

ISSN 0013-2993

ГОДИНА / YEAR

LVIII

КНИЖКА / BOOK

6 • 2013

Икономическа мисъл Economic Thought

БЪЛГАРСКА АКАДЕМИЯ НА НАУКИТЕ
ИНСТИТУТ ЗА ИКОНОМИЧЕСКИ ИЗСЛЕДВАНИЯ

BULGARIAN ACADEMY OF SCIENCES
ECONOMIC RESEARCH INSTITUTE

СЪДЪРЖАНИЕ

CONTENTS

Виктор Йоцов	Икономическият растеж през призмата на външния сектор...	3
Victor Yotzov	Economic growth through the prism of the external sector.....	20
Емил Калчев	Проблеми и перспективи на фискалния сектор в България...	35
Emil Kalchev	Problems and perspectives of fiscal sector in Bulgaria.....	52
Лена Русенова	Към създаване на истински режим за преобразуване на банки в Европейския съюз.....	68
Lena Roussenova	Towards establishing a genuine resolution regime for banks in the European Union.....	87
	КОМЕНТАРИИ / COMMENTS	
Камен Каменов	Тълпата – коректив или източник на управленска политика...	102
Kamen Kamenov	The crowd – corrective tool or source of management policy	

	Нобелова награда за постижения в областта на икономическите науки за 2013 г.....	117
	The 2013 Nobel Prize in Economics	
	ОТЗИВИ / REFERENCES	
Тодор Кръстевич	Новите правила за конкуриране.....	172
Todor Krastevich	New competition rules	

Гарабед Минасян, Димитрина Стоянчева	В памет на Лорънс Робърт Клайн (1920 – 2013).....	175
Garabed Minassian, Dimitrina Stoyancheva	In memory of Lawrence Robert Klein	
	Годишно съдържание на сп. "Икономическа мисъл".....	178
	Annual contents of "Economic Thought"	
	IN MEMORIAM	
	Пенка Попова (1936 – 2013).....	182
	Penka Popova	

EDITORIAL BOARD

Prof. LIUDMIL PETKOV, Dr. Ec. Scs. – Editor-in-chief (Economic Research Institute at BAS), **Prof. STATTY STATTEV, Dr. Ec. Scs.** – Deputy Editor-in-chief (University of National and World Economy), **Prof. VALENTIN GOEV, PhD** (University of National and World Economy), **Prof. VESSELIN MINTCHEV, PhD** (Economic Research Institute at BAS), **Prof. GARABED MINASSIAN, Dr. Ec. Scs.** (Economic Research Institute at BAS), **Assoc. Prof. DARINA RUSCHEVA, PhD** (Economic Research Institute at BAS), **Prof. ZOYA MLADENOVA, PhD** (University of Economics - Varna), **Prof. ILIA BALABANOV, Dr. Ec. Scs.** (Economic Research Institute at BAS), **Prof. YORDAN HRISTOSKOV, PhD** (Economic Research Institute at BAS), **Prof. JOSIF ILIEV, Dr. Ec. Scs.** (University of National and World Economy), **Prof. KAMEN KAMENOV, Dr. Ec. Scs.** (Academy of Economics “D. A. Tzenov” - Svishtov), **Prof. ROSSITSA RANGELOVA, Dr. Ec. Scs.** (Economic Research Institute at BAS), **Prof. RUMEN BRUSARSKI, PhD** (University of National and World Economy), **Assoc. Prof. TSVETAN KOTSEV, PhD** (European College of Economics and Management - Plovdiv)

EDITORIAL COUNCIL

Prof. ANTONIO SÁNCHEZ ANDRÉS, PhD (Universidad de Valencia), **Prof. BORISLAV BORISOV, PhD** (University of National and World Economy), **Prof. JACQUES VILROKX, PhD** (Free University of Brussels), **Prof. YORGOS RIZOPOULOS, PhD** (Université Paris 7 Diderot), **Prof. Dr. LUCIAN-LIVIU ALBU** (Institute for Economic Forecasting- Bucharest), **Prof. LIUBEN KIREV, PhD** (Academy of Economics “D. A. Tzenov” - Svishtov), **Prof. MARIANA MIHAILOVA, PhD** (European College of Economics and Management - Plovdiv), **Prof. PLAMEN ILIEV, PhD** (University of Economics – Varna), **Assoc. Prof. TODOR POPOV** (Sofia University “St. Kl. Ohridski”), **Prof. CHAVDAR NIKOLOV, PhD** (South-West University “Neofit Rilski”), **Prof. Yury Yakutin, Dr. Ec. Scs.** (Gosudarstvennyi Universitet Upravleniya - Moscow)

Editor-in-charge **HRISTO ANGELOV**, Editor **NOEMZAR MARINOVA**

Address of the editorial office: Sofia 1040, 3, Aksakov Street

Tel. 810-40-37; Fax 988-21-08

<http://www.iki.bas.bg>; E-mail: econth@iki.bas.bg; ineco@iki.bas.bg

© ECONOMIC RESEARCH INSTITUTE AT BAS

2013

c/o Jusautor, Sofia

All rights reserved! No part of this issue may be copied, reproduced or transmitted in any form or by any means without prior written permission.

The journal is published with the support of the University of National and World Economy

UNWE Printing House

ИКОНОМИЧЕСКИЯТ РАСТЕЖ ПРЕЗ ПРИЗМАТА НА ВЪНШНИЯ СЕКТОР

Разгледани са основните модели на икономически растеж от гледна точка на връзката с външния сектор. Дефинирани са предимствата и недостатъците на експортноориентирания модел и на модела на импортна субституция. Изяснени са ограниченията върху растежа, произтичащи от платежния баланс, и еластичностите на износа и вноса. Анализирани са необходимите предпоставки за избор на един или друг модел на растеж. Достига се до извода, че по необходимост България трябва да следва експортноориентиран модел на растеж в средносрочен план. Във връзка с това са направени предложения с оглед подобряване на външнотърговската политика на страната.

JEL: F4; O4

През последните десетилетия моделите на икономически растеж в глобален аспект претърпяват редица промени. Веднага след Втората световна война преобладаващата част от развиващите се страни възприемат модел на икономическо развитие, основаващ се на т.нар. модел на заместващия внос (import-substitution model). Идеята на този модел е насърчаване на местното производство и развитие на собствена икономическа база. Съответно на това разбиране голяма част от развиващите се страни въвеждат (в различна степен) протекционистична политика и ревностно защитават нововъзникващите производства и отрасли. Въпреки че икономистите своевременно алармират за потенциалните загуби, свързани с нерационално разпределение на ресурсите, много разпространено е мнението, че ползите, произтичащи от увеличаването на обемите на производство и осигуряването на вътрешна заетост, компенсират загубите от неефективното разпределение.

Моделът е широко използван докъм средата на 70-те години на миналия век, след което постепенно е изоставен. Голяма част от икономистите се обединяват около разбирането, че една от основните причини, довели до отказа от този модел на развитие, се корени в двата петролни шока през това десетилетие, последвани от период на висока инфлация и ниски темпове на растеж. Всъщност по онова време започва да се изчерпва вярата (доколкото я е имало), че държавната регулация може да реши някои от присъщите проблеми на пазарната икономика и преди всичко цикличността в темповете на икономически растеж.

Утвърждаването на т.нар. рейгъномика и татчеризъм са само едно проявление на общата нагласа към скъсване с ортодоксалното кейнсианство. От своя страна връзката между „заместващия внос“ и държавното регулиране

* ИИИ при БАН, секция „Макроикономика“, vyotzov@gmail.com

е доста силна, тъй като предполага налагането и поддържането на защитни тарифи и квоти, които са несъвместими с принципите на свободната търговия. Приблизително по същото време започват силно да се открояват икономическите успехи най-напред на Япония, а малко по-късно и на Южна Корея, Сингапур, Тайван и Хонконг, които използват модел на икономическо развитие, основаващ се върху сериозно насърчаване на износа. Скоро след това моделите на растеж, базирани върху износа (export-led growth), се превръщат в стандартни модели за развитие и са широко налагани от Международния валутен фонд (МВФ) в подкрепяните от него програми за развиващите се страни.

Емпиричните данни обаче не могат да потвърдят напълно хипотезата за наличието на някакви предимства на експортноориентираните модели¹ спрямо моделите на заместващ внос, тъй като по данни на United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD) се оказва, че темповете на икономически растеж намаляват след 1980 г. както в световен мащаб, така и за развиващите се страни, осланящи се на тези модели. Това намаление продължава чак до края на 90-те години, когато започват осезаемо да се чувстват ефектите от включването на Китай и Индия в международното разделение на труда, издърпало цялата група на развиващите се икономики.

Още преди настъпването на глобалната финансова криза се появяват признаци на изхабяване на експортноориентирания модел на растеж. Япония е първата страна, в която темповете на растеж спадат драстично независимо от високите обеми на износ. Подобни тенденции се забелязват и в други държави, предимно в Латинска Америка, което отново поставя на дневен ред въпроса за същността и теоретичните основи на експортноориентирания растеж, доколкото на него се възлагат големи надежди за по-бързо излизане от кризата и осигуряване на дългосрочен и устойчив икономически растеж.

Теоретични основи на експортноориентирания растеж

Този растеж се основава на насърчаване и подкрепа на износа, който да осигурява необходимите обеми от чуждестранна валута. Рационалността на такъв подход се корени във възможностите на външната търговия да бъде и източник на икономически растеж в смисъл, че помага за по-ефективното разпределение на ресурсите както в рамките на отделно взета държава, така и между различни страни и региони. Освен това износът е ефективно средство за въвеждане на нови технологии и придобиване на нови знания, което (от гледна точка на ендогенните теории) влияе стимулиращо върху растежа. С други думи, нарастването на износа играе важна роля в общия

¹ Има значителен брой научни изследвания, посветени на взаимовръзката между износа и икономическия растеж. Те най-често се основават на наличието на причинно-следствена връзка и използват техниките на коинтеграционния анализ. Резултатите обаче са доста противоречиви и неустойчиви по отношение както на различните периоди, така и на отделните страни.

процес на икономически растеж, като въздейства положително както върху търсенето, така и върху акумулирането на капитали. Същевременно с нарастването на износа се увеличават и импортните възможности на икономиката, което също влияе благоприятно на растежа.

Всъщност постепенното налагане в практиката на експортноориентираните модели може да се разглежда като връщане назад в историята към разбиранията на меркантилистите и в контекста на *laissez-faire* доктрината. Многобройни са изследванията, намиращи висока корелация между нарастването на износа и икономическия растеж. Съгласно основните теоретични постулати (вж. Meier, 1995) предимствата на експортноориентираните модели на растеж се дължат на следното:

- Вътрешните разходи за осигуряването на единица чужда валута са по-ниски от тези за спестяването на същата единица.
- Преодоляват се ограниченията на по-малките икономики, свързани с икономията от мащаба.
- Излагането на местните производители на външна конкуренция води (в общия случай) до нарастване на ефективността и съкращаване на разходите.
- Емпирично доказано е значителното увеличаване на преките чуждестранни инвестиции (ПЧИ) в икономики с експортна ориентация.
- Емпирични доказателства съществуват и по отношение на възможностите за създаване на работни места, които са по-големи при по-високи обеми на износ.

В същото време моделите на растеж, фаворизиращи експорта, имат и сериозни противници, които изтъкват на преден план някои вътрешноприсъщи за модела недостатъци (вж. по-подробно Palley, 2002; Singh, 1999). Най-важните сред тях са:

- поява на зависимост от външното търсене на развитите страни и нарастване на волатилността на темповете на растеж;
- забавяне на темповете на развитие на вътрешния пазар;
- ожесточаване на конкуренцията между развиващите се страни и поява на стремеж към „изтласкване от пазара“ (export displacement) на конкурентите, водещо в крайна сметка до влошаване на условията на търговия за всички износители;
- задълбочаване на глобалните дисбаланси и отрицателно влияние върху финансовата стабилност;
- колкото повече страни прилагат този модел, толкова по-ниска е ефективността му поради ограниченията на глобалното търсене.

Поради тези недостатъци през последните години все повече привърженици намира предположението, че експортноориентираните модели на растеж са изчерпани и трябва да се заменят с такива, основаващи се на развитието на вътрешното търсене (*domestic demand-led growth*). Един от основните аргументи е, че излизането на Китай на международните пазари съществено е променило „правилата на играта“. Причините се коренят в йерархичната структура на този

тип модели, предполагаща заместването на старите играчи с нови, които предлагат по-ниски разходи на единица продукция. Предлагането на евтина, непретенциозна и относително добре подготвена работна ръка в Китай е на практика неограничено, което поставя останалите развиващи се страни (както в региона, така и глобално) в неравностойно положение. Вече има редица примери, предимно в областта на леката индустрия и по-специално трикотажните изделия, доказващи хипотезата за наличие на „изтласкване от пазара“ (вж. Palley, 2000).

Въпреки недостатъците на експортноориентирания растеж е ясно, че развиващите се страни (поне на даден етап от развитието си) не могат без развитие на отрасли за износ, доколкото те осигуряват необходимата валута. Въпросът е в какъв контекст се разглежда стимулирането на износа. От тази гледна точка международната търговия трябва да е подчинена на идеята за икономическо развитие, а не да се търсят сравнителни предимства в различни дейности и отрасли на всяка цена, тъй като това често води до отрицателни ефекти в по-дългосрочен план. От своя страна, за да бъдат успешни, моделите, основаващи се на вътрешното търсене, трябва да се изграждат при спазването на следните принципи (Palley, 2002):

- оптимизиране разпределението на доходите в икономиката;
- добро управление (компетентно и некорумпирано);
- финансова стабилност;
- осигуряване на разумно и поносимо външно финансиране

Тези принципи ясно очертават границите на приложимост на моделите, основаващи се на развитие на вътрешното потребление, като налагат значително по-високи стандарти, т.е. става въпрос не само за желания и за избор, но и за възможности. Едва ли е случаен фактът, че преобладаващата част от високоразвитите индустриални страни разчитат много повече на вътрешните фактори за икономически растеж, отколкото на капризите на външното търсене.

Относно избора на модел на икономически растеж

Политическите фактори при избора на модел на развитие са не по-малко важни (ако не и по-важни) от икономическите. Управляващите без изключения винаги искат да виждат излишъци по текущата сметка на платежния баланс и се притесняват от дефицитите независимо от техния икономически характер. Този аргумент, колкото и несериозен да е от чисто икономическа гледна точка, много често се оказва решаващ при взимане на конкретни управленски решения. Причината вероятно се корени в разбирането, че чрез прилагането на експортно-ориентирана политика (вместо стимулиране на компоненти от вътрешното търсене) може по-лесно да се осигури висока заетост, без това да доведе до инфлационен натиск по линия на заплащането на труда. Това обаче предполага (тъй като търговията в глобален мащаб е балансирана по дефиниция), че за всяка страна, прилагаща такъв меркантилистски подход към търговския баланс,

трябва да има страна(и), които са готови да понесат бремето на търговския дефицит и да внасят инфлация (дефлация).

Въпросът всъщност се свежда до това защо много държави разглеждат излишъците по търговския баланс като по-силен инструмент за увеличаване на доходите, отколкото вътрешните инвестиции. Отговорите, които обикновено се предлагат, са в две насоки: *първо*, търговските излишъци до голяма степен разрешават проблемите с ефективното (неограничено от други пазари) търсене, и *второ*, от гледна точка на националното счетоводство излишъците по външната сметка могат да се представят като външни инвестиции, които впоследствие оказват мултиплициращ ефект както върху производството, така и върху заетостта. Логиката тук е следната: всяко повишаване на вътрешната икономическа активност води до нарастване на вноса, така че увеличаването на доходите и заетостта, дължащо се на вътрешните фактори, трябва поне частично да бъде компенсирано от намаляване на външните инвестиции. От своя страна по-големите търговските излишъци, дължащи се на нараснал износ, не водят до спадане на вътрешните инвестиции, а по-скоро създават условия за тяхното увеличение, при положение, че външното търсене остане стабилно.

Съпоставянето и анализирането на двата алтернативни модела е полезно, тъй като откроява различията и предлага възможности за избор съобразно специфичните условия. Има обаче още един подход за анализ на експортно-ориентирания модел, който се основава на по-задълбочен анализ на платежния баланс. Основополагащата идея тук е, че състоянието на платежния баланс (в условията на отворена икономика) е естествен ограничител на растежа. Традиционните теории за икономическия растеж² до голяма степен игнорират платежния баланс и по принцип изключват монетарните въздействия. Тези модели са ориентирани към предлагането и отреждат на платежния баланс спомагателна роля, като предполагат, че той се самоуравновесява посредством механизма на вътрешно и/или външно ценово приспособяване. По този начин се къса връзката между състоянието на платежния баланс и акумулирането на ресурси в подкрепа на икономическия растеж.

Кейнсианският подход слага ударението върху търсенето, като излиза от разбирането, че предлагането се адаптира към търсенето, а не обратно. От тази гледна точка икономическият растеж не бива просто да се разглежда

² В неокласическите модели на растеж дългосрочният темп на нарастване се задава външно – или чрез спестяванията (Harrod–Domar), или чрез техническия прогрес (Solow–Swan). И в двата случая обаче както спестяванията, така и техническият прогрес остават необяснени в рамките на модела, поради което моделите от такъв тип са известни като екзогенни. Ендогенните модели се опитват да преодолеят този недостатък, като изграждат макроикономически модели на микроикономически основи – домакинствата максимизират полезността, а фирмите максимизират печалбата, като и двата сектора са обект на бюджетни ограничения. Основното различие е, че икономическият растеж се задава в рамките на модела, като се обясняват промените в нивото на техниката чрез разходите за изследвания и развитие (R&D), ролята на институциите, значението на човешкия капитал и др.

като ограничен от страна на предлагането. Това, разбира се, не означава, че няма такъв род ограничения, но не те са определящите. Този подход се основава на разбирането, че в развиващите се страни предлагането на труд е повече от достатъчно, но липсват капитали, които могат да се набавят чрез внос, за който е необходима валута. Икономически най-изгодният и устойчив начин за набавянето на необходимия финансов ресурс е чрез стимулиране на износа, който да осигури вноса на капитали в условията на максимална заетост. Това е, което осигурява стабилен икономически растеж в дългосрочен план. Ако износет не може да осигури необходимите средства за внос (при условие на ненамаляваща заетост), доходите ще започнат да се понижават, което ще предизвика спад в темповете на внос и уравнивяване с обемите на износ. С други думи, уравнивяването на външния сектор идва по линия на приспособяване (адаптиране) на доходите. Тривиалният извод за икономическата политика е, че ако икономиката се развива на нива под продуктивния потенциал (т.е. когато ограниченията от страна на предлагането не са определящи), тогава темповете на икономически растеж ще се определят от търсенето. От тази гледна точка различните темпове на икономически растеж между отделните страни се обясняват с различията в съвкупното търсене. Следователно въпросът се свежда до това какво ограничава провеждането на агресивна интервенционистична икономическа политика (както фискална, така и монетарна) в условията на отворена икономика.

Доскоро се приемаше като очевидно разбирането, че търсенето не може да се стимулира безконтролно поради ограниченията, налагани (преди всичко) от бюджетния дефицит и от нивото на лихвения процент. Теоретичните и емпиричните изследвания през последните години обаче все повече насочват вниманието към платежния баланс като главен ограничител на растежа (вж. Thirlwall, 1979; McCombie, 1997; Turner, 1999; Vera, 2006). Основната идея на този подход е, че оценката на международните финансови пазари за външната позиция на дадена страна ограничава икономическия растеж до нива, по-ниски от ограниченията, налагани от заетостта и натоварването на производствените мощности. Основанията са следните:

- Проблемите в платежния баланс се пренасят в реалния сектор (производство и заетост) относително бързо.
- В дългосрочен план не може да се поддържа устойчив икономически растеж без равновесие на платежния баланс, тъй като финансирането на растящите дефицити води до повишаване на лихвените проценти по финансирането, което е поносимо само в краткосрочен и средносрочен план.
- Високите лихвени проценти изместват интереса на инвеститорите в посока към финансовите активи, което води в крайна сметка до намаляване на инвестициите в реални активи и съответно до спадане темповете на растеж.

Механизмът, по който се осъществяват ограниченията на платежния баланс, е относително прост. Ако дадена икономика започне да изпитва проблеми с платежния баланс вследствие на нараснало вътрешно търсене, т.е.

преди да е достигнат краткосрочният производствен капацитет, съвкупното търсене се свива, а съвкупното предлагане не се използва пълноценно. Когато това се случи, инвестициите намаляват, което оказва пряко влияние върху факторната производителност и съответно върху растежа. Същевременно, ако една икономика може да повиши съвкупното вътрешно търсене до нивото на съществуващия производствен капацитет, т.е. без да се натрупват неравновесия във външния сектор, натискът от страна на търсенето ще окаже положително въздействие върху производствения капацитет, а оттам и върху икономическия растеж. Практиката е доказала, че това е възможно, но при определени условия, най-важните от които са:

- инвестициите да са насочени в търгуемия сектор;
- факторите на производство да се разпределят с предимство към секторите с по-висока производителност.

Всъщност посочените условия представляват есенцията на експортно-ориентирания модел на растеж, при който нарастването на износа води до повишаване на темповете на икономически растеж без влошаване на международната инвестиционна позиция на икономиката. Веднага трябва да се подчертае обаче, че един и същ темп на нарастване на износа няма да има еднакви последици в различни страни, защото отделните държави имат различна чувствителност на темповете на растеж към вноса, т.е. от гледна точка на платежния баланс равновесният растеж ще се достигне на различни нива на темпове на растеж на съвкупното търсене. Пионерните разработки в това направление принадлежат на Thirlwall и McCombie (1994), които показват, че от гледна точка на платежния баланс равновесният растеж Y_b се задава от простото правило³ $Y_b = \frac{\varepsilon}{\pi} z$, *известно още и като закона Thirlwall*, където z е темпът на растеж на глобалното производство (доход), а $\frac{\varepsilon}{\pi}$ - отношението между еластичностите към дохода съответно на износа (ε) и вноса (π). Ако допуснем, че световното производство (доход) нараства с постоянни темпове, то равновесният (устойчив) растеж на икономиката е детерминиран от отношението на еластичностите на износа и вноса.

Важно е да се отбележи, че в извеждането на това правило (закон) е елиминирано влиянието на промените във валутния курс, тъй като се приема, че тези промени не оказват съществено въздействие върху обемите. Емпиричните данни недвусмислено доказват, че девалвацията на местната валута може краткосрочно да подобри платежния баланс,⁴ но това невинаги се

³ Тази формула се основава на кейнсианското разбиране, че растежът зависи от съвкупното търсене. Износът зависи от промените в глобалното търсене, представено чрез измененията в глобалното производство (дохода) и в относителните цени, а промените във вноса се определят от промените във вътрешното търсене заедно с тези в относителните цени.

⁴ За да има девалвацията положителен ефект върху платежния баланс (и по-конкретно върху търговския), трябва да е изпълнено условието на Маршал-Лернер $e_x + |e_m| > 1$, където e_x и e_m са ценовите еластичности съответно на износа и вноса.

отразява положително върху темповете на растеж. Причината е, че номиналната девалвация рядко прераства в реална поради силните инфлационни ефекти, които поражда. Това се потвърждава и от наблюденията през последните години, показващи, че промените в реалния ефективен валутен курс имат пренебрежимо слаба връзка с обемите на търговските потоци.

След 80-те години на XX век промените във валутните курсове се обясняват в много по-голяма степен от измененията в краткосрочните капиталови потоци, отколкото от търговските потоци. Отчитайки нарасналото влияние на капиталовите потоци през последните две десетилетия, законът на Thirlwall може да се представи и в разгърнат вид: $Y_b = \frac{\theta}{\pi} \varepsilon Z + \frac{(1-\theta)}{\pi} f$, където θ и $(1-\theta)$ са делът на износа и капиталовите потоци в общия обем на приходите във валута, а f - темпът на растеж на капиталовите потоци. Тази спецификация се интерпретира в смисъл, че в страните, в които темповете на икономически растеж надвишават равновесните темпове ($Y > Y_b$), капиталовите потоци растат по-бързо от обемите на износа. С други думи, разликата между устойчивия икономически растеж и отношението между еластичностите на износа и вноса може да бъде обяснена само от капиталовите потоци.

След всичко казано дотук може да се заключи, че от гледна точка на този подход икономиките на отделните държави растат с различни темпове, защото вътрешното търсене се увеличава с различни темпове, а то от своя страна е ограничено от изискванията за балансираност на платежния баланс в смисъла за закона на Thirlwall. Следователно въпросът се свежда до изясняване на това защо ограниченията, налагани от платежния баланс, са различни в отделните държави, т.е. защо еластичностите на износа и вноса се различават. Отговорът на този въпрос не е лесен и изисква допълнителен анализ в следните направления:

- Какъв тип стоки се изнасят и как се променя глобалното търсене спрямо тях. В най-простия случай става дума за това дали се изнасят „първични“ стоки, или стоки с висока степен на обработка.

- Какви са характеристиките⁵ на продуктите, които се изнасят, и осигуряват ли те някакво конкурентно предимство по линия на „неценовата конкуренция“.

В крайна сметка може да се заключи, че еластичностите на износа и вноса в много голяма степен отразяват различията в т.нар. неценова конкуренция. Значението на този извод едва ли може да се надцени. Оказва се, че предлагането е важно само дотолкова, доколкото предлагането на фактори на производство (инвестиции в нови технологии, R&D, образование и т.н.) може

⁵ В случая под характеристики се разбират всички онези неценови фактори, влияещи върху формирането на потребителския избор и оттам върху търсенето. Става дума за фактори като качество, надеждност, стандартизация, сигурност и бързина на доставката, гаранционно и след-гаранционно обслужване, развитие на клоновата мрежа, предоставяне на експортни кредити и експортни застраховки и т.н. Всичко това е обект на конкретна външнотърговска политика, която невини е по силите на отделно взета фирма и изисква държавна намеса.

да повлияе върху еластичността на търсенето на износ, което от своя страна играе решаваща роля в темповете на нарастване на износа, а оттам и на икономическия растеж. Този подход силно се различава от класическата интерпретация на предлагането, където самото нарастване на факторите (труд, капитал и технологии) обяснява икономическия растеж сам по себе си.

Изясняването на теоретичните концепции относно възможните типове икономически растеж и ограниченията, които те налагат, са важни от гледна точка на формирането на конкретна икономическа политика. Въпросът, който ни интересува като общество, е дали на сегашния етап България може да генерира достатъчно висок растеж, основан на вътрешни фактори, така че да няма нужда да се разчита на капризите на външните пазари. Нещо повече, евентуален положителен отговор на този въпрос изисква да се изясни и още един въпрос – каква трябва да е ролята на правителството в провеждането на такава политика.

Колкото и убедително да звучат аргументите на противниците на експортно-ориентирания растеж, горчивата истина е, че нивото на доходите в нашата страна продължава да бъде ниско, което не позволява (поне на този етап) пълноценно да се разгърне механизмът на растеж, основан върху вътрешното търсене. Ограниченията, наложени от паричния съвет, и невъзможността (поне в краткосрочен план) за провеждане на експанзионистична фискална политика са допълнителни фактори в подкрепа на извода, че в обозримо бъдеще България трябва да разчита преди всичко на износа, за да може да осигури икономически растеж, основан на икономия от мащаба. От гледна точка на ограниченията, налагани от платежния баланс, посланието е ясно – ускоряването на икономическия растеж е възможно само при увеличаване на привлекателността на българския износ и/или намаляване на еластичността на вноса (в най-добрия случай комбинация от двете). Ако производственият капацитет обаче нараства по-бързо от вътрешното търсене (поради ограниченията, наложени от платежния баланс), безработицата ще се повиши, което допълнително ще свие потреблението. С други думи, не става въпрос само за осигуряване на икономически растеж чрез повече износ, а чрез износ на правилните стоки и услуги, т.е. тези, за които търсенето е еластично.⁶

Икономически растеж и външен сектор – възможни политики

Макар че продължително време България не се е развивала по законите на пазарната икономика, моделите на икономически растеж през последните десетилетия са аналогични на познатите в световната практика. Периодът на индустриализация след Втората световна война съвпада по време и по съществени характеристики с разцвета на моделите на заместващ внос. По-късно заедно с останалите страни от т.нар. социалистически лагер

⁶ Авторът е подготвил отделно изследване на еластичностите към дохода и цените на износа и вноса, което предстои да бъде публикувано в най-скоро време.

страната започва да прилага някои от прийомите, характерни за моделите, насочени към експортноориентиран растеж, но без особен успех. За това свидетелства както спадането на темповете на икономически растеж през 80-те години в сравнение с предходните две десетилетия, така и бързото натрупване на външен дълг.

