителното дългово натоварване е около 60% от БВП, икономиката поддържа средногодишен икономически растеж от 5%, ежегодният прираст на БВР е около 4% от БВП. Разположението на кривите във фигурите показва, че реалната ситуация е неравновесна. По отношение на външните си финансови взаимоотношения българската икономиката е все още в процес на *“търсене на себе си”*, т.е. на определяне на устойчиво състояние. Очевидно степента на дългово натоварване у нас при съществуващите факторни съотношения в началото на XXI в. е на границата на неблагоприятното (респ. позитивно) влияние. Оттам нататък е необходимо да се привлекат съпътстващи икономически показатели и допълнителни съображения за изработване на окончателна макроикономическа политика.

Придвижването наляво от т. **D** до лявата равновесна точка изисква допълнителни усилия, чиято целесъобразност остава спорна. Разположението на кривите на фиг. 5 и 6 демонстрира трудността и проблематичността на понататъшното последователно и устойчиво намаляване на брутното дългово натоварване при наблюдаваните реалности и параметри (икономическо статукво). Текущото състояние на българската икономика не допуска приемливи възможности за това. Подобни действия предполагат силово нарушаване на динамиката за сметка на икономическия растеж. Показателно е например понататъшното абсолютно нарастване на БВД през 2005 г., макар и при поддържане равнището на относително дългово натоварване. Икономиката и икономическите агенти не предпочитат намаляване на интензивността на външните си финансови взаимодействия, докато имат възможност да ги трансформират в по-високи темпове на икономически растеж.

Самоцелният стремеж към намаляване на дълговото натоварване се свързва с ограничаване на възможностите за стимулиране на икономическия растеж. Вариантът за устойчиво намаляване на относителното дългово натоварване под 60% (и още повече – под 50%) предполага последователен прираст на ефективността на икономиката и позитивна промяна на модела на икономически растеж. В противен случай усилията ще останат безплодни, неоправдани, а дори и негативни.

Представените оценки отразяват състоянието на икономиката *ex post*, т.е. как се оценява икономическото и финансово развитие след вече извървян път. В моделната конструкция се пропускат редица допълнително действащи съпътстващи фактори, чието количествено оценяване е невъзможно. Например опасението от допускането на т.нар. *двоен дефицит* и вероятността от засилване на напрежението в ПБ като следствие от задълбочаващ се търговски дефицит.¹¹ При отбелязаните реалности съотношенията се оценяват по определен в моделната конструкция начин, но когато е необходимо

¹¹ Минасян, Г. Външен дълг: Теория, практика, управление. С., СИЕЛА, 2004.

перспективно им проектиране паралелно с чисто количествените оценки трябва да се вградят и ефектите от възможните обществени очаквания, вкл. и от качествено естество. В такъв случай предпочитанията ще се преместят към по-консервативното третиране на взаимодействията, т.е. към предвиждането на почувствителна гаранция за бъдеща финансова стабилност.

Сравнителен междустранови анализ

Естественният въпрос, който неизменно възниква при оценката на икономическото състояние на страната и който е елемент от съвкупния анализ на икономическата динамика, е съпоставката с позициите на други сходни икономики. Подобна съпоставка е толкова по-необходима и стойностна, когато се опира и до тестване на нови моделни конструкции.

В конкретния случай сравнителната оценка се свързва със съпоставка с дълговото натоварване и с равновесните дългови точки на държави, с които България може да се съизмерва. Нормално е този кръг от страни да бъде разположен в Централна и Източна Европа и най-вече – в Югоизточна Европа.

Приложението на модела предполага съхраняването на валутния режим и поддържането на относително устойчив валутен курс поне в средносрочен план. В противен случай са възможни отклонения от икономически приемливо и обяснимо разположение на кривите и отместване на равновесните точки, т.е. необходимо е по-внимателно интерпретиране на получените оценки.