Колкото и спорна да изглежда от сегашна гледна точка специализацията на България в рамките на СИБ, тя все пак е осигурявала номинални положителни темпове на растеж, но при натрупване на огромни вътрешни и външни дисбаланси. С разпадането на СИБ се разрушава и съществуващият модел на икономически растеж. В продължение на няколко години след това страната отбелязва отрицателни прирасти на БВП, съпроводени с нарастваща безработица, галопираща инфлация и бързо декапитализиране на икономиката. Факторите, допринесли за този спад, са много, при това не само икономически. Безспорна обаче е липсата на ясен икономически модел, който да се следва от бързо сменящите се правителства. Едва към края на 90-те години се оформя, макар и по-скоро стихийно, някакъв модел на растеж, основан на нарастващи обеми външно финансиране, което води до повишаване на вътрешното потребление и съответно до по-голям растеж. Това обаче е съпроводено с рязко влошаване на текущата сметка на платежния баланс и с увеличаване на външната задлъжнялост на частния сектор. В условията на бързо нарастващ внос и повишаващо се вътрешно потребление бюджетните приходи растат с по-бързи темпове, отколкото БВП, което поражда появата на бюджетни излишъци. Въпреки наличието на такива излишъци фискалната политика през тези години е определено проциклична, а номиналните размери на излишъците не могат да компенсират прегряването на икономиката, намерило израз в нарастване на ценовото равнище и на преобладаващата част от финансовите и реалните активи.

Глобалната финансова криза и отражението ѝ върху българската икономика всъщност слагат край на един модел на развитие, който очевидно не е устойчив в по-дългосрочен план. Основният проблем е в структурата на чуждестранните инвестиции, която не е насочена към търгуемия сектор, а преди всичко към недвижимите имоти и финансовия сектор. Такава структура на инвестициите насърчава предимно строителството, което е силно процикличен сектор, и негативните резултати не закъсняват. Размерите на дефицита по текущата сметка надхвърлят 25% от БВП. Това само по себе си е много тревожно, но още по-притеснително е рязкото влошаване на международната инвестиционна позиция, чиито негативни стойности преминават границата на 100% от БВП. Ако могат да се извлекат някакви позитиви от кризата, то те са свързани с необходимостта от преосмисляне на цялостния модел на развитие, наложил се през последното десетилетие. Доколкото българската икономика продължава да изпитва недостиг на капитали, финансирането отвън по необходимост ще продължи да играе важна роля. Следователно въпросът се свежда до формата на това финансиране – дали трябва

да се залага на възстановяване на потоците от преки чуждестранни инвестиции, или да се форсира износът, който да осигури необходимите финансови ресурси за инвестиции в реални активи за постигането на устойчив икономически растеж.

Разсъждавайки за възможните политики в краткосрочен план, може би трябва отново да се припомни, че българската икономика се характеризира с висока степен на отвореност и външноикономическите фактори винаги са имали изключително важно значение за развитието. Тази особеност на националното стопанство (присъща по принцип на малките икономики) се запазва и дори се засилва през последните две десетилетия, когато икономиката е (повече или по-малко) пазарно ориентирана. Доколкото това до голяма степен е предопределено както от историческото развитие и географското местоположение, така и от редица икономически фактори, страната ни на практика няма разумна алтернатива на все по-тясна интеграция в европейското и световното стопанство. Въпреки че това се разбира и споделя и от икономистите, и от политиките, наличието на съгласие не прави задачата за оптимално използване на външния сектор по-малко сложна. Ролята и значението на икономическата интеграция и по-специално на външната търговия са били обект на множество научни изследвания, в т.ч. и от български автори. Почти всички се позовават на предимствата от международното разделение на труда, специализацията, концентрацията, кооперацията, хоризонталната и вертикалната интеграция и т.н. През последните години особено популярна става темата за глобализацията и как всички страни независимо от степента на икономическото си развитие могат да извличат ползи от нея. Всъщност проблемите с глобализацията са много и сложни, а ползите от нея в никакъв случай не се разпределят поравно между всички участващи.⁷

Ясно е, че при ограничен вътрешен пазар всяка експортноориентирана икономика се нуждае от по-широк достъп до международните пазари, а външната търговия (и особено нарастването на износа) се превръщат в един от най-важните фактори за икономически растеж. За да може националната икономика да се възползва от природните си дадености и производствената си специализация, е необходима адекватна външноикономическа политика. Това от своя страна налага да се възприемат изискванията и правилата на глобализацията и свързаната с нея световна търговска система. Голяма част от проблемите,⁸ отнасящи се предимно до либерализацията на търговските потоци, са решени с влизането на България в Световната търговска организация

⁷ Тези разсъждения нямат за цел да вземат страна в дебата за предимствата и недостатъците на глобализацията, а имат далеч по-скромната задача да оценят как България се вписва в целия процес и дали управляващите (сегашни и предишни) успяват да извлекат максимални ползи от участието на страната в международното разделение на труда.

⁸ Към несъмнените успехи в това направление спадат намаляването на митата, ограничаването на прилагането на нетарифни бариери, улесняването обмeна на стоки и услуги, присъединяването на България към чл. VIII от Устава на МВФ (либерализиране на текущите операции) и др.

(СТО) и присъединяването ни към ЕС. Друга част от тях обаче, може би по-важната, отнасяща се до формулирането и изпълнението на конкретна държавна политика в областта на външната търговия, така и не са решени. Оставяме настрана въпроса дали въобще е нужна национална стратегия за външноикономическа политика. Примерите от световната практика (Япония, Корея, Китай, азиатските тигри, и редица други) красноречиво говорят за ползите от такава политика.

Емпиричните данни категорично показват, че отвореността на икономиката и експортноориентираният растеж са донесли големи ползи за редица развиващи се страни. Многобройни са примерите както в Югоизточна Азия, така и в Централна и Южна Америка. През последните няколко десетилетия няма нито един случай на икономика, която да е регистрирала високи и стабилни темпове на икономически растеж, без това да е съпроводено със значително увеличение на обемите на външната търговия. Колкото и безспорни да изглеждат успехите на експортноориентираните икономики от гледна точка на растежа, въпросите, около които продължават дискусиите, са относно дългосрочната устойчивост на този модел на развитие и появата на нов тип зависимост на развиващите се страни от развитите по линия на търсенето. Страхове от поява на нов вид колониализъм се подхранват след избухването на глобалната финансова криза, когато обемите на световната търговия рязко намаляват, главно поради свиване на търсенето в развитите страни, което дава основания на много икономисти да предрекат възобновяване на протекционизма като икономическа политика.

В същото време трябва да се отбележи, че въпреки колапса на световната търговия непосредствено след избухването на финансовата криза системата на СТО, основана в преобладаваща си час на правила, доказва устойчивостта си, а опасенията за протекционизъм се оказват силно преувеличени. Не трябва да се забравя, че всичко това се случва въпреки провала на поредния кръг от преговори за премахване на търговските бариери, известен като Doha Development Round.⁹

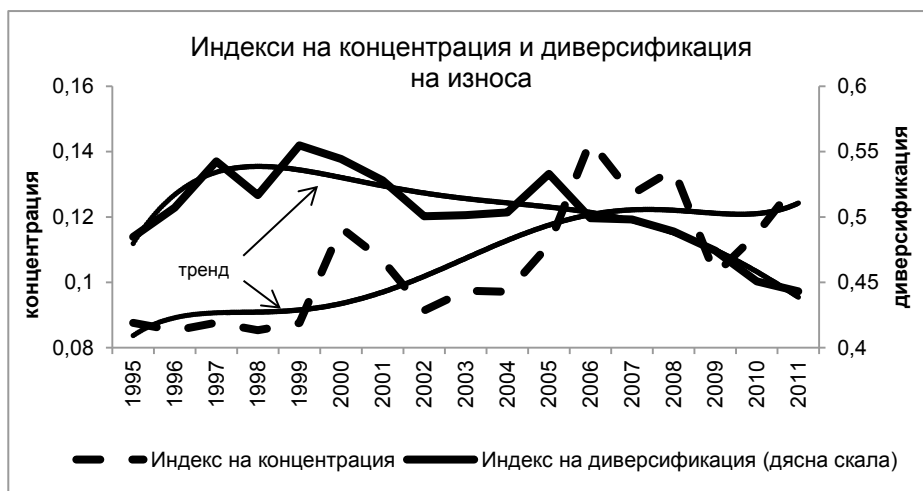
Изследванията показват, че страните с по-отворени икономики са пострадали по-силно по време на кризата. Означава ли това край на тенденцията от последните десетилетия към нарастваща отвореност на националните икономики в глобален мащаб? Рано е да се каже със сигурност - трябва да минат поне няколко години, за да се види дали и доколко развиващите се страни са предприели стъпки в посока към промяна на модела на икономически растеж.

⁹ Този кръг от преговори започва през 2001 г., но и досега няма постигнато съгласие. Основните противоречия между развитите и развиващите се държави са по отношение на тарифите на промишлените стоки, както и относно т.нар. нетърговски бариери. Съществуват и сериозни различия между ЕС (главно Франция) и други развити страни (главно САЩ и Канада) във връзка със субсидиите в селското стопанство.

Стандартната рецепта, предписвана от международните финансови институции (и преди всичко МВФ) в условия на криза е заздравяване на макроикономическите фундаменти. Това формално е вярно, но практическата полезност на тази рецепта е много незначителна. България от години поддържа солидни макроикономически показатели (дори в разгара на кризата), но усещането за икономически застой и безпътица е осезаемо. Реализирането на исторически най-важната задача пред страната ни сега – постигането на номинална и реална конвергенция с останалите държави от ЕС, остава далеч напред в бъдещето. Очевидно е, че не е достатъчно само поддържането на здрави икономически фундаменти. Ако приемем, че придържането към експортноориентиран модел на растеж (с всичките му недостатъци) през следващите години е неизбежно, то на преден план изниква въпросът как да се осигури оптимална диверсификация на търговските потоци (и преди всичко износа), така че да се създадат високи и стабилни темпове на растеж.

Световната практика отдавна е доказала, че връзката между степента на отвореност на икономиката и волатилността на икономическия растеж е толкова по-слаба, колкото диверсификацията е по-голяма. От тази гледна точка е изключително важно да се поддържа висока степен на диверсификация по отношение както на продуктите, така и на пазарите, на които се търгува.

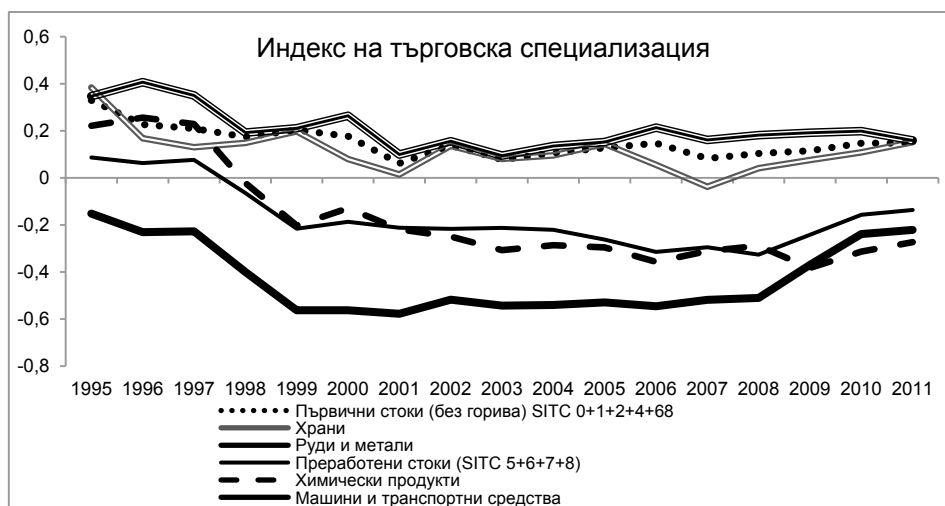
За съжаление данните през последните години показват наличието на ясно определен тренд към намаление на диверсификацията на българския износ и макар и не толкова ясно изразен тренд към повишаване на концентрацията.



Източник. UNCTAD.

Друга неблагоприятна тенденция се отнася до специализацията на българския износ. Постепенното изчерпване на екстензивните възможности

на икономиката, липсата на иновативни продукти и погрешно ориентираната специализация са най-вероятните причини за стагнацията на износа през последните години. Промените в стоковата структура могат да послужат като добър ориентир при анализа на възможностите на износа да се превърне в устойчив генератор на икономически растеж. От десетилетия насам тази структура остава типична за развиваща се икономика с преобладаващ дял на суровините и материалите (особено първични стоки и метали), т.е. продукция с ниска степен на преработка и съответно с малък дял на добавена стойност. Такъв тип структура не може в дългосрочен план да генерира устойчив икономически растеж, тъй като е силно зависима от промените в цените на международните пазари, които имат ярко изразен процикличен характер. Данните на UNCTAD за индекса на търговската специализация¹⁰ на България са красноречиви.



Източник. UNCTAD.

Предвид степента на отвореност на икономиката, едва ли ще е пресилено, ако се каже, че вътрешната икономическа политика трябва да се превърне в „производна“ на външноикономическата, т.е. мерките на вътрешната политика би трябвало да се насочват към реализиране приоритетите на външната политика. Във връзка с това могат да се открият три основните момента в развитието на външноикономическите отношения на България, които да насочват външноикономическа политика напред: глобализация, европейска интеграция и ре-

¹⁰ Този индекс, известен още като нормализиран търговски баланс, сравнява нетния търговски поток (износ минус внос) с целия поток (износ плюс внос). Той може да заема стойности между -1 и +1, като положителните стойности говорят за специализация в конкретната група стоки.

гионално сътрудничество. Процесите на глобализация предизвикват необходимостта от либерализиране на търговията посредством намаляване на митата, ограничаване прилагането на нетарифни бариери, улесняване обмена на стоки и услуги между страните. Сега външноикономическите отношения в света са до голяма степен систематизирани в рамките на различни многостранни споразумения, регионални договорености и двустранни спогодби. Строго установените правила за търговия, залегнали в тях, създават условия за предсказуемост и така улесняват деловите среди. На основата на тези договорености се постига по-добър достъп до пазарите на контрагентите и се осигуряват условия за нарастване на износа. Всичко това подпомага превръщането на българския пазар в неразделна част от единния европейски пазар, представляващ област без вътрешни граници, в която е гарантирано свободното движение на стоки, услуги, хора и капитали. В по-конкретен план съществуват различни насоки за стимулиране на икономическия растеж чрез по-активно включване на българската икономика в международното разделение на труда. По-важните от тях могат да се систематизират, както следва:

- ключов фактор е повишаването на производителността и конкурентоспособността чрез внедряване на съвременни технологии и иновации. Освен традиционните инструменти (преки чуждестранни инвестиции, трансфер на технологии и ноу-хау) държавата трябва да изиграе решаваща роля в насърчаването на научноизследователската и развойната дейност. Крайната цел на такава политика е прекратяването на многогодишната практика на износ на трудоемки стоки с ниска степен на добавена стойност в полза на капиталоемка продукция, която заема доминиращ дял във външната търговия на ЕС;

- смекчаване и последващо преодоляване на проблема с ниската конкурентоспособност на българските продукти, особено на селскостопанските. Постигането на тази цел ще изисква постепенно, но устойчиво нарастване на усвоените средства от еврофондовете и прилагане на целенасочена политика за развитието на селските райони;

- улесняване на достъпа на българските фирми до единния пазар на ЕС чрез засилено участие в системата за взаимно признаване на сертификатите и сертификационните процедури. Това ще намали значително разходите по износа, особено в отраслите на млекопреработващата, месодобивната и месопреработващата промишленост, които са с признат огромен потенциал;

- идентифициране на фирмите с потенциал за излаз и конкурентно поведение в общия европейски пазар. Те трябва да се подпомагат с целево насочени програми и проекти, вкл. по създаването на партньорски взаимоотношения с водещи чужди компании;

- насърчаване използването на инструменти като публично-частното партньорство при реализация на проекти, финансирани от фондовете на ЕС;

- стимулиране на инициативността и проактивното поведение на българските фирми за намирането на подходящи контрактори, включването им

във високотехнологични субконтракторни вериги и в изграждането и функционирането на индустриални клъстери и предприемачески мрежи;

- облекчено кредитиране на износа и осигуряване на разнообразни финансови инструменти;

- осигуряване на държавно гарантиране и застраховане на експортните кредити, насочено към фирмените и банковите кредити с цел създаване на допълнителни стимули не само за износителите, но и за финансово-кредитните институции;

- търсене на възможности за данъчни и митнически облекчения за експорта, в т.ч. освобождаване от мита, данъци, такси и акцизи; връщане на вече платени данъци и мита при износа; предоставяне на данъчни, митнически и други преференции на чуждестранни инвеститори с цел повишаване конкурентността и експортността на местното производство;

- специфични форми на експортни преференции - привилегирован достъп до произвежданите суровини, комунални услуги (електро- и водоснабдяване и т.н.); транспортиране на експортни стоки по занижени тарифи; паспортни, визови и други преференции.

*

Всичко казано дотук убедено потвърждава, че експортноориентираната икономика означава не просто високи темпове на износ, а се свързва преди всичко с осигуряването на всички необходими условия за повишаване ефективността на експорта така, че той да се превърне в двигател на икономическия растеж. Реализирането на тази наглед проста идея изисква да бъдат изпълнени множество предпоставки. Темповете на икономически растеж ще се свържат с нарастването на обемите на износа само след като се определят ясно стратегическите експортни отрасли за икономиката. Това е единственият начин за отказ от спорадичните и кампанийните мерки за стимулиране на отделни производства и за постигане на краткотрайни ефекти върху текущата сметка на платежния баланс, както и за провеждане на целенасочена политика с дълготрайни ефекти върху цялостното икономическо развитие. От тази гледна точка е необходимо политиката на експортноориентиран растеж да се основава не на отделен успешен търговски пробив, а на цялостна стратегия за откриване, развитие и утвърждаване на пазарни позиции.

Една от главните трудности, които трябва да се преодолеят при експортна ориентация на търговската политика, е свързана с реструктурирането на вносната и износната номенклатури, но това е въпрос, излизащ извън рамките на тази разработка. И не на последно място, различните форми, които може да приеме експортноориентираната политика, се определят както от характера и специфичните черти на икономиката, така и от съществуващите връзки и отношения между правителството и бизнеса – проблем, който все още не е намерил приемливо решение.

Използвана литература:

McCombie, J. S. L. (1997). On the Empirics of Balance of Payments Constrained Growth. - *Journal of Post Keynesian Economics*, Spring.

McCombie, J. S. L. and A. P. Thirlwall (1994). *Economic Growth and the Balance of Payments Constraint*. New York: St. Martin Press.

Meier, G. M. (1995). *Leading Issues in Economic Development*, 6th ed. New York and Oxford: Oxford University Press.

Palley, T. I. (2002). A New Development Paradigm Domestic Demand-Led Growth – Why it is Needed and How to Make it Happen. *Foreign Policy in Focus*, September.

Palley, T. I. (2002). A New Development Paradigm Domestic Demand-Led Growth. A Project of the Institute for Policy Studies. *Foreign Policy in Focus (FPIF)*. Financial Flows. September 1.

Palley, T. I. (2000). Export-Led Growth: Is There Any Evidence of Crowding-Out? *Structural Change and Economic Dynamics*. Elsevier.

Singh, A. (1999). *Asian Capitalism and the Financial Crisis*. London: Routledge.

Thirlwall, A. P. (1979). The Balance of Payments Constraint as an Explanation of International Growth Rate Differences. - *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, March.

Turner, P. (1999). The Balance of Payments Constrained and the Post-1973 Slowdown of Economic Growth in the G7 Economies. - *International Review of Applied Economics*, January.

Vera, L. A. (2006). The Balance of Payments Constrained Growth Model: A North-South Approach. - *Journal of Post Keynesian Economics*, Fall.

2.IX.2013 г.

ECONOMIC GROWTH THROUGH THE PRISM OF THE EXTERNAL SECTOR

This study considers the main economic growth models from the perspective of their relation to the external sector. It defines the advantages and drawbacks of the export-led model and of the import-substitution model and sheds light on the growth constraints ensuing from the balance of payments and the elasticities of imports and exports. It analyses the prerequisites for selection of one or another growth model and comes to the conclusion that Bulgaria will have to implement an export-oriented growth model within a medium-term perspective. In this relation, it makes proposals aimed at improving the country's foreign trade policy.

JEL: F4; O4

Economic growth models in a global perspective have undergone a number of changes in the recent decades. Right after World War II, a prevailing part of developing countries adopted an economic development model based on the so-called import-substitution model. The rationale of this model was to encourage domestic production and development of an own economic base. Corresponding to this view, large part of the developing countries enforced (to a varying extent) protectionist policies and ardently protected their newly emerging production and industries. In spite of the timely warnings by economists of potential losses owing to the unreasonable distribution of resources, the generally accepted view was that the benefits from increasing production output and ensuring domestic employment compensated for the losses resulting from ineffective distribution.

This model was widely used until mid-1970-ies, and later was gradually abandoned. Many economists united around the understanding that one of the main reasons for discarding this model of development lay in the two oil shocks during that decade, followed by a period of high inflation and low growth rates. In fact, this was the time when the faith (whatever faith there was) that government regulation could solve some of the inherent problems of market economy, and more specifically the economic growth rate cyclicity, was wearing thin.

The establishment of the so-called "Reaganomics" and "Thatcherism" was only one of the manifestations of the general attitude towards a break with the orthodox Keynesian economics. On its own part, the relation between "import substitution" and government regulation was quite strong as it presupposed the enforcement and maintenance of protection tariffs and quotas, which were incompatible with the principles of free trade. Approximately at the same time, the economic success started to stand out, first of Japan and later on of South Korea, Singapore, Taiwan, Hong Kong, which used an economic development model based on strong encouragement of exports. Soon after, the export-led growth models became the standard development models and were widely imposed by the International Monetary Fund (IMF) in the IMF-supported programmes implemented in developing countries.

Empirical data, however, could not fully confirm the assumption of the existence of any advantages of export-oriented models¹ over the import-substitution models, as according to data of the United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD) it turned out that economic growth rates slowed down after 1980 both globally and in the developing countries relying on such models. The slowdown of economic growth continued as late as the end of 1990^{ies}, when the impact of the inclusion of China and India in the international division of labour started to be strongly felt, pulling up the whole group of developing economies.

Even before the global financial crisis, there were signs of wearing out of the export-oriented growth model. Japan was the first country to evidence drastically reduced growth rates in spite of the great volumes of its exports. Similar trends were also evidenced in other countries, mainly Latin American ones, which brought again to the fore the issue of the nature and theoretical foundations of export-oriented growth, to the extent that great hopes were pinned on it for quickly exiting the crisis and ensuring a long run and sustainable economic growth.

Theoretical basis of export-led growth

Export-led growth is founded on encouraging and supporting exports to provide the necessary amounts of foreign currency. The rationale of this approach lies in the ability of foreign trade to drive economic growth, in the sense that it facilitates the more effective distribution of resources within a single country, and between different countries and regions. Besides, exports are an effective tool for introducing new technologies and acquiring new knowledge, which (from the perspective of the endogenous theories) stimulates growth. In other words, growth of exports plays an important role in the overall process of economic growth, with its positive impact on both demand and accumulation of capital. From another perspective, with exports growth the import capabilities of an economy also increase, which impacts positively growth.

Actually, the gradual implementation in the practice of export-oriented models can be considered a step back in history to the mercantilists' views and in the context of the *laissez-faire* doctrine. There are numerous studies establishing a high degree of correlation between exports growth and economic growth. According to the main theoretical suggestions (see Meier, 1995), the advantages of export-led growth models are owing to the following:

- The internal costs for providing a unit of foreign currency are lower than the savings from the same unit of currency;
- Overcoming the limitations of smaller economies in relation to the economy of scale;

¹ There is an ample scientific research dedicated to the interrelation between exports and economic growth. The studies are usually based on the existence of a cause-and-effect relation and use the cointegration analysis techniques. Results, however, are rather controversial and uncertain both in terms of different periods and regarding different countries.

- Exposing domestic producers to external competition results (in the general case) in increased effectiveness and reduced cost;
- It is empirically proven that foreign direct investments (FDI) increase in export-oriented countries;
- There is also empirical evidence of job creating possibilities, which increase with higher exports volumes;

At the same time, exports-led growth models have their serious opponents, bringing to the fore some inherent deficiencies of the model, the most important of which are (for more details see Palley, 2002; Singh, 1999):

- Developing of dependence on external demand by developed countries and increased volatility of growth rates;
- Slowdown of growth rates on the domestic market;
- Ferocious competition between the developing countries and appearance of striving towards “export displacement” of competitors, ultimately resulting in deterioration in the conditions of trade for all exporters;
- Exacerbation of global imbalances and negative impact on financial stability;
- The more countries are implementing this model the lower its effectiveness due to the constraints of global demand.

Exactly because of these drawbacks, in the recent years a proposition has gained more and more supporters that export-oriented growth models are exhausted and have to be replaced with domestic demand-led growth models. One of the major arguments is that China’s entry into the international markets has significantly changed the “rules of the game”. “The reasons for this lie in the hierarchical structure of this type of models, assuming the replacement of old players with new ones which offer lower costs per unit of output. Offering cheap, unpretentious and relatively well trained labour in China is practically unlimited, which places the other developing countries (both in the region and globally) in unequal position. There are already a number of examples – primarily in the light industry and more specifically in the production of knitwear – proving the assumption of “export displacement” (see Palley, 2000).

In spite of the existing shortcomings of export-led growth, it is clear that the developing countries (at least at a certain stage in their development) cannot function without developing export industries, to the extent those provide the necessary foreign currency. The question is in what context export stimulation is considered. From this point of view, international trade should be governed by the idea of economic development, rather than seeking at any cost comparative advantages in various activities and industries, as this often results in negative effects in the longer-term perspective. For the models based on domestic demand to be successful, they should be developed in conformity with the following principles (Palley, 2002):

- Optimization of revenues in the economy;
- Good governance (competent and uncorrupted);
- Financial stability;
- Providing prudent and bearable external financing.

These principles clearly outline the boundaries of applicability of the internal consumption development led models, setting significantly higher standards. That is, it is not just a question of desires and selection, but also of possibilities. It is hardly accidental that the prevailing part of highly developed industrialised countries rely much more on internal factors for economic growth, than on the vagaries of external demand.

On the selection of an economic growth model

Political factors influencing the selection of a development model are of great importance, if not even more important than economic ones. Government authorities, with no exception, always want to see surpluses on the current account of the balance of payments, and are concerned with having deficits, irrespective of their economic nature. This argument, no matter how trifling it may seem from economic point of view, very often turns to be decisive in making specific governance decisions. The reason probably lies in the view that by pursuing an export-oriented policy (instead of stimulating elements of domestic demand) can more easily ensure high employment rate without this causing any inflationary pressure in terms of payment of labour. This however presupposes (since trade globally is balanced by definition), that for each country implementing such a mercantilistic approach to the trade balance, there should be a country(s) ready to carry the burden of a trade deficit and to import inflation (deflation).

The issue actually boils down to the question why many countries consider trade balance surpluses a stronger instrument for increasing revenues, than domestic investments? The explanations that are usually offered are along two lines: first, trade surpluses to a great extent solve the problems with effective (unlimited by other markets) demand, and second, from the perspective of national accounting, the external account surpluses can be presented as external investments, which subsequently have a multiplication effect both on production and on employment. The logic here is: any increase in domestic economic activity leads to an increase in imports, thus any income and employment increase as a result of internal factors should be at least partially compensated by a decrease in external investments. On its part, any increase in trade surpluses due to increased exports does not lead to a decrease in domestic investments, but rather creates conditions for their increase, provided external demand remains stable.

Comparing and analyzing the two alternative models is useful as it outlines the differences and offers possibilities to choose depending on specific conditions. However, there is another approach to analyzing export-led models, which is based on a more in-depth analysis of the balance of payments. The underlying idea here is that the condition of the balance of payments (in the context of an open economy) is a natural constraint of growth. Traditional theories of economic growth² to a great extent

² In the neoclassical growth models, the long run growth rate is set externally – either by savings (Harrod–Domar), or by technological progress (Solow–Swan). However, in both cases, savings and technological progress remain unexplained within the framework of the model, hence this type of models are known as

ignore the balance of payments, and by rule exclude monetary impacts. These models are demand-led and assign an auxiliary role to the balance of payments, assuming that it is self-equilibrating through the mechanism of domestic and/or external price adjustments. Thus, the relation is lost between the condition of the balance of payments and the accumulation of resources in support of economic growth.

The Keynesian approach puts the emphasis on demand, proceeding from the assumption that supply adapts to demand and not the other way round. From this perspective, economic growth should not simply be considered constrained by supply. This, of course, does not mean that there are no such constraints, but that they are not the determining ones. This approach is based on the understanding that usually the supply of labour in developing countries is more than sufficient, but there is no capital (or it's insufficient), which can be provided by imports, for which foreign currency is needed. The economically most advantageous and sustainable manner of providing the required financial resources is by stimulating exports, which ensure import of capital in the conditions of maximum employment. This is what ensures stable economic growth in a long-term. If exports cannot provide the necessary funds for imports (in the conditions of non-decreasing employment), incomes will start decreasing, which will cause a decline in the rate of imports and equilibration with the volume of exports. In other words, the equilibration of the external sector would come as a result of adjustment (adaptation) of incomes. The trivial conclusion regarding the economic policy is that if the economy develops below the levels of productive potential (i.e. when the constraints placed by supply are not of determining nature), then the economic growth rates will be determined by demand. From this point of view, the differing rates of economic growth between different countries are explained with the differences of aggregate demand. Therefore, the question boils down to: what constrains the implementation of an aggressive interventionist economic policy (both fiscal and monetary) in an open economy?

Until recently, the understanding that demand cannot be uncontrollably stimulated due to the constraints imposed (first and foremost) by the budget deficit and interest rate level was accepted as self-evident. However, theoretical and empirical research in the recent years increasingly drew the attention to the balance of payments as the main growth curbing factor (see Thirlwall, 1979; McCombie, 1997; Turner, 1999; Vera, 2006). The main idea of this approach is that the international financial markets' assessment of the external position of a country limits its economic growth to levels below the constraints set by employment and production capacity utilisation. These are the grounds for this:

- Balance of payments problems are relatively quickly passed over to the real sector (production and employment);

"exogenous". Endogenous models are trying to overcome this shortcoming by constructing macroeconomic models based on microeconomic foundations – households maximize utility, while companies maximize profit, and both sectors are subject to budget restraints. The main difference is that economic growth is set within the framework of the model and the changes in the technological level are explained by the costs of research and development (R&D), role of institutions, importance of human capital, etc.

- In a long-term perspective, sustainable economic growth cannot be maintained without an equilibrated balance of payments, as financing the increasing deficits leads to increase in the interest rates on this financing, which is acceptable only within a short- or medium-term horizon;

- High interest rates shift investors' interest to financial assets, which ultimately results in reduction of investments in real assets, respectively in lower growth rates.

The mechanism of implementing balance of payments constraints is relatively simple. If an economy starts facing BoP problems as a result of increased domestic demand (i.e. before reaching the short-term production capacity), aggregate demand shrinks, and aggregate supply is not used to its full extent. When this happens, investments decrease, thus directly affecting factor productivity, respectively growth. On the other hand, if an economy can increase its aggregate domestic demand to the level of the existing production capacity (i.e. without accumulating external sector imbalances), the pressure exerted by the demand will have a positive impact on production capacity, and hence on economic growth. Practice has proven this is possible under certain conditions, the most important being:

- Investments should be channelled into the tradable sector;
- Production factors are distributed with priority to the sectors with higher productivity;

Actually, the above conditions are the essence of the export-oriented growth model, in which growth of exports results in increased economic growth rates without any deterioration of the international investment position of the economy. However, it should be immediately underscored that the same rate of exports growth will not have similar consequences in different countries. This is due to the fact that different countries have different sensitivity of growth rates to imports – equilibrium growth from a BoP point of view will be reached on different levels in the growth rates of aggregate demand. The pioneering research in this area was made by Thirlwall and McCombie (1994), who proved that from the BoP perspective equilibrium growth Y_b is set according to the simple rule: $Y_b = \frac{\varepsilon}{\pi} z$, also known as the Thirlwall law, where z is the growth rate of global production (income), and $\frac{\varepsilon}{\pi}$ is the ratio between the income elasticities, respectively of exports (ε) and imports (π). If we assume that global production (income) increases at regular rates, then the equilibrium (sustainable) growth of an economy is determined by the ratio of elasticities of exports and imports.

It is important to note that the effect of any changes in the exchange rate is eliminated in deriving this rule (law), as it is assumed that these changes do not affect significantly volumes. Empirical data unequivocally prove that the devaluation of the national currency can bring a short-lived improvement in the balance of payments,³

³ For devaluation to have positive effect on the balance of payments (more specifically on the balance of trade) the following condition should be met (known as the Marshall–Lerner condition): $e_x + |e_m| > 1$, where e_x and e_m are the price elasticities of exports and imports, respectively.

but this does not always have a positive impact on growth rates. It is so because the nominal devaluation rarely grows into real devaluation due to the strong inflationary effects it generates. This is also confirmed by the recent years' observations, showing that changes in the real effective exchange rate have a negligibly low relation to volumes of trade flows.

After 1980-ies, exchange rate changes were explained to a much greater extent with the changes in the short-term capital flows, than with trade flow changes. Taking into consideration the increased influence of capital flows in the recent decades, the Thirlwall law can be presented in a more detailed formula: $Y_b = \frac{\theta}{\pi} \varepsilon Z + \frac{(1-\theta)}{\pi} f$, where θ and $(1-\theta)$ represent the share of exports and capital flows in the total volume of foreign currency incomes, and f is the growth rate of capital flows. This specific feature is interpreted in the sense that in the countries where economic growth rates exceed the equilibrium rates ($Y > Y_b$), capital flows increase at a quicker rate than exports volumes. In other words, the difference between the sustainable economic growth of the economy and the ratio between the elasticities of exports and imports can be explained only with the capital flows.

Having said all this, a conclusion can be made that from the point of view of this approach, economies of different countries grow at different rates because domestic demand grows at different rates, which, on its part, is constrained by the requirements of balance of payments equilibrium, in the sense of the Thirlwall law. Hence, the issue boils down to explaining why the constraints imposed by the balance of payments are different in different countries, i.e. why the elasticities of exports and imports differ. It is not easy to answer this question as it requires an additional analysis along the following lines:

- What types of goods are exported and how global demand for them is changing. In the simplest case, it is a question if primary products are exported or goods of high degree of processing;
- What are the characteristics⁴ of exported products and whether they provide any competitive advantage in terms of "non-price competition".

Ultimately, a conclusion can be drawn that the elasticity of exports and imports reflects to a very great extent the differences in the so-called "non-price competition". The significance of this conclusion can hardly be overestimated. It turns out that supply is important only as much as the supply of production factors (investments in new technologies, R&D, education, etc.) can influence the elasticity of demand for exports which, on its part, is of crucial importance for the growth rate of exports, and from there for economic growth. This approach differs considerably from the

⁴ In this case, under characteristics we mean all those non-price factors influencing consumer choice, and through it demand. It is a question of factors such as quality, reliability, standardisation, security and promptness of delivery, warranty and post-warranty services, development of a branch network, export lending and export insurance, etc. These are all subject to a specific foreign trade policy, which is not always within the power of an individual company and involves the interference of the state.

classical interpretation of supply, where the very growth of factors (labour, capital and technologies) explains economic growth by itself.

Clarifying the theoretical concepts as regards the possible types of economic growth and the constraints they impose are important from the perspective of formulating a specific economic policy. The issue that is most important for us as a society is whether at this stage Bulgaria can generate sufficiently high growth based on internal factors, so that we need not rely on the vicissitudes of external markets? Furthermore, a possible positive answer to this question requires an answer to another question – what should be the role of the government in pursuing such a policy.

No matter how convincing the arguments of the adversaries of export-led growth might sound, the unsavoury truth is that incomes in Bulgaria will remain at low levels, which would not allow (at least at this stage) to make full use of the domestic demand-led growth mechanism. The constraints set by the currency board arrangement and the impossibility (at least in the medium-term) to pursue an expansionist fiscal policy are additional factors in support of the conclusion that in the foreseeable future Bulgaria will have to rely primarily on its exports for ensuring economic growth based on economy of scale. From the point of view of the constraints imposed by the balance of payments, the message is clear – increasing the pace of economic growth is possible only if Bulgarian exports become more attractive and/or the elasticity of imports is reduced (in the best case scenario a combination of both). Otherwise, i.e. if production capacity is growing at a quicker rate than domestic demand (due to the constraints imposed by the balance of payments) unemployment will increase, which will further reduce consumption. In other words – it is not just a question of ensuring economic growth by more exports, but by the export of the right goods and services, those for which there is elastic demand.⁵

Economic growth and the external sector – possible policies

Although for a long period Bulgaria has not been developing according to the laws of market economy, the models of economic growth in the recent decades were analogous to the ones known in the world practice. The period of industrialisation after World War II coincided in terms of timing and essential characteristics with the flourishing of the import-substitution models. Later on, together with the other states from the so-called Comecon bloc, this country started implementing some of the methods typical of the export led growth models, however with no particular success. This is evidenced both by the decreasing rates of economic growth in the 1980-ies in comparison to the 1960-ies and 1970-ies, and by the fast accumulation of foreign debt.

⁵ The author has prepared a separate study on income and prices elasticities of exports and imports, which is due to be published soon.

No matter how controversial Bulgaria's specialisation within the framework of the Council for Mutual Economic Assistance (CMEA) may seem (from the present point of view), it did indeed ensure nominal growth rates, however at the cost of huge domestic and external imbalances. The existing model of economic growth collapsed with the disintegration of CMEA. For several years thereafter, Bulgaria registered negative GDP growth accompanied with increasing unemployment, galloping inflation and fast decapitalisation of the economy. The factors contributing to that downturn were many, not only economic. What was indisputable was the lack of a clear economic model to be followed by quickly changing governments. As late as the end of the 1990-ies, some growth model was shaped (although arbitrarily), which was based on increasing amounts of external funding leading to growing domestic demand and respectively to higher growth. That, however, was accompanied by sharp deterioration of the current account of the balance of payments and increase in external indebtedness of the private sector. In the conditions of quickly growing imports and increasing domestic demand, government budget revenues increased at higher rates than GDP, which resulted in budget surpluses. Despite the surplus budgets, the fiscal policy throughout these years was definitely procyclical, and the nominal amounts of surpluses could not compensate the overheating of the economy, expressed in rising price levels and growth of a prevailing part of financial and real assets.

The global financial crisis and its impact on the Bulgarian economy have actually put an end to a model of development, which obviously was unstable in a longer term

The main problem was due to the structure of foreign investments, not aimed at the tradable sector, but specifically at the real estate and the financial sector. Such a structure of investments encouraged mainly construction, which is a strongly procyclical sector, and it did not take long for the negative results to come. The current account deficit exceeded 25% of GDP, which in itself was very alarming, but the sharp deterioration of the international investment position, the negative values of which passed the limit of 100% of GDP, was even more worrying. If some positive conclusions can be drawn from the crisis, they would be related to the need of reconsidering the entire model of development that was established in the recent decade. To the extent the Bulgarian economy experiences shortage of capital, by necessity, external funding will continue to play an important role. Hence, the issue boils down to the form of funding – whether to opt for recovering the inflows of foreign direct investments, or for increasing exports, which would provide the necessary financial resources for the needed investments in real assets, that are to ensure economic growth.

Considering the possible policies in the short-term, perhaps we should remember again that the Bulgarian economy is characterised with a high degree of openness and foreign economic factors have always been of extremely crucial importance for development. That peculiarity of the national economy (which in

general is typical for any small economy) has been preserved and even increased in the last two decades, when the economy gradually transformed to a market-oriented one. The degree of openness is largely predetermined by both the historical development and the geographic location, as well as by a number of economic factors. The truth is that in practice the country has no reasonable alternative to a still closer integration in the European and global economy. Although this is understood and shared by all, economists and politicians alike, the consensus does not make the task for optimal use of the external sector less complicated. The role and significance of economic integration and of foreign trade in particular, have been subject of many research studies, including by Bulgarian authors. Almost everyone refers to the advantages of the international division of labour, specialization, concentration, co-operation, horizontal and vertical integration, etc. A subject of increasing popularity in the recent years is globalization, and how all countries, irrespective of the degree of their economic development, may benefit from it. Actually, the issues related to globalization are many and complex, and the benefits from it are in no way distributed equally among all the participants.⁶

Obviously, with a limited domestic market, any export-led economy needs a broader access to international markets, and foreign trade (particularly exports growth) turns into one of the most important factors of economic growth. For a national economy to be able to benefit from its natural specifics and its production specialisation, it needs an adequate foreign economic policy. This, on its part, necessitates adopting the requirements and rules of globalisation and the world trade system related to it. Large part of the issues⁷, concerning primarily trade flow liberalisation, were resolved by Bulgaria's membership in the World Trade Organisation (WTO) and EU accession. Another part however, maybe the most important one, relating to formulation and implementation of a specific state foreign trade policy, remained unresolved. We set aside the issue whether a national strategy of the foreign economic policy is needed at all. Examples from world practice (Japan, Korea, China, the Asian tigers, and a number of other countries) are a persuasive example of the benefits of such a policy.

Empirical data definitely prove that the openness of an economy and export-oriented growth brought considerable benefits to a number of developing countries. There are numerous examples both in Southeast Asia and in Central and South America. In the recent several decades there is not a single example of an economy to have registered high and stable economic growth rates, without this being

⁶ These considerations are not aimed at taking sides in the debate on the pros and cons of globalisation, but serve the less ambitious task to assess how Bulgaria integrates in the whole process and if those in power (present and former) manage to derive maximum benefits from Bulgaria's participation in the international division of labour.

⁷ The undisputable successes in this area are the reduction of tariffs, limiting the imposition of non-tariff barriers, facilitating the exchange of goods and services, Bulgaria's accession to Art. VIII of the IMF Articles of Agreement (liberalisation of current transactions) etc.

accompanied by a significant growth of foreign trade volumes. No matter how indisputable the success of export-oriented economies might seem from growth perspective, the questions over which there are still discussions refer to the long-term sustainability of this model of development and the appearance of a new type of dependence of the developing countries from the developed ones in terms of demand. Fears of the emergence of a new type of colonialism were exacerbated after the break of the global financial crisis when global trade volumes shrank abruptly, primarily due to the shrinking demand in the developed countries, which gave grounds to many economists to predict the revival of protectionism as an economic policy.

At the same time, it should be noted that in spite of the collapse of global trade immediately after the beginning of the financial crisis, the system of the WTO, established prevailingly based on rules, proved its strength, and the fears of protectionism turned to be rather exaggerated. It should not be forgotten that all this happened in spite of the failure of yet another round of negotiations on elimination of trade barriers, known as the Doha Development Round.⁸

Surveys indicate that countries with more open economies in general were worse hit by the crisis. Could this mean the end of the trend, manifested in recent decades, of growing openness of national economies on global scale? It is early to say with certainty – at least several years have to pass in order to see if and to what extent the developing countries have made steps towards change in their economic growth model.

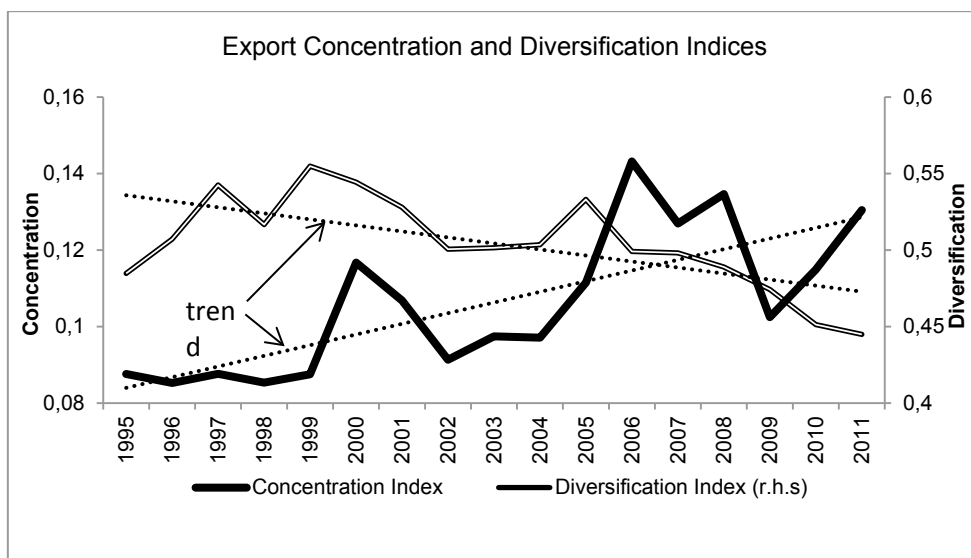
The standard recipe prescribed by the international financial institutions (particularly by the IMF) in the conditions of crisis is to strengthen macroeconomic fundamentals. This standard response is formally correct, but its practical usefulness is rather poor. Bulgaria has been maintaining strong macroeconomic indicators (even at the height of the crisis) for years, but the perception of economic stalemate and being in a fix is quite palpable. Implementing the historically most important task facing modern Bulgaria – achieving nominal and real convergence with the other EU member states – remains far away ahead in the future. Obviously just maintaining strong economic fundamentals is not enough. If we assume that keeping to the export-oriented growth model (with all its deficiencies) in the coming years is inevitable, then what comes to the fore is the question how to ensure optimum diversification of trade flows (and especially of exports) in a manner ensuring high and stable growth rates.

Global practice has long proven that the relation between the degree of openness of an economy and the volatility of economic growth is as weaker as diversification is higher. From this perspective, it is very important to maintain a

⁸ This round of negotiations started in 2001 but no agreement has been reached so far. The main controversies between the developed and the developing countries are related both to the tariffs on industrial goods, and to the so-called non-trade barriers. There are considerable differences between the EU (mainly France) and the other developed countries (mainly the US and Canada) with regard to subsidies for agriculture.

high degree of diversification in terms of both products and markets in which we trade.

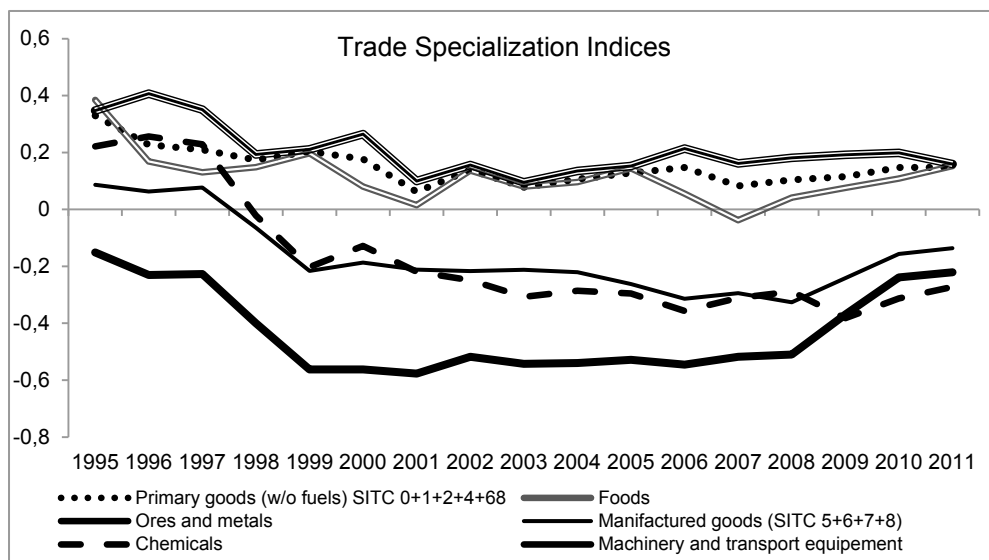
Regretfully, recent years' data indicate a clearly outlined trend towards reduced diversification of Bulgarian exports and a trend (not so clearly outlined) towards increased concentration.



Source. UNCTAD.

Another unfavourable trend concerns the specialization of Bulgarian exports. The gradual depletion of the extensive possibilities of the economy, the lack of innovative products, and the improperly oriented specialisation are the most probable causes of exports stagnation in recent years. Changes in the commodity structure can serve as a good reference point in the analysis of the possibilities for exports to become a sustainable driver of economic growth. For decades this has been the typical structure for a developing economy with a prevailing share of raw and other materials (mainly primary products and metals), i.e. production with low degree of processing and with low value added, respectively. In the long-term, this type of structure cannot generate sustainable economic growth as it strongly depends on price fluctuations in the international markets, characterised with strong procyclicality. The UNCTAD data on Bulgaria's Trade Specialisation Index⁹ speak for themselves.

⁹ This index (also known as normalized trade balance) compares the net trade flow (exports minus imports) with the whole flow (exports plus imports). It can take values from -1 to +1, where positive values indicate specialisation within a specific group of goods.



Source. UNCTAD

Given the degree of openness of the economy, it would hardly be exaggerated to say that the domestic economic policy should become a function of the foreign trade policy, i.e. the measures of domestic policy should be targeted at achieving the priorities set by the foreign policy. In this relation, three main milestones can be outlined in the development of Bulgaria's foreign economic relations, which should determine the foreign economic policy in the future: globalisation, European integration, regional cooperation. The globalisation processes generate the need of trade liberalisation by tariff reduction, limiting the use of non-tariff barriers, facilitating the exchange of goods and services between countries. Presently, the foreign economic relations globally are to a great extent systematised within different multilateral agreements, regional arrangements and bilateral treaties. The strictly laid down rules of trade underlying them provide conditions of predictability, and thus facilitate the business environment. Based on these arrangements, good access to markets of counterparties has been achieved, and conditions are provided for increasing exports. All this helps in making the Bulgarian market an integral part of the single European market, which is an area without internal boundaries, where the free movement of goods and services, people and capital is guaranteed. In a more specific aspect, there are various approaches to stimulating economic growth by more active inclusion of the Bulgarian economy in the international division of labour. The more important directions can be systematised as follows:

- A key factor of increasing productivity and competitiveness through implementation of state-of-the-art technologies and innovation. In addition to

traditional instruments (foreign direct investments, transfer of technologies and know-how) the state should play an important role in encouraging R&D activities. The ultimate goal of this policy is to break with the years-long practice of export of labour-intensive goods with low added value in favour of capital-intensive products with a dominating share in the foreign trade of the EU.

- Mitigating and subsequently overcoming the issue with the low competitiveness of Bulgarian products, particularly agricultural produce. Achieving this goal will require a step-by-step but stable increase in the absorption of resources from EU Funds and pursuing a policy targeted at the development of rural areas;

- Facilitating access of Bulgarian companies to the EU single market by more active participation in the system of mutual recognition of certificates and certification procedures. This will reduce significantly the costs of exports particularly in the dairy, meat production and meat processing industries, with a recognised enormous potential;

- Identification of companies having a potential to enter and be competitive in the common European market. These companies should be assisted under target programmes and projects, including by establishing partnership relations with leading foreign companies;

- Encouraging the use of instruments like public-private partnership in the realisation of projects financed from EU Funds;

- Stimulating initiative and proactive behaviour of Bulgarian companies for finding suitable contractors, their inclusion in high technology subcontracting chains and in the development and operation of industrial clusters and entrepreneurial networks;

- Eased granting of export credits and providing diverse financial instruments;

- Providing state guarantees and insurance of export credits aimed at corporate and bank loans with the purpose of providing additional incentives not only for exporters but also for the finance and credit institutions;

- Seeking possibilities for tax and customs relief for exports, including exemption from customs duties, taxes, charges and excise taxes; refunding of already paid export taxes and duties; provision of tax, customs and other preferences to foreign investments with a view to increasing competitiveness and exportability of domestic production;

- Specific forms of export preferences – privileged access to produced raw materials, utilities (power and water supply, etc.); transport of export goods at lower tariff rates; passport, visa and other preferences;

*

Drawing on all said so far, one can convincingly affirm that export-oriented economy means not just high rates of exports, but is related first and foremost to providing all necessary conditions for improving the effectiveness of exports in a manner that makes them a driver of economic growth. Implementing this seemingly simple idea requires providing a number of prerequisites. Economic growth rates will

be related to the growth of export volumes only after the strategic export industries for the economy have been determined. This is the only way to eliminate sporadic and campaign-driven measures for stimulating individual productions and for achieving short-term effects on the BoP current account, and to develop a purposeful policy of long-term effects on the overall economic development. From this perspective, the policy of export-oriented growth should not be based on an individual successful trade breakthrough, but rather on a comprehensive strategy for identifying, developing and establishing market positions. One of the main difficulties to be overcome in case of an export-oriented trade policy is related to the restructuring of import- and export-oriented product range, but this is an issue that goes beyond the scope of this study. And last but not least, the various forms that an export-oriented policy can take, are determined by both the nature and specifics of the economy and by the existing connections and relations between the government and the business – an issue that has not yet found any acceptable solution.

Bibliography:

McCombie, J. S. L. (1997). On the Empirics of Balance of Payments Constrained Growth. - Journal of Post Keynesian Economics, Spring.

McCombie, J. S. L. and A. P. Thirlwall (1994). Economic Growth and the Balance of Payments Constraint. New York: St. Martin Press.

Meier, G. M. (1995). Leading Issues in Economic Development, 6th ed. New York and Oxford: Oxford University Press.

Palley, T. I. (2002). A New Development Paradigm Domestic Demand-Led Growth – Why it is Needed and How to Make it Happen. Foreign Policy in Focus, September.

Palley, T. I. (2002). A New Development Paradigm Domestic Demand-Led Growth. A Project of the Institute for Policy Studies. Foreign Policy in Focus (FPIF). Financial Flows. September 1.

Palley, T. I. (2000). Export-Led Growth: Is There Any Evidence of Crowding-Out? Structural Change and Economic Dynamics. Elsevier.

Singh, A. (1999). Asian Capitalism and the Financial Crisis. London: Routledge.

Thirlwall, A. P. (1979). The Balance of Payments Constraint as an Explanation of International Growth Rate Differences. - Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review, March.

Turner, P. (1999). The Balance of Payments Constrained and the Post-1973 Slowdown of Economic Growth in the G7 Economies. - International Review of Applied Economics, January.

Vera, L. A. (2006). The Balance of Payments Constrained Growth Model: A North-South Approach. - Journal of Post Keynesian Economics, Fall.

2.IX.2013

ПРОБЛЕМИ И ПЕРСПЕКТИВИ НА ФИСКАЛНИЯ СЕКТОР В БЪЛГАРИЯ

Направен е анализ на бюджетното салдо, централен индикатор за процесите във фискалния сектор, и начините за неговото финансиране – от фискалния резерв и чрез държавен дълг. Разкрити са детерминантите му – общите държавни приходи и разходи, като са проследени техните тенденции и структура. На тази база са открити главните проблеми при формиране на приходите и разходите в държавата, обясняващи динамиката на бюджетното салдо. Анализът се задълбочава в структурата на публичните бюджети, откроявайки генераторите на излишъци (републиканският бюджет и отношенията с ЕС) и на дефицити (общинският сектор и този на социалното осигуряване и грижите). От тази перспектива общият бюджетен дефицит е резултат от невъзможността излишъците по републиканския бюджет и от отношенията с ЕС да покриват дефицитите на общините и социалното осигуряване. Отделено е внимание на структурата и актуалните проблемите на данъчните приходи. Открити са икономическите ефекти на подоходните данъци, тъй като се смята, че те влияят пряко върху стопанската активност и икономическия растеж. Предложена е стратегия от стъпки за решаване на проблемите, разкрити от анализа на фискалния сектор.

JEL: E62; G17; H20

Във фискалния сектор са съсредоточени интересите в държавата. В условия на паричен съвет той е и главен инструмент за управление на икономиката в рамките, предоставени от Пакта за стабилност и растеж и Закона за публичните финанси (в сила от началото 2014 г.). Фискалният сектор, който е и успешен гарант за финансовата стабилност досега, е поставен под натиск от всички страни: от населението - за увеличаване на заплати, пенсии и обезщетения; от бизнеса - за редукция на данъчноосигурителната тежест и навременни плащания по програми и държавни поръчки; от Европейския съюз – за спазване на договорите и запазване на финансовата стабилност. От справянето с тези разнопосочни предизвикателства до голяма степен зависи развитието на икономиката и обществото в България в близко бъдеще.

Бюджетно салдо, фискален резерв и държавен дълг

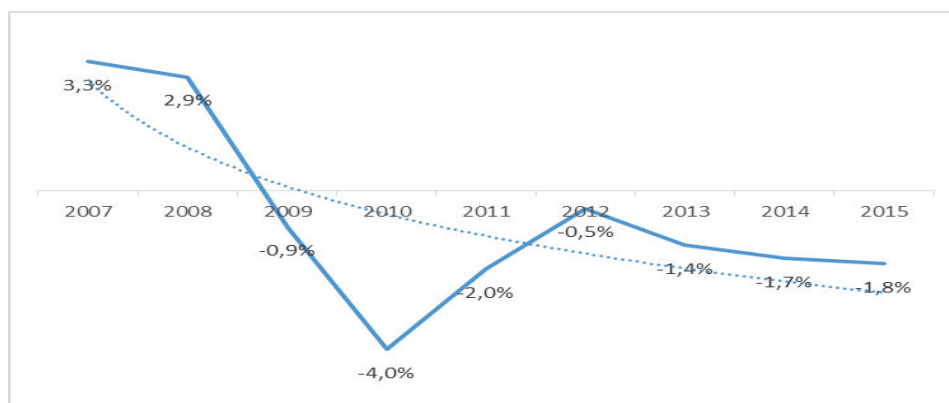
Бюджетното салдо - централен индикатор за процесите във фискалния сектор, е следствие от обективните икономически и социални предпоставки на българското стопанство, както и от провежданата фискална политика. Динамиката му за 6-годишен ретроспективен период (2007-2012 г.) очертава обща тенденция към влошаване – от рекорден излишък през 2007 г. (3.3% от БВП) то спада до 2.9% през 2008 г. и преминава в растящ дефицит през следващата 2009 г., достигащ в края на 2010 г. до -4.0% от БВП, което е с една трета повече

* НБУ, департамент „Икономика“; e.kalchev@nbu.bg

от допустимите -3.0% по договора от Маастрихт и Пакта за стабилност и растеж. През 2011 г. дефицитът е ограничен до -2.1%, а в края на 2012 г. е едва -0.5% от БВП (фиг. 1), което в абсолютно изражение отговаря на превъзходство на държавните разходи над приходите с малко над 350 млн. лв.¹

Фигура 1

Динамика на бюджетното салдо 2007 - 2015 г. (% от БВП)



Източник: НСИ, МФ, прогноза 2013-2015 г.