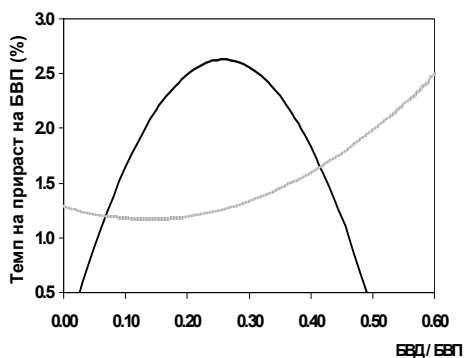
На фиг. 7, 8 и 9 са представени резултати от моделните пресмятания за три страни – Македония, Турция и Полша. Те са подбрани с оглед на посочения критерий. Първите две страни са наши съседки и притежават до голяма степен сходна специфика на икономическо развитие. Третата (Полша) аналогично на България реструктурира свой външен дълг през 1994 г. по брейди-схема. Данните за Македония обхващат периода 1996-2004 г., за Турция – 1992-2000 г., за Полша – 1995-2001 г. Изходната информация за посочените страни е предимно от Интернет, но разполагаемата дължина на статистическите редове е по-голяма от използваната. Причината е най-вече в промяната на характера на икономическите взаимодействия за по-продължителен период, която води до неприемливи от гледна точка на строгата икономическа логика стойности на оценяваните показатели.

Оценката на равновесните точки отново откроява трудностите, свързани със съизмеримостта на включените в моделната конструкция показатели, особено когато става въпрос за относително неустойчиви икономики в процес на активни структурни реформи. И в трите разглеждани страни например се наблюдават чувствителни колебания в темповете на прираст на БВП (от високи положителни до немалки отрицателни стойности), както и на БВР (също в двете посоки). Значими промени се фиксират и в структурите на платежните им баланси.

Граници на външнодълговото натоварване

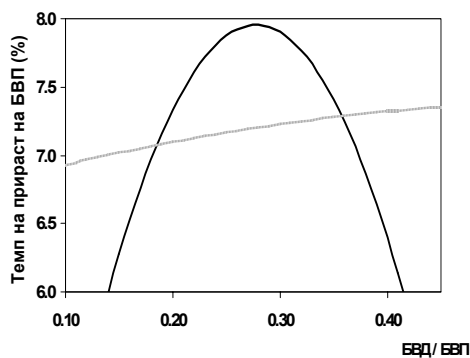
Фигура 7

Македония: Равновесни точки на дългово натоварване



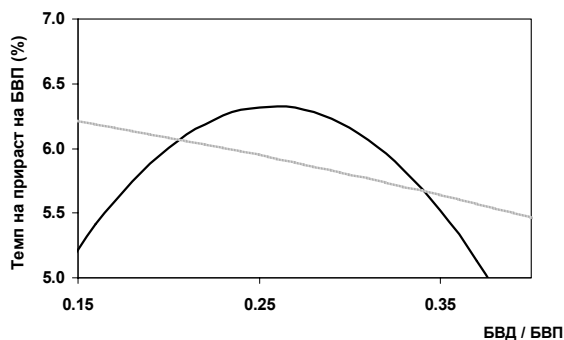
Фигура 8

Турция: Равновесни точки на дългово натоварване



Фигура 9

Полша: Равновесни точки на дългово натоварване



При две от страните (Турция и Полша) се наблюдава изпрявяне на кривата, свързана с ПБ почти до права линия. Подобна динамика би могла да облекчи ориентировъчната оценка на положението на равновесните точки, но също е и показател за възможно приплъзване на икономиката към неустойчиво състояние (дотолкова, доколкото кривата може да промени характера си – от изпъкнала към вдлъбната). Това подсказва и за възможни неточности при прехода от вътрешна към международна валутна оценка, т.е. за проблеми при управлението на валутния курс. Недостатъчно адекватната статистика също може да допринесе за възможните оценъчни изкривявания.

Македония започва своето независимо съществуване в началото на 90-те години на XX в. "на чисто" по отношение на БВД. В кратко време обаче съумява да натрупа немалко външни задължения, така че към началото на новото столетие относителното ѝ дългово натоварване достига до 44% от БВП. От фиг. 7 се вижда, че

използването на емитирания външен дълг не е достатъчно рационално – страната гравитира към дясната равновесна точка, която предполага поддържането на икономически растеж при по-високо дългово натоварване.

В Турция се наблюдава сходна ситуация. Особено през последните години на XX век във връзка с възникналите финансови и икономически трудности се емитират интензивно нови външни задължения и относителното дългово натоварване достига и превишава 50%. Същевременно средногодишните темпове на икономически растеж за разглеждания период са в рамките на 4% независимо от големите годишни колебания (например 8.3% през 1997 г., но –5.5% през 1994 г. и –6.1% през 1999 г.). Разположението на кривите на фиг. 8 показва, че турската икономика се намира дори по-надясно от дясната (неблагоприятна) равновесна точка. Очевидно в бъдеще Турция ще трябва да избира от две възможности: да намали дълговото си натоварване при съхранение на позитивни темпове на икономически растеж или да успее да интензифицира и да модернизира икономиката си при ограничаване на новите дългови емисии.

Полша също се оказва в околността на дясната си равновесна точка. За разлика от България тя навлезе във втората половина на XX век (след реструктурирането на външния си дълг от тип брейди) със значително по-ниско дългово натоварване – в рамките на 35-40% от БВП. Освен това Полша съумя да поддържа относително високи темпове на икономически растеж (средногодишно от около 4.8% за разглеждания период) благодарение на вътрешно реструктуриране и привличане на чуждестранни инвестиции, а не на нови емисии на външен дълг. Определена роля за такава конфигурация оказва и наследената структура на външния дълг – както матуриретна, така и по кредитори.

В съответствие с очертаните взаимодействия и статукво в трите страни по-нататъшното намаляване на дълговото натоварване при тях би трябвало да се отрази благоприятно на икономическата динамика. Както беше установено, ситуацията е съществено различна в България, но и наследеното относително дългово натоварване у нас е много по-високо.

Възможности на макроикономическото управление

Макроикономическото управление притежава възможности за оказване на управленски въздействия в посока към благоприятно изместване на кривите на фиг. 5. Възможностите са основно четири:

1. Повишаване на ефективността на използване на емитирания БВД.

Успешните усилия в тази посока означават изтегляне на дълговата крива нагоре, респ. повишаване на равновесния темп на растеж на БВП и намаляване на равновесното дългово натоварване. Аналитичните изследвания показват, че голямата част от ефекта на външните заеми се проявява не посредством техния обем, а чрез качествените показатели на тяхното използване.¹²

¹² Pattillo, C., H. Poirson, L. Ricci. Цит. съч., с. 4; Cline, W. International Debt Reexamined. IIE, Washington D.C., 1995.

Формално погледнато, изискванията за по-ефективно използване на емитирания външен дълг рефлектират върху повишаване на коефициента b_1 в първото уравнение на принципния модел. Например нарастването на b_1 с една десета води до увеличение на равновесните темпове на икономически растеж с 0.8 процентни пункта, намаляване на равновесното дългово натоварване (спрямо БВП) с 5-6 процентни пункта и повишаване на прираста на БВП.

Позитивните очаквания в това направление се свързват с промяната на структурата на собственост на емитираните нови външни задължения. Втората половина на 80-те години на ХХ в. у нас демонстрира по категоричен начин спадането на маргиналната ефективност на интензивно емитирания от правителството външен дълг. Насищането на икономиката с нови потоци външни задължения намали прогресивно тяхното въздействие върху икономическия растеж. За пореден път държавата доказва ниския си коефициент на икономическа ефективност. В началото на ХХI в. наблюдаваме активиране на частния сектор при емитирането на външни задължения, което би трябвало да стимулира значително по-чувствително икономическата активност.

2. Създаване на възможности за по-ефективно използване на повишаващите се БВП.

Възможностите се свързват не със стопанисването на БВП, а с извличането на максимална изгода от повишеното вътрешно парично обръщение в съответствие с принципите на ПС. Най-общо макроикономическото управление трябва да създаде условия за прираст на инвестиционната активност в страната.

По-високото парично обръщение може да стимулира както потреблението, така и инвестициите. В първия случай влиянието на повишаващите се БВП ще бъде предимно върху потреблението и ценовото равнище (инфлация), докато във втория ще се въздейства (позитивно) върху инвестиционната и икономическата активност. Правителството може да постигне такъв ефект чрез подобряване на инвестиционния климат в страната – устойчивост и предвидимост на средата, твърди институционални правила на поведение и управление.

Действията в това направление рефлектират в изместване на дълговата крива от фиг. 5 нагоре, както и в отместването на кривата **EGF** наляво и нагоре, респ. в подобряване на характеристиките на равновесната точка.

3. Повишаване на ефективността на икономиката и взаимодействията ѝ с външния свят.

По-добре работещата икономика предполага устойчив ПБ с нисък потенциален дефицит. Зависимостта на темповете на икономически растеж от дефицита в него намалява, т.е. икономиката притежава вътрешни ресурси (както и вражда механизми) за компенсиране на временни конюнктурни изменения в ПБ. Формално тази особеност се отразява с разстилане на кривата **EGF**, така че икономическото развитие намалява своята чувствителност към дефицита в ПБ. Икономиката генерира възможности за поддържане на желаните темпове при по-ниско дългово натоварване.