През 2008 г. завършва възходящата фаза на световния икономически цикъл, движен от банковия кредит и инвестициите в недвижими имоти, водещ в България до реален растеж на икономиката до над 6% годишно.² С края на възходящата му фаза приключва и провежданата дотогава у нас (пасивна) фискална политика на растящи бюджетни излишъци (при плавно намаляване на данъчноосигурителните размери), на слаб контрол върху събираемостта, на растящ фискален резерв и намаляващ държавен дълг, както и на бързо растящи държавни разходи. Благоприятното развитие на световната и европейската икономика до настъпването на финансовата криза и значителният ресурс в разпореждане на българското правителство не са използвани за провеждане на структурни реформи в държавната администрация, инфраструктурата, бизнес-средата, образованието, здравеопазването, енергетиката, някои отрасли на икономиката, нито поне за пълно изплащане на държавния дълг, което да създаде повече пространство за фискалната политика в по-трудни икономически периоди.

Такъв период настъпва през 2009 г., когато спадът на БВП с -5.5% и последващият средногодишен реален растеж на икономиката от под 1% до края на 2012 г. налагат управлението на бюджетните дефицити като главен

¹ Национален статистически институт (Брутен вътрешен продукт), Министерство на финансите (Консолидирана фискална програма), собствени изчисления.

² Eurostat. Real GDP Growth Rate.

елемент на фискалната политика. За резкия старт на неблагоприятната тенденция на дефицити повлияват и заложените в началото на 2009 г. разходи за повишаване на пенсиите, за заплащане на неналежащи инвестиции в енергетиката и за значително производство на скъпа електроенергия от възобновяеми енергийни източници. Тези инвестиции стават платими главно от 2010 г. нататък и допринасят за -4 % бюджетен дефицит.

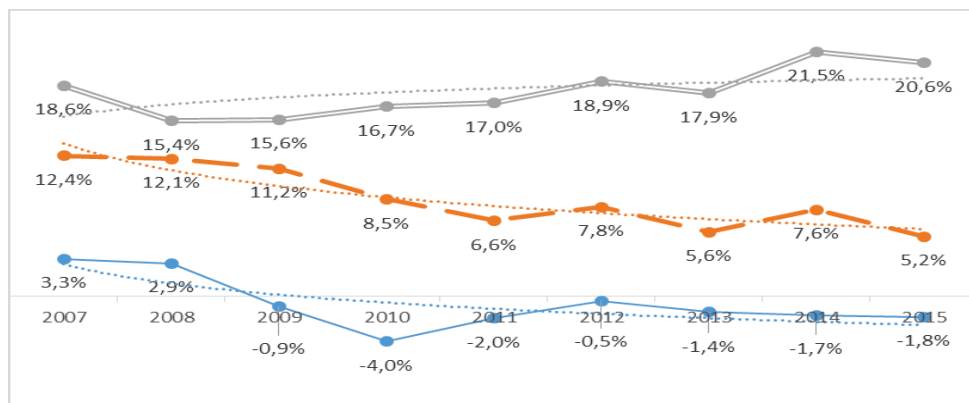
Фискалната политика от последните две години логично се концентрира върху понижаване и финансиране на дефицитите. За тази цел е мобилизиран финансовият потенциал на държавата, в т.ч. със Закона за държавния бюджет е „национализиран“ резервът на Националната здравноосигурителна каса. България успешно емитира нов външен дълг на ниска цена, с който обслужва по-стари задължения - средства, с които не разполага.

Увеличените разходи от края на 2009 г., както и последвалите разходи за покриване на бюджетните дефицити за 2010 и 2011 г., ефективно понижават нивото на *фискалния резерв*, който след рекордните 12 млрд. лв. (октомври 2008 г.) намалява, а след 2011 г. и вече трайно се стреми към „санитарния“ минимум от 4.5 млрд. лв., въпреки че частично спада под него, а в случаите, когато служи за временно депо на новоемитиран държавен дълг, го надвишава.³

Негативните тенденции в динамиката на бюджетното салдо (най-ниската крива на фиг. 2) и на фискалния резерв (средната крива), частично компенсират икономическите последици от финансовата криза у нас, се съпътстват от тенденция към повишаване на държавния дълг (най-горната крива).

Фигура 2

Бюджетно салдо, фискален резерв и държавен дълг 2007 - 2015 г.
(% от БВП)



Източник: НСИ, МФ, прогноза 2013-2015 г.

³ Министерство на финансите (Фискален резерв).

Посочената тенденцията също е неблагоприятна, въпреки че равнището на държавния дълг е все още далеч под границата от 60% от БВП, защото това задлъжняване не се свързва нито с отчетливо нарастване на БВП, нито с изграждане на структурен и капиталов потенциал, гарантиращ по-значителен растеж в бъдеще. Изграждането на модерна пътна инфраструктура е правилна икономическа политика, но все пак тя е само елемент от бизнес-средата наред с високото ниво на корупцията, неефективната правосъдна система, спадащата квалификация на трудовите ресурси, политическата и юридическата непредвидимост и др. Липсата на реално приложими последователни стратегии за икономическо развитие, около които да е обединен потенциалът на нацията, сериозно и дългосрочно възпрепятстват растежа на българската икономика, въпреки че състоянието на пътната структура се подобрява. Известен е и повишеният риск от по-значителна суверенна задлъжнялост в условия на паричен съвет, което също допринася за негативната оценка на политиката за последователно увеличаване на вътрешния и външния дълг на държавата.

Въпреки че относителният дял на държавния дълг в БВП през 2007 г. е сравним с този от 2012 г., в абсолютен размер през 2012 г. той е с повече от 3.5 млрд. лв. по-голям, отколкото в началото на периода. След спад с около 0.5 млрд. лв. през 2008 и задържане на това ниво през следващата година дългът нараства устойчиво до 2012 г. със средно около 1 млрд. лв. годишно, достигайки 14.7 млрд. лв.⁴

Протестите от началото на 2013 г. насам често се концентрират в искания за плащания от страна на държавата и са предизвикателство пред сегашната и бъдещата фискална политика. Всъщност предизвикателството е по-голямо, защото, първо, перспективите за растеж на българската икономика до 2015 г. са твърде скромни,⁵ и второ, разходите са вече щедро планирани – например в Бюджет 2013 те се увеличават с около 11% на фона на нарастването им с по около 4% за предходните три години, а кореспондиращият им бюджетен дефицит е планиран на ниво от -1.4% от БВП при -0.5% за 2012 г.

За развитието на бюджетните разходи до 2015 г. са възможни два сценария. Единият (популисткият) е свързан с тяхното значително повишаване в отговор на исканията на хората. Такъв ръст не се подкрепя от съответно нарастване на държавните приходи. При структурата на българската икономика той е постижим чрез увеличаване тежестта на данъците. Предвид това, че те ще се понесат в крайна сметка от населението, в ситуация на перманентни протести подобна стъпка е малко вероятна. Следователно повишаването на държавните разходи е възможно само за сметка на увеличаващи се бюджетни дефицити (отвъд 3-процентната граница на Маастрихтския договор и Пакта за стабилност и растеж), които могат да се финансират единствено

⁴ Министерство на финансите (Годишен обзор на държавния дълг).

⁵ Вж. Ганев, 2013, с. 15.

вено с нарастващ държавен дълг. Подобно „изтъргуване“ на ниската задлъжнялост на държавата и на свързаната с нея финансова стабилност минава през нарушаване (или промяна) на Закона за публичните финанси, предвиждащ 2% граница за държавния дълг,⁶ процедура за прекомерен дефицит срещу България от страна на Европейската комисия, растяща цена на българския държавен дълг, вероятно реализиране на натрупани негативни потенциали в икономиката (например междуфирмената задлъжнялост) и завръщане на Международния валутен фонд в българската фискална политика. С други думи, не може да се твърди, че чрез раздаване на пари на нуждаещите се ще се подобри положението на икономиката. Политиките на държавни разходи са успешни за постигане на ускорен икономически растеж, свиване на безработицата и т.н. само когато те са за (подходящи) инвестиции, а не за потребление.

Конструктивният сценарий, подкрепян тук (вж. фиг. 1 и 2), предвижда задържане на разходите и бюджетния дефицит до 2% - граница на Закона за публичните финанси, и стартиране на неизбежни последователни структурни реформи, макар и в днешните много по-неблагоприятни условия. В областта на фискалната политика те включват мерки за повишаване приходите на държавата въз основа на действащите размери на данъците. Някои стъпки за увеличаване на събираемостта са вече инициирани със създаването на електронна връзка на фирмите с Националната агенция за приходите (НАП), с опитите за повишен контрол от приходната администрация, с постепенното усъвършенстване на материалното и процесуалното данъчноосигурително законодателство, както и със стартиралите реформи в НАП и Агенция „Митници“. Тези мерки могат да са успешни само ако са подкрепени от политическа воля за включване на всички задължени по налозите лица в понасяне на бремето им. Същевременно са необходими и мерки за повишаване на ефективността, контрола и прозрачността при използване на държавните приходи. И в този сценарий е вероятно известно увеличаване на държавния дълг за хоризонта на прогнозата, но политиката по дълга трябва да е максимално консервативна.

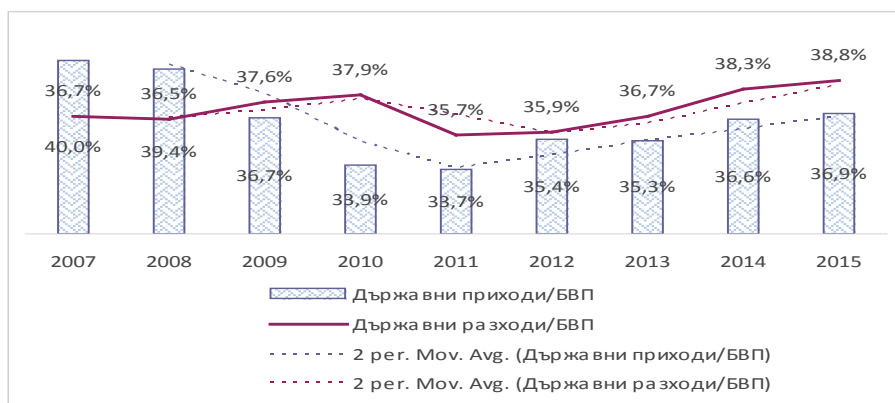
Размер и структура на държавните приходи и разходи

Икономическите последици от световната финансова криза във фискалната област се проявяват в значително намаляване *приходите на държавата*, които от 40% от БВП в началото на периода спадат до 33.7% през 2011 г., след което бележат тенденция към нарастване, която се очаква да продължи до края на прогнозния хоризонт, достигайки до около 37% от БВП през 2015 г. (вж. фиг. 3). В абсолютен размер те се повишават от около 24 млрд. лв. през 2007 г. до около 27.5 млрд. лв. към 2012 г., което означава ръст от 15%, отговарящ на средногодишен темп от 2.7%.

⁶ Закон за публичните финанси, чл. 27 (4).

Фигура 3

Преразпределение през държавния бюджет 2007 - 2015 г. (% от БВП)



Източник: НСИ, МФ, прогноза 2013-2015 г.

Бюджетните разходи са по правило по-консервативни от бюджетните приходи, тъй като са резултат от политически, социални и договорни ангажменти на държавата, а не, подобно на приходите, следствие преди всичко от състоянието на икономиката (нива на потребление, внос, печалби, доходи и т.н.). Тази особеност се проявява в немонотонно свиване на относителния дял на държавните разходи в БВП до около 34% за 2011 г. и неговото плавно нарастване, като се очаква той да достигне близо 39% от БВП. В абсолютен размер разходите нарастват от 22 млрд. лв. през 2007 г. на 27.8 млрд. лв. през 2012 г., т.е. с близо 26%, което отговаря на средногодишен темп от 4.7%.⁷

Политиката на растящо преразпределяне през бюджета ще продължи и през следващите години, като относителният дял на държавните приходи трайно ще надвишава този на държавните разходи в БВП.

В *структурата на разходите* по консолидираната фискална програма (КФП) за миналата година се отличава огромният дял на разходите за социално осигуряване и грижи (43%), който се е повишил (вж. стрелката на табл. 1) в сравнение с 2007 г. със значителните 8 процентни пункта (пр.п.). През 2012 г. тези разходи са вече 2.3 пъти по-високи от разходите за заплати в държавата, чийто относителен дял е без промяна, и 2.7 пъти по-големи от разходите за издръжка, делът на които бележи спад с -4 пр.п. от тези 6 години назад (вж. табл. 1). Смущаващ е спадът в дела на капиталовите разходи с -4 пр.п. от нивото му в предкризисната 2007 г., което през 2012 г. е само 13% от общите разходи на държавата. Положителен факт е задър-

⁷ Национален статистически институт (Брутен вътрешен продукт), Министерство на финансите (Консолидирана фискална програма), собствени изчисления.

жането на ниско равнище през 2012 г. на относителния дял на субсидиите (4%) и на лихвите (2%).⁸

Таблица 1

Относителен дял на държавните разходи по видове за 2012 г. (%)
и разлика с 2007 г. (пр. п.)

	Заплати	Издръжка	Субсидии	Лихви	Социално осигуряване	Капиталови разходи	Вноска в ЕС
2012	19%	16%	4%	2%	43%	13%	3%
Разлика с 2007	→ 0%	↓ -4%	→ 1%	↓ -1%	↑ 8%	↓ -4%	→ 0%

Източник. МФ.

Разпределението на разходите по видове е консервативно и не може да се промени драстично от период към период. Актуалното разпределение е резултат от това през предходните периоди, от състоянието, перспективите и структурата на приходите, както и от приоритетите на политиката по разходите. В табл. 1 проличават нейните главни ограничения и потенциали. Централната детерминанта на тази политика са *растящите разходи за социално осигуряване и грижи, които представляват ограничение за всички останали приоритети*. Те трябва да се реализират с малко над половината от средствата, определени за разходване от държавата. Тъй като се очаква относителният дял на разходите за социално осигуряване и грижи да се увеличава поради неблагоприятната демографска ситуация, емиграцията, ниското ниво на пенсиите и изборния потенциал на пенсионерите, растящата безработица и др., перспективите пред политиката по разходите са твърде ограничени.

Успех би било задържането на относителния дял на разходите за заплати на ниво от около 20% от разходите в бъдеще, предвид исканията за тяхното повишаване, което е възможно само ако системно се намалява числеността на администрацията в държавата. Фактът, че подобно намерение е дежурно декларирано, но не е било осъществявано, не поражда оптимизъм, че това ще се случи в бъдеще, особено на фона на безработицата и на не твърде благоприятните перспективи за ограничаването ѝ.

През 2012 г. делът на разходите за издръжка бележи спад в сравнение с предкризисната 2007 г. и показва един от потенциалите за реструктуриране на държавните разходи. Мерките за реализирането му минават през довършване на приватизацията и оптимизиране чрез нови технологии и повишен контрол.

Фискална политика на пренасяне на икономическите проблеми в бъдещето не се осъществява само по линия на растящия държавен дълг, но и под формата на свит дял на разходите за инвестиции, което съответно свива и базата за постигане на бъдещ икономически растеж. За 2012 г. делът на разходите за инвестиции и за текущо потребление на правителството и общини-

⁸ Министерство на финансите (Консолидирана фискална програма).

те са съответно 23 и 77% от общите им разходи (табл. 2). За правителството това означава разширяване дела на потреблението (свиване в дела на инвестициите) с 3 пр.п., а за общините разширяването на потреблението (свиването на инвестициите) е с малко над 5 пр.п.⁹

Таблица 2

Дял на текущите и капиталовите разходи, 2012 г. (%)
и промяна от 2007 г. (пр. п.)

	Текущи разходи - правителство	Капиталови разходи - правителство	Текущи разходи - общини	Капиталови разходи - общини
2012	77,3%	22,7%	77,2%	22,8%
Промяна от 2007	 3,1%	 -3,1%	 5,4%	 -5,4%

Източник. МФ.

Единственият начин за преодоляване на комплексните проблеми пред българската икономика е постигане на ускорен икономически растеж при запазване на финансовата ѝ стабилност, а ключов инструмент за това са инвестициите. Фактът, че към края 2012 г. при бюджетна рамка от над 9.4 млрд. EUR европейски средства (в т.ч. за инвестиции) делът на инвестициите и на правителството, и на общините се свива в сравнение с годината на присъединяването на България към ЕС, когато е нямало такива щедри възможности, е твърде негативен. Реално усвоените европейски средства до края на 2012 г. са малко над 30% от бюджетната рамка, което подкрепя този извод.¹⁰

Структурата на държавните приходи зависи основно от структурата и размерите на налозите, както и от възможностите за усвояване на европейски средства. Данъчната политика през ретроспективния период е консервативна въпреки ежегодните (главно технически) промени в данъчните и осигурителните закони, а структурата на приходите е устойчива. Към 2012 г. данъчната система осигурява над половината от приходите (58%) независимо от лекия спад от 2 пр.п. в дела ѝ в сравнение с 2007 г., подкрепяна от осигурителната система – 20%, докато неданъчните приходи и помощите (главно от ЕС) съставляват общо около 20% от общите приходи, като делът на първите леко намалява (с 2 пр.п.), а този на помощите се покачва (с 4 пр.п.).

Делът на приходите от осигуровки е стабилен, тъй като те са дължими по трудови и граждански договори.¹¹ В годината на присъединяването помощите (главно от ЕС) са относително малки и до 2012 г. се удвояват, достигайки не особено значителните 2.3 млрд. лв., което приблизително удвоява и

⁹ Министерство на финансите (Централно правителство и Местни бюджети)

¹⁰ Министерство на финансите (Консолидирана фискална програма) и Структурните фондове на ЕС (Изпълнение на оперативните програми).

¹¹ Министерство на финансите (Социално осигуряване).

дела им в общите приходи (от около 5 на около 9%) за сметка на дяловете на данъчните и неданъчните приходи.

Таблица 3

Относителен дял на държавните приходи по видове за 2012 г. (%) и разлика с 2007 г. (пр.п.)

	Данъци	Осигуровки	Неданъчни приходи	Помощи от ЕС
2012	58%	20%	13%	9%
Разлика с 2007	↓ -2%	→ 0%	↓ -2%	↑ 4%

Източник. МФ.

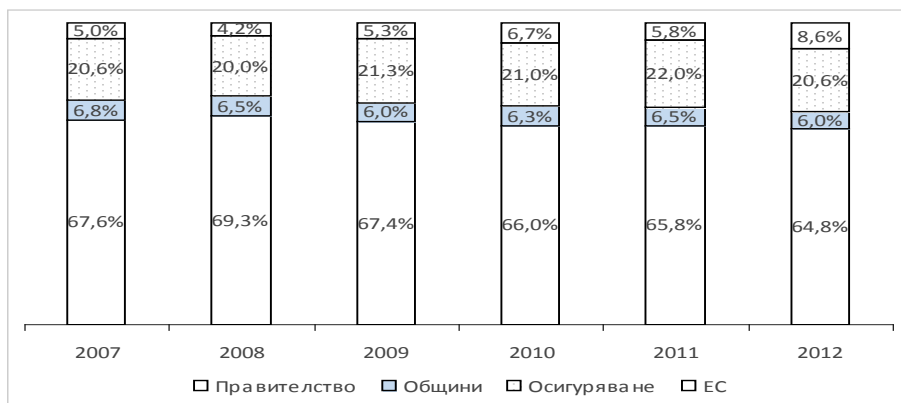
Бюджетна структура

Развитието на бюджетната структура е централна тенденция във фискалния сектор, изразяваща се в динамика на относителните дялове на правителството, общинския сектор (общините), сектора на осигуряването и грижите и на финансовите отношения с ЕС в общите приходи и разходи на държавата.

Към общите приходи през 2012 г. правителството допринася с близо 65%, общините – само с 6%, осигуряването с малко по-малко от 21%, а ЕС – с по-малко от 9% (фиг. 4).

Фигура 4

Структура на приходите – правителство, общини, осигуряване, ЕС, 2007 – 2012 г. (% от общите приходи на държавата)



Източник. МФ.

Въпреки че тази структура е сравнително устойчива, тя показва ясни тенденции към плавно намаляване приноса на правителството и увеличаване този на ЕС във финансирането на държавата при много нисък устойчив дял на общините. Общо през разглеждания период приходите на правителството

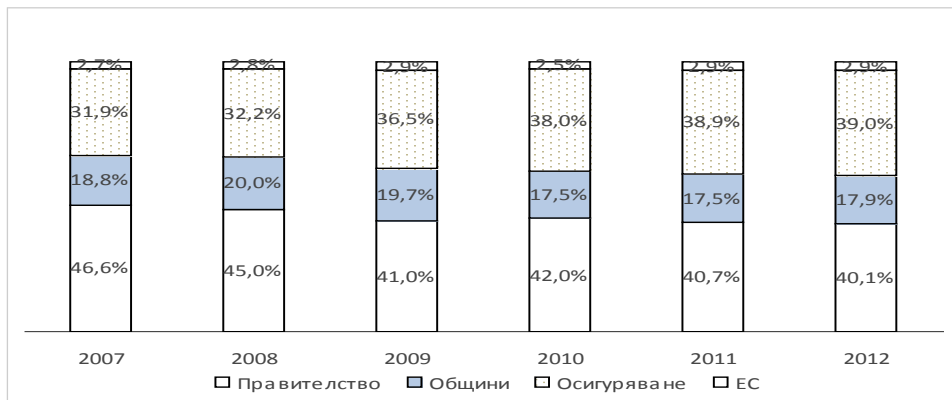
са нараснали с 11%, тези на осигуряването - с 14%, помощите от ЕС – с 85%, а приходите на общините - само с 3%.¹²

Предвид обстоятелството, че помощите от ЕС са до голяма степен в разпореждане на правителството, описаната структура и динамика показва устойчива централизирана структура на публичните приходи, даваща на правителството властови ресурс, свързан с разпределянето им. Въпреки че местната власт (и общинският съвет, и кметът) се избира от суверена, тя няма солидна и независима от правителството икономическа база за управление. Широко прокламираната през последните над десет години политика на фискална децентрализация не се случи, нито се наблюдават никакви, макар и слаби, тенденции към осъществяването ѝ. Структурата на приходите не се променя дори през 2008 г., когато на общините е придаден патентният данък и са увеличени правомощията им при събирането и определянето размерите на местните данъци и такси. Собствените приходи на общините и преди, и сега са твърде незначителни.

През 2012 г. правителството реализира само 40% от разходите на държавата, т.е. далеч под половината, въпреки че провежда националната вътрешна и външна политика и че от него се очаква повишаване на благосъстоянието на гражданите (фиг. 5).

Фигура 5

Структура на разходите – правителство, общини, осигуряване и грижи, ЕС, 2007 – 2012 г. (% от общите разходи на държавата)



Източник: МФ.

Делът на разходите за социално осигуряване и грижи е само с около 1 пр. п. по-малък от този на правителството, макар че делът на приходите му в общите приходи е повече от 3 пъти по-нисък. Подобна е и картината с дела на разходите на общините – той също е около 3 пъти по-висок (18%) от дела

¹² Министерство на финансите (Данни по консолидираната фискална програма).

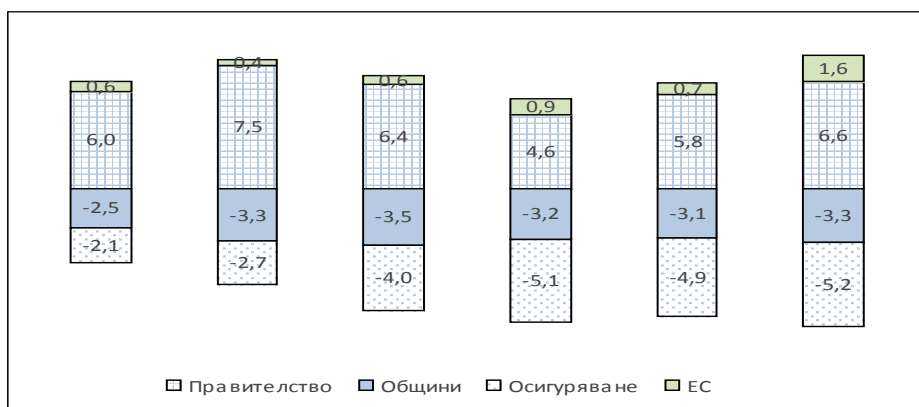
им в приходите. Делът на вноската на България в бюджета на ЕС е под 3%, т.е. около 3 пъти по-нисък, отколкото на помощите в приходите.

При динамиката в структурата на общите разходи на правителство, общини, социално осигуряване и грижи и ЕС се очертават по-значими тенденции от тези, разкрити при приходите. Делът на правителствените разходи се свива с -4.5 пр. п., а този на общините с около -1 пр.п., докато делът на социалното осигуряване и грижите се увеличава с малко над 7 пр.п. Ако разходите за социално осигуряване и грижи през 2007 г. са малко над 7 млрд. лв., то към 2012 г. те са вече малко над 10.8 млрд. лв., т.е. за 6 години са се повишили с 54%, което отговаря на средногодишен темп от 9% (на фона на темп на нарастване на приходите от осигурителни вноски от под 3% средногодишно).¹³ *Този изключително интензивен ръст на разходите за социално осигуряване и грижи, съчетан с многомилиардния им размер, представлява най-голямата заплаха и предизвикателство пред фискалната политика в България.* Още повече, че тези разходи активно лишават от ресурс всички останали политики на държавата. Всяка стъпка за увеличаване на пенсиите, обезщетенията за майчинство, безработица и т.н., която не се предхожда от мерки за повишаване на приходите на социално-осигурителната система, допълнително ще редуцира и без това ограничените шансове за постигане на по-значителен икономически растеж и благосъстояние в България.

Съвкупното действие на посочените тенденции води до следната картина на салдата на четирите основни фискални институции в държавата (фиг. 6).

Фигура 6

Структура на годишни салда - правителство, общини, осигуряване, ЕС,
2007 – 2012 г. (млрд. лв.)



Източник. МФ.

¹³ Министерство на финансите (Данни по консолидираната фискална програма).

Растящите излишъци на правителството и тези от финансовите отношения на България с ЕС финансират хроничните милиардни дефицити на сектора на общините и на социалното осигуряване и грижи. Тъй като от 2009 г. насам излишъците, въпреки че растат, са недостатъчни за финансиране на константния дефицит на общинския сектор (средно за периода -3.2 млрд. лв.) и на активно растящия дефицит (1.5 пъти за периода) на социалното осигуряване и грижи, е привлечен фискалният резерв (чийто потенциал е вече изчерпан) и нарастващият правителствен дълг. Възможните политики към тази неблагоприятна тенденция се групират в два сценария.

Популистският сценарий се свързва с увеличаване разходите на осигурителния сектор в отговор на исканията на хората и продължаване политиката на „моркова и тоягата“ към общините за сметка на нарастващ държавен дълг, изтласкващ решаването на проблемите в бъдеще.

Конструктивният сценарий изисква фискална политика на синхронизирани, непопулярни и трудни реформи, провеждани във враждебна среда. Първо, наложителна е реформа на осигурителната система, засягаща разходната и приходната ѝ база, така че да бъдат ограничени растящите дефицити, които тя хронично генерира. Трябва да се започне със запущване на „течовите“, свързани с освидетелстваните като инвалиди лица, да се преразгледа ранното пенсиониране, да се изравнява постепенно възрастта за пенсиониране между мъжете и жените, да се увеличава постепенно пенсионната възраст и да се понижават административните разходи. Ако все пак е неизбежно, трябва плавно да се увеличат социалноосигурителните вноски. Тези стъпки, обединени в обща стратегия, биха ограничили дефицитите и биха освободили ресурс за провеждане на структурни реформи.

Необходим е консенсус за степента на децентрализация на общинския сектор и евентуалното му подкрепяне с по-адекватни собствени приходоизточници. Наложителна е солидна реформа на административната система, свързана с намаляване броя на заетите и увеличаване на заплащането, професионалните изисквания и контрола в нея. Ако в резултат не може да се свие делът на разходите за заплати, то реформата поне трябва да е неутрална към него. Нужна е и реформа на данъчната система, запазваща тежестта и подобряваща икономическите ѝ ефекти.

Структура и някои икономически ефекти на данъците

Структурата на данъчните приходи към 2012 г. показва относителен дял на косвените данъци (ДДС и акцизи) около 70% от данъчните приходи (вж. табл. 4), докато подоходните (върху доходите и печалбите) заемат около 24%. За митата и всички други данъци (в т.ч. всички местни) остават 7%. Такава структура е сравнително устойчива за периода от 2007 г. насам, като в сравнение с началото му показва понижаване на дела на ДДС с около -1 пр.п. за сметка на разширяване на този на акцизите с малко над 2 пр.п., както и

свиване на дела на данъците върху печалбата (с над -3 пр.п.) при разширяване дела на личните подоходни данъци (с 2 пр.п.).¹⁴

Таблица 4

Относителен дял на държавните приходи по видове, 2012 г. (%)
и промяна от 2007 г. (пр.п.)

	Данъци върху печалбата	Данък върху доходите на физическите лица	Данък върху добавената стойност	Акцизи и пътна такса	Мита и митнически такси	Други данъци
2012	9,3%	14,4%	44,8%	25,4%	0,7%	5,3%
Промяна от 2007	↓ -3,4%	↑ 1,9%	→ -0,9%	↑ 2,4%	→ -0,6%	↑ 0,5%

Източник: МФ.

Повишеният относителен дял на приходите от акцизи се дължи главно на неколкостранно увеличаване им размери. Доколко за това са допринесли мерките за засилен контрол и борба с контрабандата, е трудно да се установи, защото информацията в тази насока са противоречиви. В абсолютен размер акцизите са нараснали за периода със 732 млн. лв., докато при двойно по-големия по обем ДДС това увеличение е с 553 млн. лв.

Делът на данъците върху печалбата устойчиво се свива от 2008 г. насам, когато той е над 13% от данъчните приходи, и тази тенденция пряко съвпада с настъпването на световната финансова криза. В абсолютен размер приходите от тези данъци през 2012 г. са по-ниски с -354 млн. лв. от размера им през 2007 г. За разлика от тях приходите от личен подоходен данък са по-високи с 489 млн. лв., което обяснява и разширения им дял в общите данъчни приходи.

За разлика от други държави-членки на ЕС, които в отговор на финансовата криза повишават данъчните си размери, България следва последователна политика на запазването им. Въведени са нов данък върху застрахователните премии, приходите от който са незначителни (съответно 22 и 26 млн. лв. за последните две години), и данък върху лихвите по депозитни сметки в търговските банки, който също няма съществени ефекти върху приходите. Отстояването на ниски размери, особено на стимулиращите бизнеса и инвестициите подоходни данъци, трябва да бъде оценено положително, защото така страната запазва данъчните си предимства. Въпреки че на практика не водят до необходимия ръст вътрешни инвестиции, нито привличат значим поток от чуждестранни, те са положителен елемент на бизнес-средата, която иначе се свързва преди всичко с проблеми – неефективно работеща съдебна и административна система, все още недостатъчно развита инфраструктура,

¹⁴ Министерство на финансите (Данни по консолидираната фискална програма).

многобройни разрешителни режими, корупция, бюрокрация, спадаща квалификация, слаба трудова дисциплина и т.н.

Наред с поддържането на ниски размери на подоходните данъци структурата им също не се променя, което ги прави неадекватни пред предизвикателствата на икономическата криза и в частност при стимулирането на реални инвестиции. За илюстрация са достатъчни няколко примера.

Доходите на физическите лица от труд (по трудов договор) се облагат с 10%, докато доходите им от капитал (от собственост на капиталово дружество) – с 10% корпоративен данък и след това с 5% данък върху дивидентите, т.е. с ефективен данък от 14.5%. След като факторът „капитал“ е натоварен с 45% по-голяма данъчна тежест от фактора „труд“, как българската и международната общност да разбере дали инвестициите в реален бизнес, т.е. икономическият растеж, са желани? Към това се добавя и фактът, че 60% от осигурителната тежест падат върху бизнеса (капитала), а само 40% - върху наетите лица (труда). Онова, което трябва да се направи, е да се премахне данъкът върху дивидентите, за да се изравни данъчната тежест върху труда и капитала. Би трябвало да продължи и спрелият процес на изравняване на осигурителната тежест между работодатели и наети. Тук всъщност не става дума за проактивна данъчна и осигурителна политика, целяща приоритетно стимулиране на инвестициите, а само за изравняване на данъчната тежест върху двата фактора в икономиката и създаване на пазарни условия стопанските субекти да избират равноправно доходите на кого от тях и доколко да предпочитат и преследват.

Друг аргумент за такава стъпка е, че в условията на рецесия данъкът върху дивидентите има допълнителен негативен ефект върху икономическия растеж, защото възпрепятства извеждането на капитала от неефективни предприятия (браншове) и насочването му към ефективни (например от строителство към лека промишленост). Проява на този дисбаланс се наблюдава за втора поредна година като декларирани многомилионни заплати, твърде екзотични за българската икономика. Те логично се обясняват с избягването на данъка върху дивидентите чрез „преобличане“ на разпределени печалби като многомилионни доходи.

Трети аргумент за премахване на данъка върху дивидентите е, че той води до дисбаланс между инвестициите във финансови инструменти – доходите (дивидентите) от акции се облагат, докато лихвите и отстъпките по облигации - не. Кои инвестиции - в бизнес (в акции) или (предимно) в държавни облигации, ще изведат българската икономика от икономическата криза? Четвърти, макар и не последен, аргумент за премахване на този данък е, че приносът му към данъчните приходи не е съществен, което прави такава политическа стъпка относително евтина и реалистична.

В изпълнение на Стратегия „Европа 2020“ в Националната програма за реформи (в т.ч. актуализацията ѝ от април 2013 г.) за малките и средните предприятия (МСП) е предвидена ролята „на основен двигател на иконо-

мически растеж, за създаване на заетост и за стимулиране на иновациите в страната”, като правителството се ангажира да им осигури подходяща бизнес-среда за развитие (с. 46).¹⁵ Поражда се логично въпросът дали данъчната политика ги подкрепя?

Нека разгледаме облагането на малките предприятия (едноличните търговци и свободните професии). Едноличните търговци са изключени от общата данъчна основа¹⁶ и подлежат на облагане, но не колкото труда (с 10%), не дори колкото собствениците на капиталови дружества – с 14.5%, а с окончателен данък от 15%. Ако към това се прибавят рисковете и неудобствата на неограничената отговорност и формирането на данъчната основа по разпоредбите на Закона за корпоративното подоходно облагане, т.е. на сравнима административна цена с капиталовите дружества, без преувеличение можем да заключим, че регистрираните предприемачи в тази характеристика за дребния бизнес регистрационна форма са най-онеправдани сред всички останали.

Облагаемият доход на свободните професии се калкулира, като от фактическите приходи се изважда фиксиран процент разходи (най-често 25%), след което годишната данъчна база се формира чрез приспадане на социалните и здравните осигуровки и се включва в общата данъчна основа. Нека си представим архитект (например в провинциално селище), работил по два проекта в година от икономическата криза и получил общ хонорар от 6000 лв. Той е плащал офис 3000 лв., заплата на сътрудник 3000 лв. плюс 700 лв. осигуровки, 1800 лв. за издръжка, както и си е внесъл осигуровки за 1000 лв. Облагаемият му доход за тази година е 4500 хил. лв. (75% от 6000 лв.), а данъчната основа 3500 лв. (4500 лв. минус 1000 лв. за неговите осигуровки). Следователно той дължи 350 лв. данък. Неясно остава защо, след като финансовата му равностметката за тази година е -3500 лв. загуба, той трябва да плаща 350 лв. данък, който се добавя към нея (загубата става -3850 лв.)?

Въпреки множеството проблеми на данъчната политика, засягащи преди всичко ефектите на структурите за облагане на доходите и печалбите, както и ниската им обща събираемост, тя като цяло може да се оцени положително.

*

Опитът от развитието на българската икономика през последните 15 години показва, че финансовата стабилност е необходимо, но не и достатъчно условие за постигане на икономически растеж и благоденствие.

Това, че България попада във възходящия спекулативен балон на световната икономика, довел до финансовата криза и мъчителните икономически последици от нея, не означава, че стопански растеж е възможен без провеждане

¹⁵ Вж. и редакциите на програмата от април 2011 г., с. 39, 69, 72, 88; април 2012 г., с. 31-33.

¹⁶ Има се предвид тази по Закона за данъците върху доходите на физическите лица (ЗДДФЛ).

на целенасочени структурни реформи. Не финансовата стабилност при завидно ниски нива на данъците върху доходите е причината за бедността на хората в страната, а това, че мъчително постигнатата стабилност не е последвана от структурни реформи, които да създадат благоприятна среда за бизнес и живот.

На практика фискалният сектор се намира в началото на рискова в дългосрочен план тенденция към системен растеж на държавния дълг. Възможните позитивни действия пред фискалната политика в средносрочен план са:

- Да се отстоява фискалната стабилност.
- Европейските фондове и програми са шанс за изграждане на потенциал за икономически растеж при запазване балансите в публичните финанси, поради което фискалната политика по-ефективно и активно трябва да подпомага процеса на усвояването им.
- Да се осъществи реформа на системата за социално осигуряване и грижи с цел ограничаване на дефицитите ѝ, което ще освободи ресурс за провеждане на структурни реформи.
- Да се преразгледа финансирането на общинския сектор, като се подсили със собствени източници, което да намали и финансовия ангажимент на правителството към него.
- Нужна е политическа воля за провеждане на политика за повишаване събираемостта на налозите с цел включване на всички задължени по тях лица в понасянето на тежестта им.
- Да се подобрят структурата и икономическите ефекти на подоходните данъци при задържане на размерите им с цел стимулиране на реалните инвестиции и бизнеса; да се преосмисли ролята на данъка върху дивидендите в българската данъчна система.
- Да се мобилизира политическа воля за продължаване на реформата в държавната администрация с цел постигане на по-ниски разходи и увеличаване на ефективността ѝ.

Използвана литература:

Ганев, К. (2013). Основни макроикономически показатели за развитие на България и прогноза до 2015 г. – В: Белева, И. и М. Димитров (ред.). Икономическо развитие и политики в България: оценки и очаквания. С.: "ГорексПрес".

Закон за данъците върху доходите на физическите лица. - ДВ, бр. 95 от 24.11.2006 г., изм. и доп. бр. 94 от 30.11.2012 г., в сила от 01.01.2013 г.

Закон за корпоративното подоходно облагане. - ДВ, бр. 105 от 22.12.2006 г., изм. и доп. бр. 94 от 30.11.2012 г., в сила от 01.01.2013 г.

Закон за публичните финанси. - ДВ, бр. 15 от 15.03.2013 г., в сила от 01.01.2014 г.

Министерство на финансите. (2012). Европа 2020: Национална програма за реформи.

Министерство на финансите (2012). Национална програма за реформи.

Проблеми и перспективи на фискалния сектор в България

Република България. Национална програма за реформи 2011-2015 г. В изпълнение на Стратегия „Европа 2020“. С., 2011.

Интернет-източници:

Министерство на финансите. Статистика. Годишен обзор на държавния дълг, <http://www.minfin.bg/bg/statistics/2>

Министерство на финансите. Статистика. Данни по консолидираната фискална програма (годишни), <http://www.minfin.bg/bg/statistics/13>

Министерство на финансите. Статистика. Консолидирана фискална програма, <http://www.minfin.bg/bg/statistics/13>

Министерство на финансите. Статистика. Местни бюджети, <http://www.minfin.bg/bg/statistics/13>

Министерство на финансите. Статистика. Социално осигуряване, <http://www.minfin.bg/bg/statistics/13>

Министерство на финансите. Статистика. Фискален резерв, <http://www.minfin.bg/bg/statistics/4>

Министерство на финансите. Статистика. Централно правителство, <http://www.minfin.bg/bg/statistics/13>

НСИ. Брутен вътрешен продукт, <http://www.nsi.bg/otrasal.php?otr=10>

Структурните фондове на ЕС. Изпълнение на оперативните програми, <http://www.eufunds.bg/bg/page/31>

Eurostat. Real GDP Growth Rate, <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/table.do?tab=table&init=1&plugin=1&language=en&pcode=tec00115>

11.VI.2013 г.

PROBLEMS AND PERSPECTIVES OF FISCAL SECTOR IN BULGARIA

The article presents an analysis on the budget balance as a key indicator of the fiscal sector processes. The text considers different techniques for its funding - from the fiscal reserve and via government debt. Total government revenues and expenditures, with their respective structure and trend patterns, are revealed as determinants of the budget balance. It is on this basis that major problems in the formation of government revenues and expenditures, which illustrate the dynamics of the budget balance, are highlighted. The structure of public budgets is a focal point in the analysis, which helps elaborate on factors generating surpluses (government budget and relations with the EU) and deficits - the municipal and social security sectors. This perspective allows us to consider the total budget deficit as a result of the inability of government budget deficits and relations with the EU to cover the deficits of municipalities and social security. Finally the analysis concentrates on the structure and current issues with tax revenues. The economic effects of income taxes are brought to the fore, as it is believed that they directly affect economic activity and economic growth. A strategy presenting a step by step solution to the issues discussed throughout the analysis of the fiscal sector is put forth.

JEL: E62; G17; H20

The fiscal sector is fundamental to the interests of the state. Under the Currency Board it is a core instrument for managing the economy within the framework of the Stability and Growth Pact and the Law on Public Finance (to enter into force in the beginning of 2014). The fiscal sector, which has so far been able to successfully guarantee financial stability, is now being pressured from various parties: from the population - for raising salaries, pensions and compensation; from businesses - for reducing the social security tax incidence and for timely payments for programs and state orders; from the European Union - for contract compliance and maintaining financial stability. The development of both the Bulgarian economy and society in the near future is highly dependent on handling the various challenges in the fiscal sector.

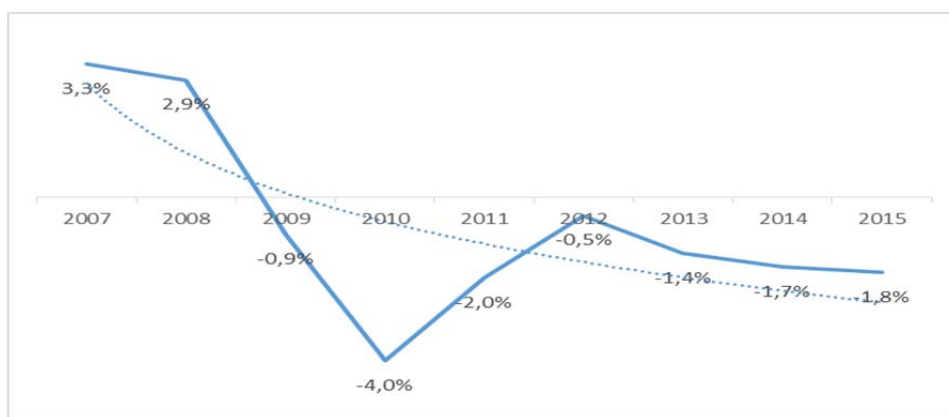
Budget Balance, Fiscal Reserve and Government Debt

The budget balance, which is a key indicator for processes in the fiscal sector, is essentially an outcome of the objective economic and social prerequisites of the Bulgarian economy and of the fiscal policy under way. Its dynamics for the 6-year retrospective period of 2007- 2012 outlines a negative general tendency — from a record high surplus in 2007 (3.3% of GDP) it edged down to 2.9% in 2008, only to become a growing deficit in the following 2009 and to reach -4.0% of GDP at the end of 2010, which exceeds the -3.0% threshold under the Maastricht Treaty and the Stability and Growth Pact by one third. In 2011 the deficit was lowered to -

2.1%, while at the end of last year it was merely -0.5% of GDP (fig. 1), which in absolute terms corresponds to an excess of government expenditures over government revenues of a little over 350 billion BGN.¹

Figure 1

Budget Balance Dynamics 2007 - 2015 (in % of GDP)



Source: NSI, MF, forecast 2013 – 2015

In 2008 the growth phase of the global economic cycle, driven by bank credits and investment in real estate, which in Bulgaria led to real economic growth of over 6% per year², reached its end. The conclusion of the growth phase also terminated the ongoing, at the time, (passive) fiscal policy in Bulgaria of - growing budget surpluses (under the gradual decrease of the tax contribution rate), weak control over tax collection, growing fiscal reserve and decreasing government debt and rapidly growing government expenditures. Unfortunately neither the favorable development in both the world and European economies until the financial crisis outburst, nor the considerable resources controlled by the Bulgarian government were utilized for structural reforms in: the public administration, infrastructure, business environment, education, healthcare, energy and some sectors of the economy. Such resources were not used even for the complete repayment of the government debt, which could have potentially led to a more flexible fiscal policy in times of harsher economic periods.

Such periods occurred in 2009 when the decline in GDP of -5.5%, followed by an average annual real growth in the economy of less than 1% until the end of 2012 necessitated that the management of budget deficits be used as a key

¹ National Statistical Institute (Gross Domestic Product), Ministry of Finance (Consolidated Financial Programme), personal calculations.

² Euros/tat, Real GDP Growth Rate.

element in fiscal policy. The abrupt start of the unfavorable deficit trend was reflected on expenditures set out in 2009 for raising pensions, payment for non-critical investments in the energy sector and for substantial production of expensive electricity from renewable resources. These investments became payable from 2010 onwards and contributed to a -4% budget deficit.

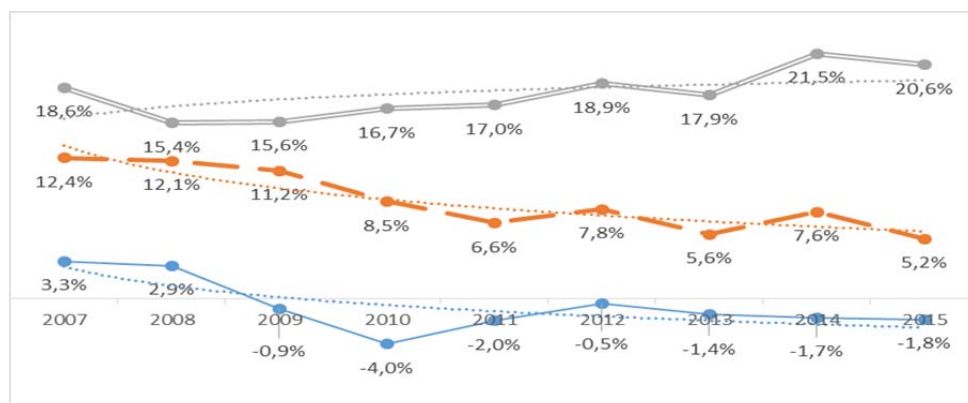
The fiscal policy from the past two years has soundly been concentrating on lowering and funding these deficits. The financial potential of the country was mobilized for that purpose, which included even the reserve of the National Health Insurance Fund, which was nationalized in the Law on the State Budget of the Republic of Bulgaria. New external debt was successfully issued at low cost with which older commitments were to be served, resources which were previously unavailable to the state.

The increase in expenditures at the end of 2009 and the consequent expenditures for covering budget deficits for the years 2010 and 2011 effectively lowered the level of fiscal reserves. After its record high of 12 billion BGN (in October 2008) the fiscal reserve started dropping. Following 2011 it was lastingly oriented towards a minimum threshold of the fiscal reserve of 4.5 billion BGN, despite certain partial drops below that value; in the cases when the fiscal reserve served as a temporary depot for newly issued government debt it slightly exceeded that minimum.³

Negative trends in the dynamics of the budget balance (the lowest curve in Fig. 2) and in the fiscal reserve (middle curve), which partially offset the economic consequences of the financial crisis in Bulgaria, are accompanied by a trend for increasing the government debt (the upper curve).

Figure 2

Budget balance, fiscal reserve and government debt 2007 - 2015 (in % of GDP)



Source: NSI, MF, forecast 2013 – 2015.

³ Ministry of Finance (Fiscal Reserve).

The trend of increasing government debt is also unfavorable, despite its level being far lower than the threshold of 60% of GDP. This indebtedness is associated neither with a pronounced rise in GDP, nor with development of structural and capital potential, which normally ensure a more formidable future growth. Establishing modern road infrastructure is by itself a sound economic policy, but it is merely one element of the business environment, along with the high level of corruption, inefficient justice system, lower qualification of labor resources, political and legal unpredictability and others. Despite the fact that road infrastructure is being improved, Bulgarian economic growth is seriously obstructed in the long-run due to the lack of practically applicable consistent strategies for economic growth, upon which the potential of the nation could be built. On the other hand, under the currency board arrangement the risk of greater sovereign indebtedness is prone to be higher. This also contributes to the negative assessment of the policy for gradual increase in the internal and external government debt.

Although the relative share of government debt in GDP in 2007 is comparable to that from 2012, in absolute terms in 2012 it was more than 3.5 billion BGN greater than the respective value at the beginning of the period. In 2008 government debt retreated with about 0.5 billion BGN. Throughout 2009 this level was maintained, however the following years saw a steady advance in its level - with an average annual increase of 1 billion BGN, reaching 14.7 billion BGN in 2012.⁴

The protests from the beginning of 2013 are often concentrated on payment requests from the state and present a challenge to the current fiscal policy. In practice, however, the challenge is far greater as firstly the prospects for growth in the Bulgarian economy by 2015 are quite bleak,⁵ and secondly - the expenditures have already been generously planned — for instance in Budget 2013 they increase with roughly 11% against their growth of 4% for the past three years, while their respective budget deficit has been planned at a level of -1.4% of GDP, which was - 0.5% in 2012.

There are two possible scenarios for the development of the budgetary expenditures by 2015. The first one (the populist one) envisages a substantial increase in public spending in response to people's requests. Such an increase, however, would not be backed up by a respective growth in government revenues. Considering the structure of the Bulgarian economy this outcome would be achievable only by means of raising the tax burden. Such course of action is highly unlikely in a situation of permanent protests, given that the population will effectively bear the tax burden. Thus government expenditures may grow only at the expense of increasing budget deficits (beyond the 3% threshold set in the Maastricht Treaty and the Stability and Growth Pact), which on their part may be funded solely by further expanding the government debt. A trade-off between the

⁴ Ministry of Finance (Annual Review of Government Debt).

⁵ Ganev, 2013, p. 15.

low indebtedness of the state and the related financial stability would either breach, or change the Law on Public Finance, which foresees a 2% threshold for government debt⁶, it would also trigger an excessive deficit procedure against Bulgaria on the part of the European Commission, it would raise the price of the external Bulgarian deficit, could potentially lead to realizing accumulated negative potentials in the economy (such as intra-firm indebtedness) and would lead to the return of the International Monetary Fund in the Bulgarian fiscal policy. In general, one simply cannot claim that by granting money to those who need it the situation of the Bulgarian economy would be improved. Only when applied to appropriate investments, rather than consumption, would policies on public expenditures be truly successful in achieving rapid economic growth, contracting unemployment etc.

The other, constructive scenario, supported herein (see Figure 1 and 2), anticipates retaining expenditures and budget deficit to the 2% threshold envisaged by the Law on Public Finance, and initiating the necessary structural reforms even in today's much more unfavorable conditions. Measures for increasing government revenues based on current tax sizes are included in the fiscal policy sector. Some steps towards enhancing tax collection have already been taken by creating electronic links between companies and the National Revenue Agency (NRA), trying to heighten the revenue administration's control, gradually refining the substantive and procedural tax and social security legislation, as well as through reforms in the NRA and the Customs Agency which are already under way. These measures can be successful only if they are supported by the political will to include all persons liable for levies in bearing their burden. On the other hand, measures for enhancing the efficiency, control and transparency in utilizing public revenues are also necessary. Some increase in public debt is likely to occur in this scenario with respect to the forecast horizon, however, long-term policy ought to be optimally conservative.

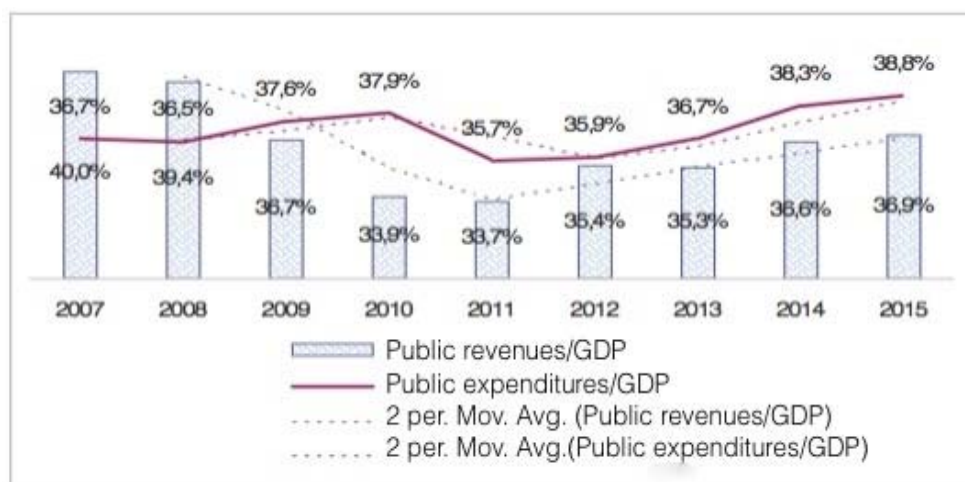
Size and Structure of Total Public Revenues and Expenditures

The economic consequences of the global financial crisis manifest in the fiscal sector in the form of plummeting *public revenues*, which fall from 40% of GDP at the beginning of the period to 33.7% in 2011, and afterwards mark a tendency for growth, which is expected to continue until the end of the forecast horizon, reaching 37% of GDP in 2015 (see fig. 3). In absolute terms public revenues advanced from 24 billion BGN in 2007 to approximately 27.5 billion BGN in 2012, which indicates a growth of 15%, corresponding to an average annual rate of 2.7%.

⁶ Law on Public Finance, art. 27 (4).

Figure 3

Redistribution of the government budget 2007 - 2015 (in % of GDP)



Source: NSI, MF, forecast 2013 – 2015

Public expenditures are as a general rule more conservative than public revenues, as they are the result of political, social and contractual commitments of the state, and unlike public revenues they do not result primarily from the economic situation (levels of consumption, import, profits, income, and others). This peculiarity manifests in a non-monotonous contraction of the relative share of public revenues in GDP up to around 34% for 2011 and its gradual increase, which is expected to reach 39% of GDP. In absolute terms expenditures grew from 22 billion BGN in 2007 to 27.8 billion BGN in 2012, i.e. by around 26%, which corresponds to an average annual rate of 4.7%.⁷

The policy of growing budget redistribution will continue in the years to come, and the relative share of public revenues will permanently exceed the relative share of public expenditures in GDP.

In the structure of expenditures on the Consolidated Fiscal Program (CFP) for the last year one may distinguish the huge share of expenditures for social security (43%), which has seen an increase (see the arrow in Table 1) of a staggering 8 percentage points (p.p.) since 2007. In 2012 these expenditures were 2.3 times higher than those for salaries in the state, the relative share of which has not changed, and were 2.7 times higher than the allowance expenditures, with a relative share dipping by 4 p.p. from the respective expenditures six years ago. The decline in the

⁷ National Statistical Institute (Gross Domestic Product), Ministry of Finance (Consolidated Fiscal Programme), personal calculations.

share of capital expenditures of -4% p.p. from its before-crisis level in 2007 is quite disturbing, in 2012 it was merely 13% from the total state expenditures. The maintained low level of the relative share of subsidies (4%) and interest rates (2%)⁸ in 2012, however, is favorable.

Table 1

Relative share of public expenditures by type for 2012 (in %) and change since 2007 (in p.p.)

	Salaries	Allowance	Subsidies	Interest	Social security	Capital expenditures	EU installment
2012	19%	16%	4%	2%	43%	13%	3%
Change since 2007	0%	-4%	1%	-1%	8%	-4%	0%

Source: MF.

The distribution of expenditures by type is conservative and cannot be drastically changed from one period to another. The current distribution is the result of respective distributions from previous periods, the state, prospects and structure of the expenditures as well as of the expenditure policy priorities. Table 1 reveals its major limitations and potentials. The *growing expenditures for social security, which also present a limitation to all other priorities*, are a core determinant in this policy. They ought to be realized with a little over half of the expenditures earmarked for government spending. However, expenditure policy prospects are too limited due to an expected increase in the relative share of expenditures for social security, the cause of which includes: the unfavorable demographic situation, emigration, the low level of pensions and the electoral potential of retirees, growing unemployment and others.

Maintaining the relative share of expenditures for salaries at a level of around 20% would be regarded as successful, especially considering the requests for their increase, which would only be possible if the level of state administration were reduced. Taking into account the fact that such intentions are regularly articulated but never actually carried out, does not give any rise for hope that this will happen in the future, especially with the current level of unemployment and the not so favorable prospects for its contraction.

The share of allowance expenditures in 2012 has lost ground compared to its levels of 2007 and reveals one of the potentials for public expenditure restructuring. Some necessary steps towards its realization include the completion of the privatisation process as well as an increase in control and introduction of new technologies.