Подобряването на дефицита по текущата сметка на ПБ по линия на основните му съставки (търговски баланс, невидима търговия, инвестиционен доход), както и позитивните стойности по неговата финансова сметка, изместват кривата **EGF** наляво, което позволява поддържане на достигнатите темпове на икономически растеж при по-ниско дългово натоварване. Генерирането на прекалено висок общ излишък по ПБ обаче прехвърля границата на желаното – твърде много усилия се отделят за повишаване на БВР, което от своя страна отнема ресурси за стимулиране на икономическия растеж.

4. Подобряване на условията, при които се договаря и обслужва БВД.

Този тип управленски въздействия са насочени към потискане на влиянието на БВД върху дефицита на ПБ. По-неблагоприятните условия означават по-големи лихвени плащания, неподходящо разсрочено погасяване на главници, ниска дюрация, високи сегашни стойности. В резултат структурите в ПБ се оказват прекалено зависими от обслужването на БВД и неговата динамика.

Намаляването на влиянието на БВД върху външноплатежните структури действа благоприятно върху движението на равновесната точка – кривата **EGF** от фиг. 5 се придвижва наляво и нагоре спрямо дълговата крива, т.е. подобряват се характеристиките на равновесната точка.

*

Приведеният и използван методически апарат демонстрира възможностите на относително опростени моделни конструкции за изучаване и анализиране на конкретни макроикономически процеси. Логиката на анализа акцентира на съдържателните предпоставки и симулации, базирани на обобщени теоретични резултати. Предназначението на подобни аналитични схеми е генерирането на идеи, които по-нататък трябва да се осмислят и допълнят със съпътстващи качествени основания. В крайна сметка обаче приемането на конкретни управленски решения предполага неизбежно поемането на съответната отговорност.

Икономическият анализ изисква конкретност. Теоретичните построения са изходна точка и съобразяването с тях е задължително. Същевременно богатата палитра на реалностите трудно се вмества в каквато и да е предварителна схема. Конкретиката обогатява теорията и предпоставя нови възможности за управление на процесите.

Външните дългови взаимодействия безусловно са обвързани пряко с характера и протичането на вътрешноикономическите процеси. Емитираните външни финансови задължения стимулират интензификацията на вътрешната икономическа активност, но нерядко се превръщат в тежко бреме и трудно преодолимо препятствие пред икономическия растеж. Ключът към успеха (както почти винаги) е в рационалното използване на разполагаемите ресурси, в избистрянето на перспективния поглед и адекватното своевременно оценяване на последствията от едни или други управленски решения.

Икономическата практика не търпи едностранни и вечни предписания. Естествената реакция при почувствана вече задържаща сила на външнодълговото бреме е последователното му намаляване, твърде често с цената на всичко. Същевременно крайната цел на макроикономическото управление е постигането на траен икономически просперитет, а не премахването на външните дългови задължения. Нещо повече, прибързаното налагане на междинни съпътстващи цели (например изпреварващо и твърдо намаляване на външните финансови задължения) като основни може да доведе до отстъпление и изоставане от преследваното ключово развитие, което в крайна сметка е гаранция за решаването на възловите икономически проблеми.

Направените оценки показват, че при съществуващите икономически реалности у нас към началото на XXI столетие самоцелното намаляване на относителните външни дългови задължения не е най-доброто макроикономическо решение. Следването на подобна политика може да задържи икономическия растеж, което от своя страна ще въздейства негативно и върху подобряването на международната финансова позиция на страната. На преден план излизат изисквания, свързани с цялостното придвижване на икономиката в посока към по-висока ефективност и интегритет и това движение е предпоставка и за намаляване на относителното дългово натоварване.

Приведените оценки отразяват конкретното състояние на българската икономика на границата на двете столетия. Многобройни изследвания в специализираната литература правят опити за обобщения, които притежават познавателна стойност, но би трябвало да се тълкуват предпазливо.

Количествените пресмятания отразяват чисто икономическите взаимодействия, без да отчитат неикономически предпоставки и условия. Такива са например изграденият имидж на длъжника (България) сред световната финансова общност, който определено оказва влияние върху развитието на вътрешните за страната икономически процеси, респ. върху стимулирането на икономическия растеж.

Късият статистически ред е повод за оправдани притеснения. Добавянето на нова информация (за допълнителна година) дори при този свит времеви формат подобрява резултатите, в смисъл, че намалява равновесния праг на дългово натоварване. Развитието на икономиката у нас през последните 6-7 години последователно създава предпоставки за преминаване към по-слабо дългово бреме. Очевидно разумните очаквания ще проектират разгръщане на тази тенденция в бъдеще, която би трябвало да облекчи чувствително дълговия проблем у нас.

20.IX.2005 г.