The fiscal policy of transferring economic problems to the future is implemented not only in line with the growing government debt (see above), but also in the form

⁸ Ministry of Finance (Consolidated Fiscal Programme).

of contracted share of investment expenditures, which consequently leads to a shrinkage in the future economic growth basis. In 2012 the share of government and municipal expenditures for investment and current consumption were respectively 23% and 77% of total expenditures (table 2). This translates to an expansion of the relative share of consumption (and a decrease in the relative share of investment) with 3 p.p. for the government, and for municipalities - to a consumption expansion (decrease in investment) with a little over 5 p.p.⁹

Table 2

Share of current and capital expenditures for 2012 (in %) and change since 2007 (in p.p.)

	Current expenditures - government	Capital expenditures - government	Current expenditures - municipalities	Capital expenditures - municipalities
2012	77,3%	22,7%	77,2%	22,8%
Change since 2007	3,1%	-3,1%	5,4%	-5,4%

Source. MF.

The sole way to overcome the complex problems of the Bulgarian economy is to achieve rapid economic growth while maintaining its financial stability, and investments are a key tool in this process. A rather negative fact is that at the end of 2012 under the budgetary framework of over 9.4 billion EUR of European funds (including investments) the share of both government and municipal investments fell compared to the accession year, during which such generous opportunities did not exist. In practice the utilized European funds at the end of 2012 were a little over 30% of the budgetary framework, which supports this conclusion.¹⁰

The structure of public revenues is highly dependent on the structure and dimensions of the levies, as well as the opportunities for utilizing European funds. The taxation policy during the retrospective period was conservative despite the annual (mainly technical) changes in the laws on taxes and securities and the revenue structure was stable. In 2012 the tax system provided more than half of all revenues (58%), despite a slight decline of 2 p.p. in its share relative to 2007, while the social security system provided 20% of revenues. Non-tax revenues and allowances (mainly from the EU) made up approximately 20% of total revenues, the share of the former edged down by 2 p.p., while the latter advanced with 4 p.p.

⁹ Ministry of Finance (Central Government and Local Budgets).

¹⁰ Ministry of Finance (Consolidated Fiscal Program) and EU Structural Funds (Operational Programs Implementation).

Table 3

Relative share of public revenues by type for 2012 (in %) and change since 2007 (in p.p.)

	Taxes	Securities	Non-tax revenues	EU allowances
2012	58%	20%	13%	9%
Change since 2007	-2%	0%	-2%	4%

Source. MF.

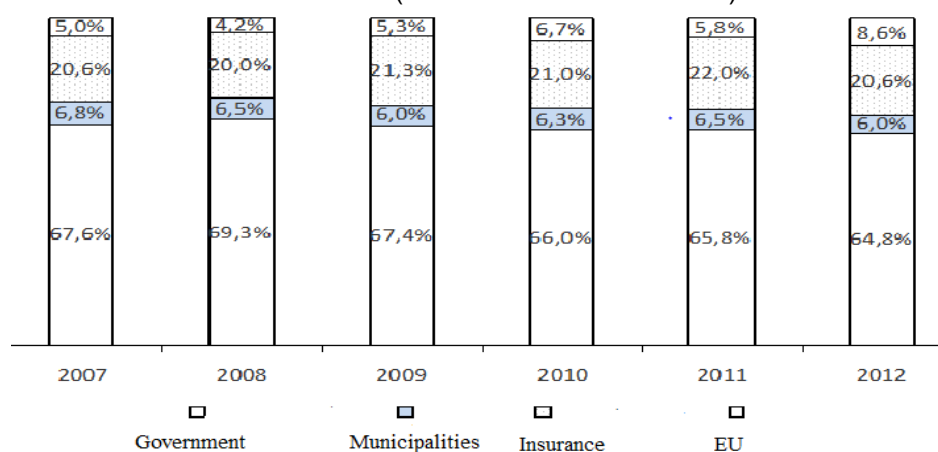
The share of security revenues is sound, as they are due under labour and civil contracts.¹¹ In the year of accession, allowances (mainly from the EU) were relatively low. By 2012 they doubled, reaching the not particularly significant 2.3 billion BGN, which roughly doubled their share in total revenues (from about 5% to approximately 9%), which was at the expense of the share of tax and non-tax revenues.

Budget Structure Analysis

The development of the budget structure is a central tendency in the fiscal sector, reflected in the dynamics of the shares of the government, the municipal sector (municipalities), the sector of social care and financial relations with the EU in total revenues and expenditures

Figure 4

Revenue structure – government, municipalities, social security, EU 2007-2012 (% of the total state revenue)



Source. Ministry of Finance.

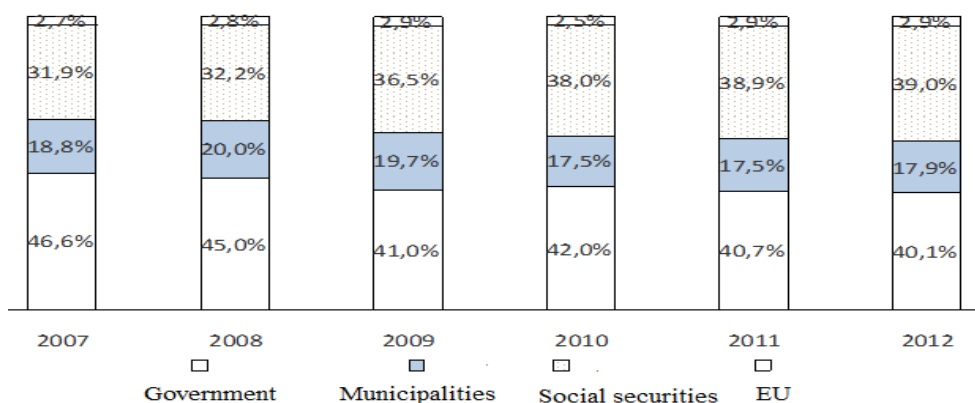
¹¹ Ministry of Finance (Social Securities).

The total state revenues in 2012 are contributed by the government with approximately 65%, municipalities – only 6%, social security – slightly less than 21%, EU aids - less than 9% (see fig.4). Although this structure is comparatively stable, it clearly presents a tendency for decreasing the government contribution and increasing the EU share in relation to state financing. The municipal contribution share is observed to be constantly low.

During this period the government revenue was increased by 11%, social security – by 14%, EU aid – by 85%, whereas the municipal revenue has risen only by 3%.¹²

Given that EU aids result largely from government ordinances, the above-mentioned structure and dynamics give a notion about a sustainable centralized structure of public revenues which gives the government power related to their distribution. Although local authority (municipal councils and the mayor) is elected by the sovereign, it does not have any strong economic management basis, which is independent from the government. The fiscal decentralization which was widely proclaimed over the past ten years has not happened yet, nor is there any even slight tendency for implementing it. Revenue structure did not change even in 2008 when the patent tax was introduced and municipalities increased their right in collecting and determining the amount of local taxes and fees. The municipalities' own revenues previously and currently are too insignificant.

Figure 5
Expenditures structure – government, municipalities, social security, EU
2007-2012 (% of the total state expenditures)



Source. Ministry of Finance.

In 2012 the government implemented only 40% of the state expenditures, i.e. far less than a half, despite the conducted national domestic and foreign policy, and

¹² Ministry of Finance (Data from consolidated fiscal program)

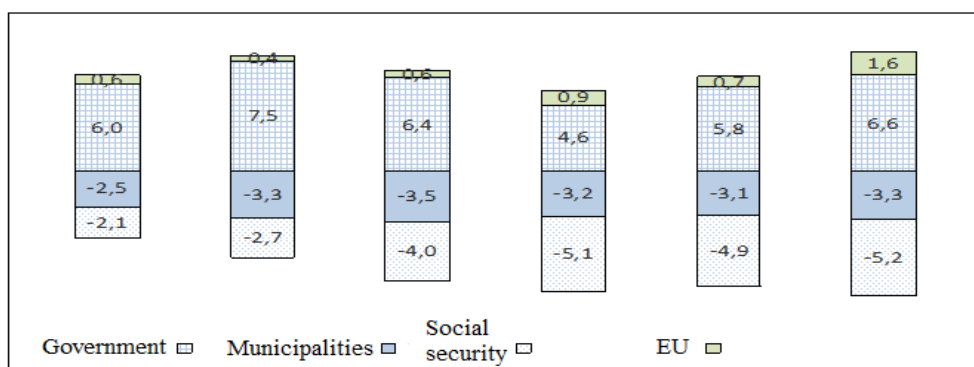
although that it is expected to improve the welfare of citizens (Fig. 5). The share of expenditure on social security and welfare is only about 1 percent lower than that of the government, although the social security revenue as a part of the total revenue is more than three times lower. Similarly, the share of municipal expenditures is also around 3 times higher (18%) than its revenue share. The share of Bulgaria's contribution to the EU budget is less than 3%, i.e. about 3 times lower than the share of revenue from EU aids.

Significant trends are observed in the dynamics of the expenditures structure of government, municipalities, social security and the EU compared to those revealed in revenue structure. The share of government spending declined by 4.5%, that of municipalities around – 1%, while the share of social security increased slightly above 7%. While the social security expenditures in 2007 were just over BGN 7 billion, up to current 2012 they are slightly above BGN 10.8 billion, i.e. for a period of six years they have increased 54% which corresponds to an average annual rate of 9% (given that growth rate of the revenue from social security is less than 3% annually)¹³. *This highly intensive growth of social security spending combined with their multi-billion dollar amount represents the greatest threat and challenge to the fiscal policy in Bulgaria.* Moreover, these expenditures actively deprive the state of resources for conducting other policies. Each attempt to increase pensions, maternity and unemployment benefits, etc., which is not preceded by measures to increase revenues of the social security system will further reduce the already limited chances of achieving significant economic growth and wealth in Bulgaria.

The aggregate effect of the above trends leads to the following picture of the balance of the four major fiscal institutions in the country (Fig. 6).

Figure 6

Structure of annual balances – government, municipalities, social security and EU aids 2007-2012 (billion lv)



Source. Ministry of Finance.

¹³ Ministry of Finance (Data from consolidated fiscal program).

Increasing surplus of the government and those of financial relations between Bulgaria and the EU funded billions chronic deficits of the sector of municipalities and social security. Since 2009 the surplus, despite growing, has been insufficient to finance the constant deficit of the municipal sector (average for the period BGN -3.2 billion) and actively growing deficit (1.5 times more) of social security draws up fiscal reserves (which potential is already exhausted) and growing government debt. Possible policy options for this unfavorable trend are grouped in two scenarios.

Scenario of public interest is associated with an increase in the expenditures of the insurance sector in response to public demands and continuing the policy "carrot and stick" to the municipalities at the expense of increasing debt, thus postponing solutions of the problem in the future.

Constructive scenario requires synchronized fiscal policy, unpopular and difficult reforms conducted in hostile environment. Firstly, a reform in the social security system that affects both revenues and expenditures must be made in order to limit the growing deficits which are generated chronically. The first step is to make an obstruction of "leakage" associated with disabled persons, to review early retirement, to gradually equalize the retirement age between men and women, to increase the retirement age and to lower the administrative costs. In case it is unavoidable, the social security contributions should be gradually increased. If these steps are integrated in a common strategy it will limit deficits and release available resources to pursue structural reforms. A consensus is required on the degree of decentralization of the municipal sector and its eventual support with adequate own revenues. A solid administrative reform is required, associated with a decrease in the number of employees and an increase in their salary, professional requirements and control over it. Hence if it is impossible to reduce the share of expenditures for salaries, the reform should be at least neutral thereto. A tax system reform is required, preserving the burden and improving its economic effects.

Tax revenues and economic effect

Tax revenue structure in 2012 shows the share of indirect taxes (VAT and excise duties) about 70% of tax revenue (Table 4), while income taxes cover about 24%. Customs duties and other (including all local taxes) remain at 7%. This structure has been relatively stable over the period since 2007. At the beginning it indicates shrinking the share of VAT - around 1% at the expense of an increase in excise duties with slightly more than 2%, as well as diminishing the share of taxes on profits – above 3% and simultaneously raising the share of personal income taxes with 2%.¹⁴

¹⁴ Ministry of Finance (Data from consolidated fiscal program).

Table 4

Share of state revenue by type 2012 (%) and change from 2007 (%)

	Tax on profit	Income taxes on natural persons	VAT	Excise duty and road tax	Custom duties and tariffs	Other taxes
2012	9,3%	14,4%	44,8%	25,4%	0,7%	5,3%
Change since 2007	-3,4%	1,9%	-0,9%	2,4%	-0,6%	0,5%

Source. Ministry of Finance.

The increased share of the revenue from excise duties is mainly due to several times growth in their size. It is difficult to determine the extent of contribution of increased control measures and to combat smuggling because of contradictory information. In absolute terms, the excise duties during the period have increased by BGN 732 million while the twice VAT has risen by BGN 553 million.

The share of taxes on profits has gradually declined since 2008, when it was over 13% of tax revenues and this trend directly coincided with the outbreak of the global financial crisis. In absolute terms, the revenue from these taxes in 2012 is by BGN 354 million lower than it was in 2007, as opposed to revenue from personal income tax being higher by BGN 489 million which explains their enlarged share in the total tax revenues.

Unlike other EU countries that increased their tax rates in response to the financial crisis, Bulgaria followed a consistent policy of keeping them. A new tax on insurance premiums was introduced but its proceeds were insignificant (BGN 22 and 26 million for the last two years). In addition, a tax on interests from deposits accounts in commercial banks was also introduced but it had an insignificant effect on the revenue. Stimulation of business and investment income taxes must be positively assessed because in this way the country maintains its tax advantages, which do not lead practically to the necessary growth rate of domestic investments and do not attract a significant flow of foreign capital. Nevertheless they are a positive element of the business environment that would otherwise be associated primarily with problems – ineffective and underdeveloped judicial and administrative system, a lot of licensing regimes, corruption, bureaucracy, declining employee qualification, poor work discipline etc.

Along with maintaining low rates of income tax, their structure does not change which makes them inadequate to the challenges of the economic crisis, particularly in stimulating real investments. A few examples are sufficient to illustrate the subject.

Personal income from employment (by contract) is taxed at 10%, while income from capital (ownership in joint-stock company) - 10% corporate tax and after that with 5% tax on dividends, i.e. an effective tax rate of 14.5%. Once the factor "capital" is loaded with 45% bigger tax burden than the factor "employment", how Bulgarian and

the international community could realize that investments in real business or in other words economic growth are desirable? In addition, the fact is that 60% of the security burden falls on the business (capital) and only 40% on employees (labor). What must be done is to remove the tax on dividends in order to equalize the tax burden on labor and capital. The ceased process of adjusting the security burden between employers and employees should be continued. Here the meaning is not about proactive tax and social security policy aimed at stimulating investment priority but to equalize the tax burden on both factors in the economy as well as to create market conditions for economic players to choose equally their income. Another argument is that in a period of recession tax on dividends has an additional negative effect on economic growth because it prevents the removal of the capital from inefficient enterprises (branches) and investing them in more effective (ex. from construction to light industry). This imbalance is observed for a second consecutive year as declared multimillion salaries which are too exotic for the Bulgarian economy. Logically, it is explained by the avoidance of tax on dividends by "dressing" of distributed profits as multimillion incomes. The third argument for eliminating the tax on dividends is that it leads to an imbalance between investments in financial instruments: income (dividends) from shares is taxed while interest and discount bonds are not. Investment in the business (equity) or those (mostly) in government bonds will lead the Bulgarian economy out of the economic crisis? Fourth but not last argument for the removal of this tax is that its contribution to tax revenue is insignificant, which makes such a political decision relatively cheap and realistic. During the implementation of the strategy "Europe 2020" National Reform Program (including updating its April 2013) for small and medium enterprises (SME) provides a role as "main engine of economic growth for creating employment and to stimulating innovations in the country" while the government has the task to ensure them suitable business environment for development (p. 46).¹⁵ Here comes the logical question of whether the fiscal policy supports them?

Let's look at the taxation of small businesses (sole traders and freelancers). Sole proprietorships are excluded from the general tax base¹⁶ and unlike to workers (10%) or owners of capital companies - 14.5%, their final tax is the integer 15%. If we add the risk for unlimited liability and tax base formation in accordance with Corporate Tax Act, i.e. comparable administrative price with capital corporations, we can conclude without exaggeration that registered proprietors are the most underprivileged among all the others. The taxable income of freelancers is calculated as their factual income less fixed percentage expenses (most commonly 25%) and after than the annual tax base is formed by subtraction of social and health securities and is included in the general tax base. Let us imagine an architect (in the countryside) who worked on two projects in the year of the economic crisis and received a total fee of BGN 6000. He paid office fee BGN 3000, salary of associate person BGN 3,000 plus BGN 700 insurance, BGN 1800 for means of livelihood and social security

¹⁵ See program edition from 2011, p.39, 69, 72, 88; April 2012, p. 31-33.

¹⁶ It is envisaged under Income Taxes on Natural Persons Act.

BGN 1,000. His taxable income for this year is BGN 4500 (75% from BGN 6000) and the tax base BGN 3500 (BGN 4500 less BGN 1000 paid for his insurance). Consequently, he has to pay tax at an amount of BGN 350. It remains unclear why after his financial calculation this year BGN - 3500 loss, he has to pay additional tax BGN 350 (the loss becomes BGN -3850). Although there are many problems faced by tax policy which concern primarily the effects of taxation structure of income and profits, as well as their low overall collection, the Bulgarian fiscal policy has so far been a huge success

*

Experience in the development of Bulgarian economy over the past 15 years shows that financial stability is a necessary but insufficient condition for economic growth and prosperity. The fact that the country went through upstream speculative bubble in the global economy that had led to the financial crisis and to the painful economic consequences, does not mean that economic growth is possible without targeted structural reforms. It was not the financial stability and enviable low income taxes that is the reason for the poverty in Bulgaria but the fact that the painfully achieved stability was not followed by structural reforms that should create a favorable environment for business and life.

In fact, the fiscal sector is at the beginning stage of a long-term risky trend for systematic growth of public debt. Some possible positive actions that fiscal policy faces in medium term are:

- defending fiscal stability;
- European funds and programs may create potential economic growth while maintaining balance in public finances which is why the fiscal policy should more effectively and actively support the process of their absorption;
- a reform in the social security system is needed to limit its deficit which will free up available resources for implementation of structural reforms;
- the financing of the municipal sector should be reviewed and strengthen with its own resources which will reduce the governmental obligation towards it;
- it is necessary that the policy-makers should conduct a policy for increasing collection of taxes in order to include all obliged persons to bear their weight;
- both structure and economic effects of income taxes should be improved while their size is constant in order to stimulate real investments and business; it is essential to reconsider the role of the tax on dividends in Bulgarian tax system;
- politicians should continue the reform in public administration in order to achieve lower expenses and increase its efficiency.

Bibliography:

Ganev, K. (2013). Main macroeconomic indicators for the development of Bulgaria and forecast until 2015. - In: Beleva, I., M. Dimitrov (eds.). Economic development and policy in Bulgaria: appraisal and expectations. Sofia: "Gorex Press" (in Bulgarian).

Problems and perspectives of fiscal sector in Bulgaria

Corporate Tax Act, renewed in SG, issue 105 from 22.12.2006, augmented issue 94 from 30.11.2012, come into power on 01.01.2013.

Income Taxes on Natural Persons Act, issue 95 from 24.11.2006, augmented issue 94 from 30.11.2012, come into power on 01.01.2013.

Ministry of Finance. Europe 2020: National program for reforms, Ministry of economic affairs. Sofia, 2012.

Ministry of Finance. National program for reforms. Sofia: Ministry of Finance, 2013.

Public Finance Act, renewed in SG, issue 15 from 15.03.2013, come into power on 01.01.2014.

Internet sources:

Eurostat, Real GDP Growth Rate <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/table.do?tab=table&init=1&plugin=1&language=en&pcode=tec00115>

Ministry of Finance, Statistics, Annual review of government debt <http://www.minfin.bg/bg/statistics/2>

Ministry of Finance, Statistics, Data from consolidated fiscal program (annual) <http://www.minfin.bg/bg/statistics/13>

Ministry of Finance, Statistics, Consolidated fiscal program <http://www.minfin.bg/bg/statistics/13>

Ministry of Finance, Statistics, Local budgets <http://www.minfin.bg/bg/statistics/13>

Ministry of Finance, Statistics, Social security <http://www.minfin.bg/bg/statistics/13>

Ministry of Finance, Statistics, Fiscal reserve <http://www.minfin.bg/bg/statistics/4>

National Statistic Office <http://www.nsi.bg/otrasal.php?otr=10>

Structure Funds of the EU <http://www.eufunds.bg/bg/page/31>

11.VI.2013

КЪМ СЪЗДАВАНЕ НА ИСТИНСКИ РЕЖИМ ЗА ПРЕОБРАЗУВАНЕ НА БАНКИ В ЕВРОПЕЙСКИЯ СЪЮЗ

Проследена е еволюцията на идеите и предложенията на Европейската комисия (ЕК) за създаване на истински режим за преобразуване¹ на кредитните институции в държавите-членки и в Банковия съюз. Разгледан е въпросът за общия режим на реструктуриране, който предстои да бъде въведен с Директивата за възстановяване и оздравяване на банки и да послужи като основа за функционирането на Единния механизъм за преобразуване (ЕМП) в рамките на този съюз. Анализът е фокусиран върху характерните черти на инструмента за покриване на загуби от акционерите и кредиторите на институцията (bail-in)² като алтернатива на покриването на загуби с публични средства (bail-out). Специален акцент е поставен върху провеждащия се в институциите на ЕС дебат относно избрани ключови въпроси, свързани с преобразуването на банки и инструмента bail-in, открити при сравняване на първоначалното предложение на Комисията за Директива за възстановяване и оздравяване на банки и постигнатото в Съвета съгласие относно общия подход към нея.

JEL: G21; G28; G32; G33

По време на последната финансова криза много финансови институции, особено смятаните за прекалено големи, за да фалират, са спасени с помощта на големи количества публични средства, което допринася за задълбочаване на дълговата криза. Между октомври 2008 и октомври 2011 г. Европейската комисия одобрява различни мерки за отпускане на държавна помощ на финансови институции, възлизаща общо на 4.5 трилиона EUR (около 37% от БВП на ЕС). Те спомагат за избягване на масови банкови фалити, но увеличават бремето на публичния дълг и оказват отрицателен ефект върху реалната икономика. Освен това покриването на загуби с публични средства причинява деформации в конкуренцията. Държавната помощ за ключови за системата институции поощрява поемането на прекомерни рискове и увеличава моралния риск. Поради всички тези отрицателни ефекти покриването на загуби с публични средства вече се смята за неприемливо. Преобладаващото разбиране днес е, че трябва да бъде въведен нов подход към проблемните банки, който да сложи край на тяхното спасяване с публични средства. През 2009 г. лидерите на G-20 призо-

* УНСС, катедра „Финанси“, lroussenova@unwe.bg

¹ Първоначалният официален превод на термина „resolution“ на български език е „оздравяване“ или „преобразуване“, но в процеса на обсъждане на Директивата все повече се налага терминът „реструктуриране“ като по-точно отразяващ същността на предлаганите в нея мерки. Поради тази причина по-нататък в текста ще бъдат използвани като взаимозаменяеми по-адекватните по наше мнение термини „реструктуриране“ или „преобразуване“. Изключение ще бъде правено единствено за официалния превод на заглавието на Директивата.

² Поради липса на самостоятелен термин на български език за това ново понятие, ще бъде използван английският термин „bail-in“.

вават за преразглеждане на режимите за реструктуриране с цел създаване на възможност за преобразуване и евентуално ликвидиране на големи комплексни трансгранични институции по един организиран начин (G20, 2009). През 2011 г. Съветът за финансова стабилност (СФС) публикува материал за ключовите атрибути на ефективните режими за преобразуване на финансови институции, позволяващи банковото реструктуриране да бъде проведено по ясно организиран начин (FSB, 2011). В САЩ Законът Дод-Франк внася допълнителни подобрения в съществуващите разпоредби, отнасящи се до реструктурирането. От 2008 г. насам в редица държави-членки (Великобритания, Испания, Германия, Швеция и т.н.) са приети специални режими за банков преобразуване, но все още предстои те да бъдат хармонизирани и укрепени с въвеждането на общи правила на ЕС.

Рамката за преобразуване

През юни 2012 г. ЕК публикува предложение за Директива на Европейския парламент и на Съвета за създаване на рамка за възстановяване и оздравяване на кредитни институции и инвестиционни посредници (ЕС, 2012с), известна още като Директива за възстановяване и оздравяване на банки (ДВОБ/BBRD). Само около три месеца по-късно, през септември тя представя и пътна карта за създаването на Банков съюз (БС) който да спомогне за укрепването на финансовата стабилност в Еврозоната и разкъсването на порочния кръг между банки и суверени (ЕС, 2012а). Очаква се Единният механизъм за преобразуване (ЕМП), който е един от ключовите структурни елементи на БС, да създаде ефективен режим за реструктуриране на банки и особено на трансгранични банкови групи. Той ще функционира на базата на общия режим за реструктуриране, който ще бъде въведен по силата на ДВОБ. Преговорите по предложената Директива все още продължават. През юни 2013 г. е публикувано постигнатото в Съвета съгласие относно общия подход към Директивата – към момента това е и най-новата версия на ДВОБ, върху която е изготвено предложението за ЕМП.

ДВОБ предлага алтернатива на механизма за покриването на загуби с публични средства, като предоставя на националните органи общи правомощия и инструменти за ефективно управление на банки, изпаднали в несъстоятелност, при запазване на основните банкови операции и свеждане до минимум на свързаните с несъстоятелността загуби за данъкоплатците. Тя въвежда три етапа на възстановяване и преобразуване на банки: подготвителен и превантивен, етап на ранна намеса и етап на преобразуване (resolution). Необходимостта от преобразуване се свежда до минимум благодарение на общи строги надзорни правила и засилен надзор. Общото правило, което се прилага в етапа на реструктуриране, е, че кредитните институции, изпаднали в несъстоятелност, трябва да бъдат ликвидирани чрез обичайното производство по несъстоятелност. В някои случаи обаче организираното реструктуриране е по-подходящо и необходимо за защита на обществения интерес, защото би минимизирало

опасността от разпространяване на заразата, би осигурило непрекъснатостта на жизненоважни икономически дейности и би запазило стойността на останалите активи (вж. фиг. 1.). Всички допълнителни средства, необходими за финансиране на реструктурирането на банки, следва да бъдат осигурени чрез фондове, финансирани от банковия сектор, а не от правителството. Въведените с ДВОБ принципи и правила съответстват на ключовите атрибути на ефективните режими за реструктуриране на финансови институции, разработени от СФС (FSB, 2011).

Фигура 1



Източник. Европейска комисия.

Режимът на реструктуриране се основава на инструменти за реструктуриране, които са от особено значение, защото се прилагат в етапа, когато банките са близо до изпадане в несъстоятелност. Тези инструменти включват: продажба на бизнеса (или част от него); мостова институция, която прехвърля добрите активи към публично контролирана институция; обособяване на активите, чрез което проблемните активи се прехвърлят на дружество за управление на активи; инструмента bail-in, позволяващ загубите да бъдат поети от акционери и кредитори. Bail-in е нов инструмент за реструктуриране, предложен като алтернатива на практиката за покриване на загуби с публични средства. Той все още не е достатъчно тестван, заслужава специално внимание и ще бъде по-обстойно разгледан по-нататък.

Органи отговорни за преобразуването

Режимът на реструктуриране въвежда нов подход към банките в несъстоятелност, който не може да бъде осъществен от нито една от съществуващите институции. Той изисква създаването на нови органи по преобразуването, които ще отговарят за функцията на реструктурирането. С оглед успешното и своевременно прилагане на режима на преобразуване държавите-членки ще трябва да създадат свои национални органи за преобразуването (ОП). Тези органи трябва да изготвят оценка за това дали дадена банка отговаря на условията за реструктуриране, а оценката трябва да бъде поискана от надзорния орган или от засегнатата банка. ОП отговаря също и за избора на най-подходящия инструмент за институцията, която подлежи на преобразуване. Всяка държава-членка ще разполага с необходимата гъвкавост за определяне на своя ОП, който би трябвало да има по-скоро административни, отколкото правни функции. За ОП може да бъде определен компетентният орган по надзора, министерството(ата) със съответните компетенции, националната централна банка или друг публичен административен орган (С, 2013b, р. 61).

Един от ключовите въпроси, който трябва да бъде решен, когато една и съща институция съвместява функциите на надзор и преобразуване, е въпросът за гарантирането на оперативната независимост на двете функции. Преди всичко те трябва да бъдат ясно дефинирани и разделени, след това страните-членки следва да гарантират тяхната оперативна независимост една от друга и накрая - да въведат адекватни мерки за управление на евентуални конфликти на интереси (С, 2013b, р. 61). Дебатът в различните европейски институции върху Директивата достига до заключението, че оперативната независимост и ясното разпределение на функциите между ОП и надзорните органи е от значение за осигуряване на ефективното реализиране на преобразуването. Той се фокусира и върху необходимостта процедурите за оценка и нотифициране във връзка с критериите за преобразуване да бъдат опростени, за да се ускори вземането на решение за преобразуване и неговото изпълнение (Roussanova, 2013).

Критерии за преобразуване

Успехът на реструктурирането зависи от своевременното инициране на операцията чрез прилагане на подходящи критерии (triggers, trigger conditions). Дейността по преобразуването не бива да започне нито много рано, нито много късно, а в най-подходящия момент. Трудният въпрос тук е как да бъдат избрани подходящото време и правилните критерии за инициране на реструктурирането (resolution triggers). Заключението от дискусиите с представители на държавите-членки и банковия сектор е, че трябва да има една гранична отправна точка за всички инструменти за реструктуриране. Дебатът се фокусира върху избора на меки или твърди критерии за инициране на преобразуването (soft and hard resolution triggers). Повечето държави-членки подкрепят меките критерии, с което правото на вземане на решение остава в компетенциите на

преценяващите органи, докато банките изразяват загриженост по отношение на свързаната с това възможност за вземане на решения по усмотрение. Меките критерии обикновено обхващат по-широк кръг от фактори, които биха могли да доведат една банка до несъстоятелност. Количествените твърди критерии (например институцията вече не притежава достатъчно капиталови инструменти от първи ред) биха могли да бъдат прекалено рестриктивни и да забавят интервенцията, но пък биха я направили предварително известна и прозрачна за заинтересуваните страни.

Предпочитаната от Комисията опция е на страната на меките критерии - правото на вземане на решение е оставено на преценяващите органи, които могат да приложат инструментите за реструктуриране, когато институцията е *близо до несъстоятелност или не изпълнява условията за лиценз*. Предложението за ДВОБ сочи, че инструментите за реструктуриране трябва да бъдат приложени, когато институцията е (i) *в несъстоятелност или съществува вероятност да изпадне в несъстоятелност*; (ii) *няма алтернативни решения в рамките на частния сектор или надзора, които биха могли да предотвратят изпадането в несъстоятелност* на институцията и да я възстановят в подходящи срокове, и (iii) реструктурирането е необходимо от гледна точка на *обществения интерес*. Смята се, че една институция е *в несъстоятелност или съществува вероятност да изпадне в несъстоятелност*, когато (С, 2013b, р.120):

- е нарушила или ще наруши в близко бъдеще изискванията за продължаващ лиценз поради натрупани загуби, които ще изчерпят целия ѝ собствен капитал или значителна част от него;
- обемът на активите на институцията вече е или ще спадне в близко бъдеще под този на задълженията ѝ;
- институцията не може или в близко бъдеще няма да може да погасява дълговете си при настъпване на техния падеж;
- е необходима извънредна публична финансова подкрепа (освен в случаите, когато тя е нужна за запазване на финансовата стабилност на икономиката на държавата-членка).

Предложените в ДВОБ критерии за стартиране на преобразуването зависят от националните преценяващи органи (ОП или надзорните органи), което означава, че те могат да бъдат прилагани по различен начин в отделните държави-членки. Въпросът за евентуалното различно прилагане на критериите на основата на преценката на националните органи е решен с предложение, според което Европейският банков орган (ЕБО) трябва да издаде насоки относно тълкуването на обстоятелствата, при които за една институция може да се смята, че е в несъстоятелност или има вероятност да изпадне в такава. Напълно приемливо е да се даде право на преценяващите органи да проявяват гъвкавост при решаването на това кога дадена институция е в несъстоятелност или има вероятност да изпадне в такава на базата на изпълнението или неизпълнението от нейна страна на капиталовите изисквания. В

същото време ранните сигнали, идващи от неспазването на други регулаторни изисквания не бива да бъдат пренебрегвани. Например редовните нарушения на изискванията за ликвидност могат да бъдат пагубни за жизнеспособността на институцията и би следвало да бъдат взети под внимание, когато се преценява дали е вероятно тя да изпадне в несъстоятелност³ (IMF, 2012a, p. 15). За съжаление както първоначалният, така и последният вариант на Директивата подценяват възможностите на критериите, свързани с ликвидните изисквания.

*Общи принципи на преобразуването и правото
на съдебно преразглеждане*

Преобразуването е дейност, която предполага силна намеса и трябва да бъде управлявано според строги принципи и правила. ДВОБ формулира следните общи принципи, регулиращи прилагането на инструментите и правомощията за реструктуриране (С, 2013b, p. 124):

- Загубите трябва да се разпределят най-напред изцяло между акционерите и след това между кредиторите в съответствие с подреждането на вземанията им, установено по силата или на нормалните процедури при несъстоятелност, или на ДВОБ;

- Кредиторите от един и същи клас би трябвало да получат равнопоставено третиране;

- Нито един кредитор не трябва да понесе загуби, по-големи от тези, които би бил понесъл при ликвидиране на институцията по силата на нормалните процедури при несъстоятелност.

Необходимо е ОП да разполагат с всички законови правомощия за правилното прилагане на определените и въведени с Директивата инструменти за реструктуриране. Това могат да бъдат правомощия за: прехвърляне на акции, активи, права или задължения на институция в несъстоятелност към друга институция или мостова институция; отписване или обезсилване на акции, правомощия за обезценяване или преобразуване на дълг на институция в несъстоятелност; налагане на временен мораториум върху погасяването на вземания и т.н. Когато правомощията са така широко очертани, това означава, че взетите от ОП решения могат да представляват сериозна намеса в правата и интересите на засегнатите страни.

Съгласно Хартата за основните свободи засегнатите страни имат правото на справедлив процес и на ефективна защита срещу предприети спрямо тях мерки. Следователно лицата, засегнати от взетите от ОП решения, би трябвало да имат правото на съдебно преразглеждане на тези решения. ДВОБ третира изключително спешни ситуации и суспендирането на решение на ОП

³ МВФ, който има богат опит в преобразуването (особен надзор - conservatorship според терминологията му), прави подобна препоръка, която ние подкрепяме на базата на българския опит от финансовата криза през 1996-1997 г., когато се налага БНБ да постави проблемни банки под особен надзор на основата на критерии за капитал и ликвидност.

може да попречи на непрекъснатостта на основни функции и/или дори да създаде рискове за стабилността на финансовите пазари. Поради тази причина е необходимо да се гарантира, че автоматичното отлагане на решението за преобразуване няма да бъде позволено, тъй като ще е в разрез с *обществения интерес*. В случая отчитането на обществения интерес надделява над защитата на частни права, в резултат от което оспорването на решението на ОП е възможно, но е ограничено. Съответно обезщетенията за неправилно взети решения следва да се ограничат до отпускането на компенсация за понесените от засегнатите лица щети (С, 2013b, р. 27).

Инструментът bail-in

МВФ дефинира инструмента bail-in като „законни правомощия на ОП ... да реструктурира задълженията на една проблемна финансова институция чрез обезценяване на необезпечените ѝ задължения и/или преобразуването им в собствен капитал“ (Jianping et al, 2012). ДВОБ следва същия принцип и определя bail-in като инструмент, чрез който ОП може да отпише целия собствен капитал и/или да обезцени подчинените задължения (subordinated liabilities), или да ги преобразува във вземания на акционерите, когато дадена институция отговаря на критериите за влизане в режим на реструктуриране. Държавите-членки могат да използват инструмента bail-in, за да рекапитализират институцията, която отговаря на условията за реструктуриране, до степен, необходима за възстановяване на нейната способност да отговаря на условията за лиценз ѝ (С, 2013b, р. 155). Инструментът bail-in е приложим, когато има реалистична перспектива за възстановяването на финансовата стабилност и дългосрочната жизнеспособност на институцията.

Bail-in е нов инструмент за реструктуриране, който все още не е бил тестван в условията на системни кризи. По време на проведените в различни институции на ЕС разисквания по предложението на Комисията са изразени някои опасения относно възможното разпространение на проблемите, когато основните инвеститори в допустимите пасиви на банката, подлежаща на bail-in, са други банки с взаимосвързани дейности. Освен това са изразени и опасения относно последиците от едновременно задействане на този инструмент за много финансови институции в периоди на системни кризи (Roussanova, 2011). Подобни случаи би трябвало да бъдат внимателно разглеждани и да им се обърне подходящото внимание, за да бъдат избягнати всякакви рискове от зараза. Едно от възможните решения, което се предлага от Съвета в общия подход към ДВОБ и което е разглеждано по-нататък, е даденото на ОП правомощие по свое усмотрение да изключва (изцяло или частично) определени задължения (liabilities) от обхвата на bail-in с цел избягване разпространението на заразата. В ситуация на системни кризи обаче такива изключения едва ли ще са достатъчни и вероятно ще са необходими допълнителни превантивни мерки.

Допустими задължения и изискуем минимум

За да бъдат постигнати целите, инструментът bail-in трябва да бъде приложен възможно най-широко спрямо редица необезпечени задължения на проблемни институции. Той обаче не бива да бъде прилаган спрямо задължения, които са обезпечени или гарантирани. Това означава, че някои от задълженията трябва да бъдат изключени от обхвата на инструмента за покриване на загубите от акционерите и кредиторите на институцията. В първоначалното предложение на Комисията от обхвата на инструмента за покриване на загубите от акционерите и кредиторите на институцията са предварително изключени следните задължения: обезпечените задължения; гарантираните депозити; задълженията с остатъчен матуритет, по-малък от един месец; по изключение някои задължения към физически или юридически лица, когато е необходимо да се осигурят критични операции на институцията, задължения към данъчните и социалноосигурителните органи в случай, че те са третирани преференциално от приложимия закон по несъстоятелността и др. (ЕС, 2012с, article 38).

В по-нататъшния дебат по Директивата някои от първоначално предложените изключения са модифицирани и са добавени нови. Един такъв пример е предварителното изключване на задължения, произтичащи от участие в платежни системи, чийто остатъчен матуритет е по-малък от седем дни, вместо на задълженията с остатъчен матуритет, по-малък от един месец. Държавите-членки изразяват опасенията си, че ако задължения с остатъчен матуритет, по-малък от един месец, трябва да бъдат предварително изключени от обхвата на инструмента bail-in, това би могло да поощри банките и техните клиенти умишлено да увеличат този вид задължения (liabilities). Така според общия подход на Съвета върху Директивата от обхвата на инструмента bail-in следва да бъдат постоянно изключени следните видове задължения (liabilities): гарантирани депозити; обезпечени задължения, вкл. обезпечени облигации; задължения към служители на проблемни институции (например фиксирани заплати и пенсионни обезщетения); търговски вземания, свързани с критични за ежедневната работа на институцията стоки и услуги; произтичащи от участие в платежни системи задължения с остатъчен матуритет, по-малък от 7 дни; междубанкови задължения с първоначален матуритет, по-малък от 7 дни и др. (С, 2013а).

По време на дебата в Съвета много държави-членки настояват, че трябва да имат известна степен на *гъвкавост* за изключване от обхвата на bail-in и на други видове задължения освен предварително изключените. Общият подход на Съвета въвежда гъвкавост в прилагането на инструмента bail-in с оглед възможните заплахи за финансовата стабилност или институционални функции. Поддържането на минимална степен на гъвкавост помага за осигуряване на равнопоставени условия за различните институции и държави, докато увеличаването ѝ до максимална степен би довело до неравенство и би изложило на риск усилията за хармонизиране. Преговорите в Съвета по въпроса за гъвкавостта довеждат до компромисно решение, което въвежда ограничена дискреция (IMF,

2013b),⁴ позволяваща националните ОП да имат правото да изключват по усмотрение изцяло или частично задължения само поради следните причини (С, 2013a):

- ако загубите им не могат да бъдат покрити чрез инструмента bail-in в разумни срокове;
- за осигуряване непрекъснатостта на критични функции;
- за да се предотврати разпространението на заразата;
- за да се избегне унищожаването на стойност, което би повишило понесените от други кредитори загуби.

В случай, че някои задължения бъдат изключени по усмотрение от обхвата на bail-in, ОП трябва да прехвърли непокрытите загуби към други кредитори. Това би било възможно само ако никой от кредиторите не би се оказал в по-лошо положение, отколкото при прилагането на обичайното производство по несъстоятелност. Ако загубите не могат да бъдат прехвърлени към други кредитори, Фондът за преобразуване (ФП) (или механизмът за финансиране на преобразуването)⁵ би могъл да отпусне помощ на институцията, обект на реструктуриране при определени условия. Подобна гъвкавост би била възможна само ако: *първо*, загуби, възлизащи на не по-малко от 8% от общите загуби, вкл. собствен капитал, вече са били покрити от акционерите и кредиторите на институцията и *второ*, приносът на ФП ще бъде ограничен до 5% от размера на общите задължения на институцията, вкл. собствения ѝ капитал. При извънредни обстоятелства на изключване по усмотрение, когато ФП не разполага с достатъчно средства, ОП може да потърси финансиране от алтернативни фондове, но само след като е достигнат 5-процентния лимит (С, 2013b, р. 23).

Инструментът bail-in може да бъде прилаган успешно само ако кредитните институции разполагат с достатъчно количество задължения в балансите си, които да могат да поемат загуби. Банките биха могли умишлено да структурират пасивите си така, че да намалят обема на допустимите задължения и по този начин да попречат на ефективното приложение на инструмента bail-in. Въвеждането и на двете опции – за предварително изключване на определени задължения от обхвата на bail-in, както и на такова по преценка, създава допълнителни рискове, че кредитните институции може да не разполагат с достатъчно количество задължения за успешното приложение този инструмент. За да бъдат избягнати подобни рискове, се въвежда изискване за *минимален размер на допустимите задължения*, подлежащи на bail-in, които институциите трябва да поддържат постоянно.

Размерът на изискуемите *минимални допустими задължения* трябва да се изчислява като сумата от собствения капитал и *допустимите задължения*,

⁴ Този подход е подкрепен също и от МВФ.

⁵ „Resolution fund” превеждаме като „Фонд за преобразуване”. Друг възможен превод е „Фонд за реструктуриране”. „Resolution financing arrangement” превеждаме като „механизъм за финансиране на реструктурирането/преобразуването”. Последното понятие е взаимозаменяемо с „Фонд за реструктуриране/преобразуване”.

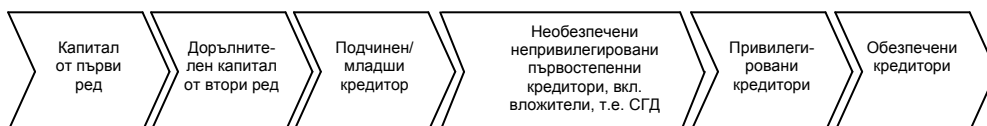
изразени като процент от *общите задължения* и собствения капитал (изключвайки задълженията, произтичащи от деривати) на институцията⁶ (С, 2013, article 39(1)). ОП трябва да има правото да изисква за всеки конкретен случай поотделно този процент да бъде изцяло или частично съставен от собствен капитал или от конкретен вид задължения. Постигнатият в Съвета общ подход по ДВОБ сочи, че всеки национален ОП трябва да определи минималното изискване за собствен капитал и допустими задължения за всяка отделна институция на базата на нейния размер, рисков профил и бизнес-модел. През 2016 г. Комисията ще направи преглед, който ще ѝ позволи да въведе едно хармонизирано минимално изискване за собствен капитал и допустими задължения, приложимо за всички банки (С, 2013a).

Подреждане на вземанията

Режимът на реструктуриране е възможен само ако следва ясно определена йерархия на вземанията. Рамката за реструктуриране установява едно подробно подреждане на вземанията, което замества и/или допълва подреждането на вземанията, установено съобразно обичайното законодателство за несъстоятелност. Загубите трябва да бъдат отнасяни най-напред към регулаторните капиталови инструменти и разпределяни сред *акционерите* или чрез обезсилване на акции, или чрез силно намаляване на дяловото участие. Ако тези инструменти се окажат недостатъчни, ОП могат да преобразуват или обезценят (write down) *подчинения дълг (subordinated debt)*, а след това и *привилегированите задължения (senior liabilities)*, ако подчинените класове дълг са били вече изцяло преобразувани или обезценени (С, 2013b, р. 24) (фиг. 2).

Фигура 2

Подреждане на вземанията според първоначалното предложение на Европейската комисия за реструктуриране



Третирането на депозитите и на Схемата за гарантиране на депозити (СГД) е един от проблемите, който предизвика оживен дебат между страните-членки и в рамките на европейските институции. От самото начало съществува принципното разбиране, че гарантираните депозити не би следвало да подлежат на bail-in и вложителите би трябвало да продължат да имат достъп

⁶ По-точно, чл. 39 (1) гласи, че „минималното изискване се изчислява като сума от собствения капитал и допустимите задължения, изразени като процент от общите задължения и собствения капитал (с изключение на задълженията, произтичащи от деривати) на институцията“.

до тях, докато СГД трябва да участва във финансирането на реструктурирането, като поеме загуби до размера на нетните загуби, които тя би понесла, след като компенсира вложителите при обичайното производство по несъстоятелност. Дебатът е съсредоточен върху мястото на СГД в поддръждането на вземанията. Според първоначалното предложение на Комисията СГД се поддържа равнопоставено с необезпечените непривилегировани първостепенни кредитори (*senior unsecured non-preferred creditors*) (вж. фиг. 2). В общия подход към Директивата, постигнат в Съвета, се стига до решението, че СГД винаги ще се включват по отношение на гарантираните депозити, но ще имат *по-висок ранг* от първоначално предложения от Комисията.

Фондове за преобразуване

ДВОБ определя взаимоотношенията между вътрешния капацитет на институцията за поемане на загуби, който може да бъде изчерпван чрез *bail-in* инструмента и допълнителното финансиране за реструктурирането, което може да бъде предоставяно от финансовия сектор чрез Фонд за преобразуване (ФП). Подобна схема изключва използването на публични средства при нормални обстоятелства. Вътрешният капацитет за поемане на загуби на една институция се равнява на нейния собствен капитал + допустимите задължения, подлежащи на преобразуване/реструктуриране. Ако той се окаже недостатъчен, механизмът за финансиране на реструктурирането/Фондът за преобразуване (ФП) би могъл да осигури допълнително финансиране за реструктурирането, чрез: вноски в институциите в процес на преобразуване в допълнение към вече поетите загуби от инструмента *bail-in*; компенсация на акционерите и кредиторите, претърпели загуби, по-големи от тези, които биха претърпели при ликвидация; заеми на институцията, която е в процес на преобразуване, на мостовата банкова или на дружеството за управление на активи; гаранции на потенциални купувачи на активи на институцията, която е в процес на реструктуриране; капитал на мостова банка и т.н. Финансирането за преобразуване не би трябвало да промени ролята на централните банки в осигуряването на ликвидност за финансовата система по време на сътресения.

ДВОБ изисква от държавите-членки да създадат предварителни механизми за финансиране на реструктурирането, т.е. ФП, които да бъдат финансирани от банките, а не със средства от националните бюджети. В рамките на 10-годишен период Фондовете за преобразуване ще трябва да достигнат целевото равнище от 0.8% от гарантираните депозити на всички кредитни институции, лицензирани в една държава-членка. За да се достигне това целево равнище, всяка кредитна институция трябва ежегодно да прави предварителни вноски, съобразени с риска (*ex-ante risk-adjusted contributions*), определени на основата на задълженията на институцията при изключване на собствения капитал и гарантираните депозити. Когато финансирането от предва-

рителните вноски се окаже недостатъчно за покриване на загубите, могат да бъдат събирани и допълнителни последващи вноски (ex-post contributions). В първоначалното си предложение Комисията въвежда правило, според което националните ФП следва да могат да заемат средства един от друг. Тази разпоредба обаче едва ли може да бъде прилагана в среда на сериозни различия между националните ФП, някои от които са недофинансирани или са финансирани с последващи вноски (ex-post funded). Последващият дебат по Директивата на Съвета и други европейски институции води до споразумение, че кредитирането между националните ФП няма да бъде задължително, а трябва да се извършва *само на доброволна основа*.

Едно от иновативните за част от страните-членки предложения на Комисията им позволява да избират дали да създадат своите ФП отделно от СГД, или двете институции да бъдат обединени. То е направено на по-ранен етап в редица съобщения на ЕК, предхождащи предложението за ДВОБ и е широко обсъждано в европейските институции. По време на дебата редица страни-членки се противопоставят на това предложение, докато други, сред които и България, приветстват потенциалните изгоди от синергията при създаването на една институция за СГД и ФП. Тези, които се противопоставят, изразяват опасения, че създаването на една обща институция би било намеса в ключовата функция на СГД да осигурява гарантираните депозити. Европейският икономически и социален съвет препоръчва да се предвидят разпоредби, гарантиращи, че СГД ще може винаги да изпълнява основните си функции по гарантиране на защитените депозити (Roussenova, 2013). В крайна сметка в резултат от дебата в ДВОБ е включена разпоредба, според която страните-членки ще имат свободата сами да решават дали да създадат своите ФП отделно от СГД, или да ги обединят. Нито първоначалната версия на Директивата, нито общият подход на Съвета обаче обясняват как да се осъществи това. Очевидно конкретните детайли са оставени на преценката на всяка държава, но е желателно и би било полезно да се въведат някакви общи правила.

СГД трябва да участва в преобразуването в размер, съответстващ на загубите, които би понесла при обичайно производство по несъстоятелност. Първоначално Комисията предлага подхода на *'no-depositor-preference'* (без преференции за вложителите), според който, за да бъде осигурено достатъчно финансиране за реструктурирането, СГД трябва да бъде подредена *равнопоставено* с първостепенните необезпечени непривилегировани кредитори (senior unsecured non-preferred creditors) (вж. фиг. 2). Ако обаче след реструктурирането институцията изпадне в несъстоятелност на по-късен етап и СГД не разполага с достатъчно средства да изплати гарантираните суми на вложителите, тя трябва да има утвърдени процедури, за да може *незабавно* да събере необходимите средства от членуващите в нея банки.

Последващият дебат върху Директивата в Съвета и други институции на ЕС е съсредоточен върху избора между подхода на *'no-depositor-preference'*

(без преференции за вложителите) и този на *'depositor-preference'* (преференциално третиране на вложителите). Много държави-членки изразяват предпочитанията си към втория подход. Върху крайните решения в Съвета оказват влияние опитът с преобразуването на банките в Кипър, както и препоръка на МВФ в полза на преференциалното третиране на гарантираните вложителите (IMF, 2013a). Подходът на *'depositor preference'* означава, че вложителите с гарантирани депозити и СГД се подреждат *след* първостепенните необезпечени непривилегировани кредитори (*senior unsecured non-preferred creditors*). Този подход би намалил изплащаните от СГД суми и следователно, би понижил риска от изчерпване на нейните средства, тъй като бремето ще бъде преместено към други кредитори. Предвид фактът, че в много от държавите-членки СГД са недофинансирани и/или се финансират на последващ етап (*ex-post funded*), дебатът довежда до следните решения:

- Гарантираните депозити и СГД следва да *ползват преференции* (т.е. те са последната категория в подреждането на вземанията при процедура на *bail-in*)

- Депозити над 100 000 EUR също трябва да се възползват от депозитните преференции (с известни резерви спрямо големи корпоративни депозити)

Накрая в общия подход на Съвета се приема, че по силата на националните закони в областта на несъстоятелността допустимите депозити (*eligible deposits*) на физически лица и микро-, малки и средни предприятия, надхвърлящи равнището на гарантираните депозити, както и задълженията към Европейската инвестиционна банка (ЕИБ), *би трябвало да бъдат с по-висок ранг* от вземанията на обикновените необезпечени, непривилегировани кредитори и вложители (*ordinary unsecured non-preferred creditors and depositors*) от големи корпорации (С, 2013b, р. 34). СГД трябва да се намесват винаги когато се отнася до гарантирани депозити (т.е. депозити под 100 000 EUR) и дори следва да има по-висок ранг в подреждането, отколкото споменатите категории допустими депозити.

Към единен механизъм за преобразуване

През юли 2013 г. ЕК предлага Регламент за създаване на единен механизъм за преобразуване в рамките на банковия съюз (наричан по-нататък Регламент), който отхвърля предложения по-рано от Германия двустепенен подход. Единният механизъм за преобразуване (ЕМП) ще допълни единния надзорен механизъм (ЕНМ) и ще бъде нова стъпка в изграждането на БС. Той е необходим с цел *„поставяне на сектора на по-здрава основа, възстановяване на доверието и преодоляване на фрагментацията на финансовите пазари“* (ЕС, 2013a; ЕС, 2012b). ДВОБ цели създаването на хармонизирана мрежа от национални ОП и ФП, за да бъде защитена целостта на единния пазар и да се сведат до минимум различията между националните подходи към преобразуването. Но една мрежа от национални ОП и ФП

за банки, които са подвластни на ЕНМ в рамките на общата валутна зона, няма да е достатъчна. Днес банките са твърде взаимосвързани и националните процедури за преобразуване едва ли биха били успешни и резултатни дори при хармонизирани условия, когато става дума за по-големите банки в ЕС.

Бързите и координирани действия са от критично значение за възстановяването на доверието в такива институции в периоди на криза, но при отсъствието на общи защитни механизми постигането на координация може да бъде затруднено. Единствено когато действията по преобразуването се провеждат на европейско ниво биха могли да се избегнат ефектите на разпространение на кризисните явления в случаите на преобразуване на големи европейски трансгранични банки. Комбинацията от единен европейски надзор на банки и преобразуване на национално ниво трудно би била стабилна и ефективна в ситуации, когато новият ЕНМ предлага дадена банка да бъде поставена в режим на преобразуване, а националният ОП отказва да действа в тази посока. За да бъдат избегнати случаи на напрежение в БС между единния надзор в лицето на Европейската централна банка (ЕЦБ) и националните ОП, когато става дума за проблемни банки, банковият надзор и преобразуването трябва да са поставени на едно и също ниво. Това разбиране означава, че обхватът на ЕМП трябва да съответства на този на ЕНМ и че ЕМП трябва да отговаря за преобразуването на банки, участващи в ЕНМ и БС (ЕС, 2013b).

Правното основание за създаването на предложението ЕМП се съдържа в чл. 114 на Договора за функционирането на ЕС, върху който се основава законодателството в областта на единния пазар. Някои държави, сред които и Германия, оспорват това разбиране и настояват за внасяне на промени в европейските договори, насочени към създаване на един стабилен и автентичен БС.

Единният съвет по преобразуване

Публикуването на Регламента за ЕМП на Комисията е предшествано от предложение за създаване на независим единен орган по преобразуването (ЕОП) в основата на ЕМП, който да притежава всички правомощия, предоставени на националните ОП. Фокусът в предварителния дебат по темата е върху въпроса дали ЕОП трябва да бъде напълно нова институция, или да бъде създаден в рамките на някоя вече съществуваща институция. Създаването на нова институция обаче би наложило промяна в Договора. По силата на сегашния Договор на ЕС само някоя от институциите на ЕС като Европейската комисия, ЕЦБ, Европейския механизъм за стабилност и т.н. може да вземе окончателното решение за стартиране на процедура по преобразуване на европейско ниво. Една от опциите е ЕЦБ да поеме ЕОП, а друга предвижда за това да бъде упълномощен Европейският механизъм за стабилност (ЕМС). И двете опции са отхвърлени поради следните причини:

- Мандатът на ЕЦБ, така както е определен в Договора, не включва преобразуване, което я прави неподходяща, освен ако не бъдат внесени промени в Договора.

- Втората опция също се оказа неприемлива поради възможен конфликт на интереси, тъй като предоставянето на ЕМС на преки правомощия за преобразуване би означавало да се създадат несъвместими стимули за използване на публични средства по време на банкова криза и най-вероятно би изисквало промяна в неговия договор.

С оглед на времевите ограничения Съветът на ЕС препоръчва създаването на ЕМП и ЕОП да стане чрез вторично законодателство. Предвид тази препоръка и правните съображения ЕК предлага ЕМП да се състои от Единен съвет по преобразуване (ЕСП) и Единен фонд за преобразуване (ЕФП), като *последната дума* за това дали и кога една банка да бъде поставена в процедура по преобразуване да има самата Комисия.

При тези условия Регламентът въвежда доста сложна процедура по преобразуване. Надзорният орган (ЕЦБ) или някой национален ОП прави оценка на условията за преобразуване и ги съобщава на Комисията и ЕСП. След получаване на съобщението или по своя собствена инициатива ЕСП извършва собствена оценка за това дали условията на преобразуването са изпълнени и изготвя препоръки до Комисията за: поставяне на институцията в режим на преобразуване; рамката на инструментите за преобразуване и използването на Единния фонд за преобразуване (ЕФП) в подкрепа на дейността по преобразуването. В същото време ЕК може да извърши всичко това и по своя собствена инициатива. Нейната роля е във вземането на окончателното решение за стартиране на преобразуването и определяне на рамката на преобразуването, съвместима с Единния пазар и правилата за държавна помощ на ЕС. ЕСП може да препоръча също Комисията да направи промени в тази рамка и относно използването на средствата на фонда, но това ще е само препоръка и Комисията не е длъжна да я изпълни. Регламентът не съдържа разпоредби, отнасящи се до уреждането на възможни спорове между ЕК и ЕСП, тъй като водещото допускане е, че по правни причини правото на последна дума не може да принадлежи на ЕСП, а на Комисията (ЕС, МЕМО, 2013). Тази част от Регламента се отличава с известна неяснота и изисква по-нататъшно уточняване, за да бъде избягнато евентуално объркване и нежелателно забавяне на преобразуването.

В обсега на предложената рамка ЕСП взима решения за подробната схема на преобразуването, прилагането на подходящи инструменти за преобразуване и възможното разпределение на средствата от ЕФП. След това националните ОП отговарят за изпълнението на плана за преобразуване, докато ЕСП надзирава процеса. Ако някой ОП не изпълни дадено решение за преобразуване в съответствие с договорената рамка на преобразуването, ЕСП е упълномощен да се намеси директно и да изиска решението да бъде изпълнено.

Подходът към преобразуването чрез ЕМП е предназначен да спомогне изборът и прилагането на инструментите и процедурите за това да се осъществят по *единен* начин. Процедурата за преобразуване, така както е предложена в чл. 16 на Регламента, обаче е сложна и се нуждае от допълнително опростяване и изясняване. Тя е тромава и в спешни ситуации трудно би допринесла за бързото и своевременно вземане на решение относно стартирането на процеса на преобразуване, определянето на подходящата рамка на преобразуване и нейното ефективно прилагане.

Работата на ЕМП се базира на правилата и принципите, които ще бъдат въведени с ДВОБ. Първоначалното предложение за Регламент се основава на общия подход на Съвета относно Директивата и в съответствие с него всяка интервенция на ЕМП трябва да се придържа към следните принципи:

- Необходимостта от преобразуване да бъде сведена до минимум благодарение на общи строги надзорни правила и подобрена координация на надзора в рамките на ЕНМ.
- При възникване на необходимост от интервенция от страна на ЕМП акционерите и кредиторите да поемат разходите за преобразуване, преди да бъде отпуснато каквото и да е външно финансиране.
- Всички допълнителни средства, необходими за финансиране на реструктурирането на банки, да бъдат осигурени чрез единен фонд за преобразуване.

Предложението за ДВОБ е все още в процес на договаряне и ЕМП ще трябва да се приведе в съответствие с окончателното споразумение за нея, което предстои да бъде постигнато между Съвета и Европейския парламент.

Единният фонд за преобразуване на банки

Комисията предлага създаването на Единен фонд за преобразуване (ЕФП), който ще работи под контрола на ЕСП. Той ще замени националните ФП на държавите-членки, участващи в БС, и ще бъде финансиран чрез предварителни коригирани спрямо риска вноски (*ex-ante risk-adjusted contributions*) от банките в участващите в БС страни. Създаването на ЕФП е по-добро решение, отколкото изграждането на мрежа от национални ФП, защото той ще обедини в общ фонд средства от банки от всички участващи държави-членки. По-широката база за привличане на вноски ще осигури по-сOLIDна база, на която при нужда ЕСП ще може да заема на пазара повече средства при по-ниска цена. В екстремни ситуации подобна възможност би намалила необходимостта да се разчита на публични средства и би допринесла допълнително за прекъсване на порочната връзка между държави и банки.

Основната цел на ЕФП ще е по-скоро да осигури финансова стабилност, отколкото да покрива загуби, които следва да се поемат основно чрез прилагане на инструмента *bail-in*. Само при изключителни обстоятелства фондът може да действа като допълнителна подкрепа за частните средства и ще му бъде позволено да поема загуби едва след като са изчерпани най-малко 8%

от задълженията и собствения капитал на институцията.

Целевият размер на Фонда трябва да се равнява на около 1% от гарантираните депозити в банковата система на участващите държави-членки, или около 55 млрд. EUR по приблизителна оценка на базата на данни от 2011 г. за банките и гарантираните депозити в Еврозоната. За достигането на пълното целево равнище на ЕФП е предвиден преходен период от 10 години. Съобразените с риска вноски ще бъдат изчислени на базата на задълженията/пасивите на съответната банка, като се изключат собственият ѝ капитал и гарантирани депозити, в съответствие с изискванията на ДВОБ. Това означава, че банки, финансирани изключително от депозити, ще плащат по-ниски вноски във фонда и по-високи в техните национални СГД. В съответствие с Директивата, когато една банка е поставена в режим на преобразуване, съответната национална СГД ще даде своя принос в преобразуването до размера на загубите, които тя би поела (до размера на гарантираните депозити) в случай на ликвидация на банката по силата на обичайното производство по несъстоятелност.

Когато предварителните вноски (ex-ante contributions) са недостатъчни, а последващите (ex-post contributions) не могат да бъдат събрани незабавно, особено през преходната фаза, може да възникне необходимост от допълнително резервно финансиране, за да се гарантира непрекъснатостта на процеса на реструктуриране. При такива обстоятелства ЕФП ще има правото да договаря заеми или други форми на подпомагане от финансови институции, пазари или дори от публични източници (ЕС, 2013b). Предложеният Регламент позволява на ЕФП да получава или да отпуска на доброволна основа заеми на други ФП. Подробното обяснение на предложението за Регламент сочи, че „разпоредбите [на ДВОБ] относно взаимодействието между различните фондове (взаимното използване на средства и доброволно взаимно теглене и отпускане на заеми) също се прилагат изцяло между ЕФП и националните ФП на участващите държави-членки“ (ЕС, 2013b, р. 10). Предложението за Регламент възнамерява да позволи на ЕФП да *получава или да отпуска заеми на други ФП в държави-членки извън ЕМП* (ЕС, 2013b, р. 16). Регламентът обаче не съдържа конкретни разпоредби, позволяващи на ЕФП да *отпуска заеми на ФП извън обсега на ЕМП*, което противоречи на подробното обяснение на предложението за Регламента. Добавяне на допълнителни конкретни разпоредби, третиращи отпускането на заеми от ЕФП за ФП извън ЕМП, е желателно, тъй като те биха внесли в Регламента издръжаност и яснота.

*

Според първоначалните предвиждания ЕМП и ДВОБ се очаква да влязат в сила от януари 2015 г. с изключение на инструмента bail-in, който ще влезе в сила от януари 2018 г. Дебатът върху предложената ДВОБ все още не е приключил, а този върху Регламента, предлагащ създаването на ЕМП, едва започва. Очаква се този дебат да е разгорещен и напрегнат, предвид

предложения от Комисията сбит график и противоположните мнения на някои от членуващите в БС страни. Въпреки предизвикателствата на продължаващия дебат, предложенията на Комисията за създаване на хармонизиран режим за преобразуване за страните-членки на ЕС, както и на ЕМП за тези от тях, участващи в БС, са определено сред най-важните инициативи от последните години. Те представляват крайъгълен камък в изграждането на БС и отбелязват значим прогрес в усилията да се разкъса порочният кръг между банките и държавите. Разгледано в по-широка перспектива, създаването на истински режим за преобразуване на банки би допринесло за изграждането на един *по-дълбок и истински* Европейски икономически и паричен съюз (ЕС, 2012b).

Използвана литература:

Jianping Zhou, V. Rutledge, W. Bossu, M. Dobler, N.Jassaud, and M. Moor. (2012). From Bailout to Bail in: Mandatory Debt Restructuring of Systemic Financial Institutions. IMF

Roussenova, L. (2011). (Rapporteur), Opinion of the European Economic and Social Committee on the Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee, the Committee of the Regions and the European Central Bank - An EU Framework for Crisis Management in the Financial Sector, COM (2010) 579 final, OJ of the EU, C 248/101, 25.08.2011

Roussenova, L. (2013). (Rapporteur), Opinion of the European Economic and Social Committee on the 'Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council establishing a framework for the recovery and resolution of credit institutions and investment firms and amending Council Directives 77/91/EEC and 82/891/EEC, Directives 2001/24/EC, 2002/47/EC, 2004/25/EC, 2005/56/EC, 2007/36/EC and 2011/35/EU and Regulation (EU) No 1093/2010' COM (2012) 280 final — 2012/0150 (COD), OJ of the EU, C 44, 15.02.2013.

C (2013a). Council of the European Union, Council agrees position on bank resolution, Brussels, 27 June 2013 11228/13 PRESSE 270.

C (2013b). Council of the European Union, Proposal for a DIRECTIVE OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL establishing a framework for the recovery and resolution of credit institutions and investment firms and amending Council Directives 77/91/EEC and 82/891/EC, Directives 2001/24/EC, 2002/47/EC, 2004/25/EC, 2005/56/EC, 2007/36/EC and 2011/35/EC and Regulation (EU) No 1093/2010 - General approach, Brussels, 28 June, 2013.

EC (2012a). European Commission, A ROADMAP TOWARDS A BANKING UNION, Communication from the Commission to the European Parliament and the Council, Brussels, 12.09.2012.

EC (2012b). European Commission, A BLUEPRINT FOR A DEEP AND GENUINE EMU, Communication from the Commission, Brussels, 28.11.2012

EC (2013a). European Commission, Commission Proposes Single Resolution Mechanism for the Banking Union, European Commission Press Release, Brussels, 10 July, 2013.

EC, MEMO (2013). European Commission, MEMO, Brussels, 10 July 2013

EC (2012c). European Commission, Proposal for a DIRECTIVE OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL establishing a framework for the recovery and resolution of credit institutions and investment firms and amending Council Directives 77/91/EEC and 82/891/EC, Directives 2001/24/EC, 2002/47/EC, 2004/25/EC, 2005/56/EC, 2007/36/EC and 2011/35/EC and Regulation (EU) No 1093/2010, Brussels, 6.6.2012.

EC (2013b). European Commission, Proposal for a REGULATION OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL establishing uniform rules and a uniform procedure for the resolution of credit institutions and certain investment firms in the framework of a Single Resolution Mechanism and a Single Bank Resolution Fund and amending Regulation (EU) No 1093/2010 of the European Parliament and of the Council, Brussels, 10.07.2013.

FSB (2011). Financial Stability Board, Key Attributes of Effective Resolution Regimes for Financial Institutions, October 2011.

G20 (2009). G20 Leaders' declaration of the Summit on financial markets and the world economy, April 2009.

IMF (2013a). IMF Country Report No 13/67, European Union: Publication of Financial Sector Assessment Program Documentation - Technical Note on Progress with Bank Restructuring and Resolution in Europe, March 2013, Washington D.C.

IMF (2013b). IMF Country Report No. 13/231, Euro area policies, 2013 Article IV consultation, July 2013, Washington D.C.

15.XI.2013 г.

TOWARDS ESTABLISHING A GENUINE RESOLUTION REGIME FOR BANKS IN THE EUROPEAN UNION

The article traces the evolution of the European Commission's ideas and proposals for the establishment of a genuine resolution regime for credit institutions in Member States and the Banking Union. It examines the common resolution regime, to be introduced by the Bank Recovery and Resolution Directive, which will serve as a basis for the operation of the Single Resolution Mechanism within the Banking Union. The analysis focuses on the characteristic features of the bail-in tool as an alternative to bailout. Special emphasis is placed on the on-going debate at the EU institutions on selected key issues of bank resolution and bail in, as reflected by comparing the initial Commission proposal for the Bank recovery and resolution Directive with the follow up Council's general approach agreement on it.

JEL: G21; G28; G32; G33

During the recent financial crisis many financial institutions, especially those considered too big to fail, were bailed out by large amounts of public funds, which contributed to the sovereign debt crisis. Between October 2008 and October 2011, the European Commission approved different state aid measures for financial institutions amounting to €4.5 trillion (about 37% of EU GDP). They helped avoid massive bank failures but contributed to increasing public debt burden and affected negatively the performance of the real economy. In addition, bailouts caused distortions to competition. State aid support for systemic institutions encouraged excessive risk taking and enhanced moral hazard. Due to all these negative effects bailouts are no longer considered acceptable. At present an understanding prevails that a new approach to failing banks should be introduced, which should put an end to rescuing banks with public funds. In 2009 G20-leaders called for a review of resolution regimes that would make the orderly winding down of large complex cross-border institutions possible (G20, 2009). In 2011 the Financial Stability Board (FSB) published key attributes of an effective resolution regime for financial institutions, which allow bank resolution in an orderly way (FSB, 2011). In the US the introduction of the Dodd-Frank Act further improved the existing resolution arrangements. Since 2008 many Member States (the UK, Spain, Germany, Sweden, etc.) have introduced special resolution regimes for banks but their harmonisation and reinforcement is still to take place through the introduction of common EU rules.

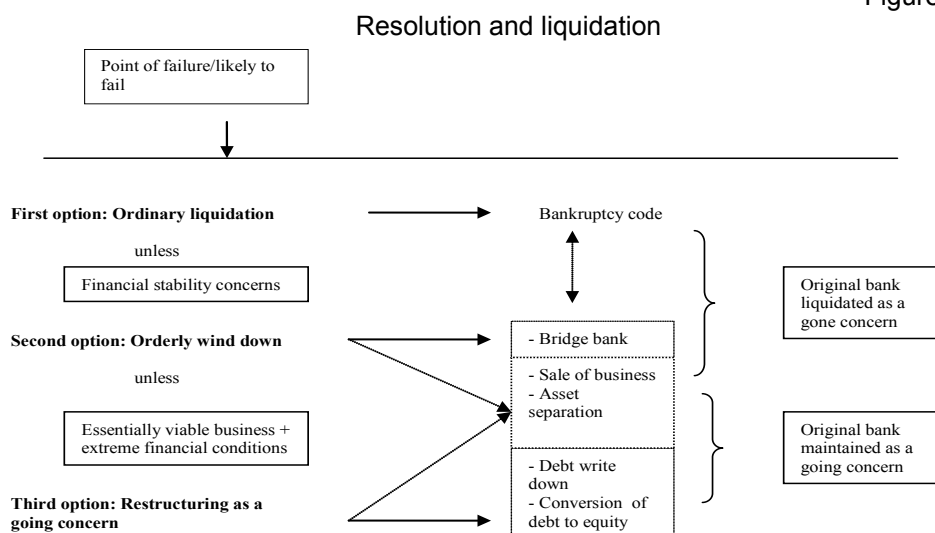
The resolution framework

In June 2012 the Commission published its Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council establishing a framework for the recovery and resolution of credit institutions and financial firms, (EC, 2012c) known also as Bank recovery and resolution directive (BRRD). Only a couple of months later, in September 2012, it launched a roadmap towards establishing a Banking Union (BU) (EC, 2012a), which would strengthen the financial stability in the euro area

and contribute to breaking the vicious circle between banks and sovereigns. The Single Resolution Mechanism (SRM), which is one of the key building blocks of the BU, is expected to create an effective resolution regime for banks and in particular for cross-border banking groups. It will operate on the basis of the common resolution regime to be introduced by the BRRD. The negotiations on the proposed Directive are still going on. In June 2013 the Council published its general approach agreement as the latest version of the BRRD, which is the basis on which the operation of the SRM has been designed.

The BRRD offers an alternative to bailout by equipping national authorities with common powers and instruments to preempt and manage bank failures in an orderly manner, while preserving essential bank operations and minimizing taxpayers' exposure to losses. It introduces 3 stages of recovery and resolution of banks: (i) preparatory and preventive stage, (ii) early intervention stage, and (iii) a resolution stage. The need for resolution should be reduced to the minimum thanks to strict common prudential rules and enhanced supervision. The general rule applicable at the resolution stage is that failing credit institutions should be liquidated under ordinary insolvency proceedings. However, in some cases an orderly winding down through resolution will be more appropriate and necessary in the public interest because it would minimise contagion, ensure continuity of vital economic functions and preserve the value of remaining assets (see Figure 1.). Any additional resources needed to help finance bank resolution should be provided by the banking sector and not by taxpayers. The resolution principles and rules introduced by the BRRD are in line with the key attributes of effective resolution regimes for financial institutions, developed by the Financial Stability Board (FSB) (FSB, 2011).

Figure 1



Source: European Commission.

The resolution regime relies on resolution tools, which are of particular importance because they are applied at the stage when banks are close to insolvency. These tools are: (i) a sale of business (or part of business) tool; (ii) a bridge bank tool, which transfers good assets to a publicly controlled entity; (iii) an asset separation tool, which transfers impaired assets to an asset management vehicle, and (iv) a bail-in tool, which allows absorption of losses by shareholders and creditors. The bail-in tool is a new resolution tool, which has been proposed as an alternative to bailout. It has not been sufficiently tested yet, deserves special attention and will be treated in more detail in the next sections.

Resolution authorities

The resolution regime introduces a new approach to failing banks, which cannot be executed by any of the existing authorities. It requires the setting up of new resolution bodies, which will be fully in charge of the resolution function. In order to implement the resolution regime successfully and in a timely manner, Member States (MSs) will have to establish national Resolution Authorities (RAs). They should make an assessment whether a bank meets the conditions for resolution, while the request for assessment should come from the supervisory authority or the concerned bank. The RA is also responsible for choosing the most appropriate resolution tool for the institution under resolution. Each MS will have the flexibility to identify its own RA, which should be an administrative rather than a legal one. RAs may be the competent authorities for supervision, competent ministries, national Central Banks or other public administrative authorities (C, 2013b, p. 61).

One key issue to be addressed when one institution combines the functions of supervision and resolution is the issue of guaranteeing the operational independence of the two functions. First of all the two functions have to be clearly defined and separated. Then, MSs should make sure that there is operational independence between them. Finally, MSs should put in place adequate arrangements to manage any possible conflicts of interest (C, 2013b, p. 61). The debate on the Directive at different EU institutions concluded that the operational independence and clear division of functions between RAs and supervisors would provide the basis for the effective implementation of resolution. It also focused on the need to simplify the assessment and notification procedures regarding resolution triggers in order to speed up the decision and execution of resolution (Roussanova, 2013).

Resolution triggers

Any successful resolution depends on the timely initiation of the action by appropriate triggers. The resolution action should be initiated neither too early nor too late but at the right moment. The difficulty here is how to choose the appropriate timing and select the correct resolution triggers. The discussions with MSs and banking industry representatives concluded that there should be one trigger point for all resolution tools. The debate focused on the choice between soft and hard triggers. Most MSs were in favour of a soft trigger, which would leave the decision to the

assessment authorities, while banks expressed concerns regarding the discretion involved in it. Soft triggers usually capture a broader range of factors that might cause bank failures. Quantitative hard triggers (for example the institution no longer possesses sufficient Tier 1 capital instruments) might be too restrictive and might delay intervention but would make it ex-ante known and transparent to stakeholders.

The Commission's preferred option is with the soft trigger – the decision is left to the assessment of authorities (resolution or supervisory authorities), which can apply resolution tools when the institution is *close to failure or fails to fulfil the authorisation conditions*. The proposal for BRRD determines that resolution tools should be applied when the institution is (i) *failing or likely to fail*, (ii) *no alternative private sector or supervisory solutions would be able to prevent the failure* of the institution and restore it within an appropriate timeframe and (iii) the resolution action is necessary in the *public interest*. An institution is *failing or likely to fail* when (C, 2013b, p. 120):

- it is in breach or will be in breach in the near future of the requirements for continuing authorisation due to incurred losses that will deplete all or a significant amount of its own funds;
- the assets of the institution are or will be in the near future less than its liabilities;
- the institution is or will be in the near future unable to pay its debts when they fall due;
- extraordinary public support is required (except in cases when it is needed to preserve the financial stability in the economy of the MS).

The trigger conditions proposed by the BRRD depend on the judgment of authorities, which implies that their application may vary by MS. The issue of potential divergent application of judgment-based triggers by national authorities is addressed by a proposal that the European Banking Authority (EBA) should issue guidelines concerning the interpretation of the circumstances when an institution can be considered as failing or likely to fail.

While giving the assessment authorities the flexibility to judge whether an institution is failing or likely to fail on the basis of compliance or non-compliance with capital requirements is fully acceptable, at the same time the early signals provided by failures to comply with other regulatory requirements should not be ignored. For example, regular breaches of liquidity requirements could be detrimental to the viability of the institution and should also be taken into consideration when assessing whether it is likely to fail (IMF, 2013a, p.15). Unfortunately, both the original and the latest version of the Directive underestimate the advantages of liquidity triggers.

General principles of resolution and the right to a judicial review

Resolution is a highly intrusive action and should be governed by strict principles and rules. The BRRD defines the following general principles governing the application of resolution tools and powers (C, 2013b, p. 124):

- Losses should be allocated at first in full to shareholders and then to

creditors following the hierarchy of claims established by the normal insolvency proceedings or alternatively by the BRRD;

- Creditors of the same class should be treated in an equitable manner;
- No creditor should incur losses greater than what he would have incurred if the institution had been wound up under the normal insolvency proceedings.

The RAs should have all the legal powers needed to apply properly the resolution tools, designed and introduced by the Directive. Those powers might include: powers to transfer shares, assets, rights or liabilities of a failing institution to another institution or a bridge institution, powers to write off or cancel shares, powers to write down or convert debt of a failing institution, powers to impose a temporary moratorium on the payment of claims, etc. Such broadly defined powers imply that the decisions made by a RA may seriously interfere with the rights and interests of the affected parties.

According to the Charter of Fundamental Rights, the affected parties have the right to due process and remedy against any measures affecting them. Therefore persons affected by the decisions taken by the RAs should have the right to apply for a judicial review of those decisions. Since the BRRD treats situations of extreme urgency, and as the suspension of any decision of the RAs might impede the continuity of essential functions, and/or even create risks for the stability of financial markets, it is necessary to make sure that the automatic suspension of the resolution decision should not be allowed as it would be considered against the *public interest*. The consideration of public interest prevails over the protection of private rights, as a result of which challenging the decision of the RA in court is possible, but limited. Any remedies for wrongful decisions should be limited to the award of compensation for the damages suffered by the affected person (C, 2013b, p.27).

The Bail-in tool

The IMF defines the bail-in tool as the “statutory power of a resolution authority to restructure the liabilities of a distressed financial institution by writing down its unsecured debt and/or converting it to equity” (Jianping et al., 2012). The BRRD follows the same principle and defines the bail-in tool as a tool by means of which a RA could write off all equity, and either write down subordinated liabilities or convert them into an equity claim, when an institution meets the trigger conditions for entry into resolution. MSs may apply the bail-in tool to recapitalize an institution that meets the conditions for resolution to the extent sufficient to restore its ability to comply with the conditions for its authorisation (C, 2013b, p.155). The bail-in tool is applicable when there is a realistic prospect to restore the institution to financial soundness and long-term viability.

The bail-in tool is a new resolution tool, which has not been sufficiently tested yet, especially in systemic crises. During the debate on the Commission’s proposal at different EU institutions some concerns were expressed regarding possible spill over effects when the main investors in a bank’s eligible liabilities subject to bail-in are other banks with interconnected businesses. Concerns regarding the consequences of the simultaneous activation of the bail-in tool for many financial institutions in

periods of systemic crises were also raised (Roussanova, 2011). Similar situations should be considered carefully and addressed appropriately to avoid any risks of contagion. One possible solution, offered by the Council's general approach agreement on the BRRD and discussed below, is the power given to RAs to exclude, or partially exclude from bail in, liabilities on a discretionary basis in order to avoid contagion. However, in a situation of systemic crises such exclusions would hardly be sufficient and perhaps additional preventive measures should be put in place.

Eligible liabilities and the required minimum

In order to achieve its objectives the bail-in tool should be applied as widely as possible to a range of unsecured liabilities of failing institutions. However, it should not be applied to liabilities that are secured, collateralised or otherwise guaranteed. This implies that some liabilities have to be excluded from bail in. The original Commission's proposal excludes ex-ante from bail in the following liabilities: secured liabilities, covered deposits, liabilities with residual maturities less than 1 month, exceptionally some liabilities to physical persons or legal entities when there is a necessity to ensure the critical operations of the institution, tax and social security authorities, provided that those liabilities are preferred under the applicable insolvency law (EC, 2012c, article 38).

The subsequent debate on the Directive modified some of the original exclusions and added new ones. One example is the ex-ante exclusion of liabilities arising from a participation in payment systems, which have a remaining maturity of less than seven days instead of liabilities with remaining maturity less than 1 month. MSs expressed concerns that if liabilities with residual maturities less than 1 month were to be excluded ex-ante from bail-in, that might encourage banks and their customers to deliberately increase such liabilities. Thus the Council's general approach agreement of June 26/27 accepts that the following types of liabilities should be permanently excluded from bail-in: covered deposits, secured liabilities including covered bonds, liabilities to employees of failing institutions (for example fixed salary and pension benefits), commercial claims relating to goods and services critical for the daily functioning of the institution, liabilities arising from a participation in payment systems which have a remaining maturity of less than seven days, inter-bank liabilities with an original maturity of less than seven days, etc. (C, 2013a).

During the debate at the Council many MSs insisted on having certain degree of *flexibility* to exclude liabilities from bail-in in addition to the ex-ante exclusions. Keeping flexibility at a minimum level helps promote the level-playing field across institutions and countries, while maximising it would cause inequality and would jeopardise the harmonisation efforts. The negotiations at the Council on flexibility resulted in a compromise, which introduced a limited discretion (IMF, 2013b),¹ allowing national RAs to have the power to exclude, or partially exclude, liabilities on a discretionary basis only for the following reasons (C, 2013a):

¹ This approach was supported also by the IMF.

- if they cannot be bailed in within a reasonable time,
- to ensure continuity of critical functions,
- to avoid contagion,
- to avoid value destruction that would raise losses borne by other creditors.

In case of discretionary exclusions of some liabilities from bail in the RA should make up for the unabsorbed losses by passing them on to other creditors. This should be possible only as long as no creditor is worse off than under normal insolvency proceedings. If the losses cannot be passed on to other creditors, the Resolution Fund/resolution financing arrangement may make a contribution to the institution under resolution, subject to certain conditions. Such a flexibility would be possible only if: (i) losses totaling not less than 8% of total liabilities including own funds have already been bailed in, and (ii) the contribution of the Resolution Fund (RF) would be limited to 5% of the institution's total liabilities including own funds. In extraordinary circumstances of discretionary exclusions when the RF's resources are insufficient, the RA may seek funding from alternative financing arrangements but only after the 5-percent limit has been reached (C, 2013b, p. 23).

The bail-in tool can be applied successfully only if credit institutions have in their balance sheets a sufficient amount of liabilities that can absorb losses. However, banks may deliberately structure their liabilities in a way to diminish eligible liabilities and impede the effective application of the bail-in tool. The introduction of both ex-ante and discretionary exclusions of certain liabilities from bail-in creates additional risks that credit institutions might not have sufficient amount of liabilities allowing the successful application of bail-in. To avoid similar risks a requirement is introduced for a *minimum amount of eligible liabilities* subject to bail in, which institutions will have to meet at all times.

The minimum requirement of *eligible liabilities* should be calculated as the amount of own funds and *eligible liabilities* expressed as a percentage of *total liabilities* and own funds (excluding liabilities arising from derivatives) of the institution² (C, 2013b, article 39(1)). The RA should be able to require on a case-by-case basis that this percentage is totally or partially composed of own funds or of a specific type of liabilities. The Council's general approach agreement specifies that each national RA should set the minimum requirements for own funds and eligible liabilities for each institution, based on its size, risk and business model. In 2016 a review would enable the Commission to introduce a harmonised minimum requirement for own funds and eligible liabilities applicable to all banks (C, 2013a).

Hierarchy of claims

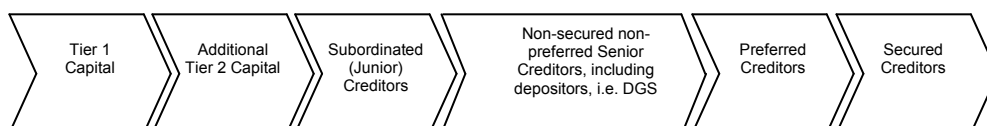
The resolution regime is possible only if it follows a clearly defined hierarchy of claims. The resolution framework establishes a detailed hierarchy of claims, which supersedes and/or complements the hierarchy of claims established by the

² More precisely article 39 (1) states that "The minimum requirement shall be calculated as the amount of own funds and eligible liabilities expressed as a percentage of the total liabilities and own funds (excluding liabilities arising from derivatives) of the institution".

normal insolvency regimes. Losses should be absorbed at first by regulatory capital instruments and should be allocated to shareholders either through the cancellation of shares or through dilution. Where those instruments are not sufficient the RAs can convert or write down subordinated debt, followed by senior liabilities if the subordinate classes have been converted or written down completely (C, 2013b, p. 24) (see Figure 2.).

Figure 2

Hierarchy of claims under the original resolution proposal of the European Commission



Treatment of deposits and Deposit Guarantee Scheme (DGS) is one of the issues, which caused a vigorous debate among MSs and at EU institutions. From the very beginning there was a principle agreement that covered/guaranteed deposits should not be subject to the bail-in tool and depositors should continue having access to them, while the DGS should contribute to resolution funding by absorbing losses to the extent of the net losses that it would have had to suffer after compensating depositors in normal insolvency proceedings. The debate focused on the ranking of the DGS. According to the Commission's initial proposal the DGS ranks *pari passu* with unsecured non-preferred senior creditors (Figure 2). The Council's general approach agreement decided that the DGS would always step in for covered deposits but would have a *higher ranking* than initially proposed by the Commission. The next section addresses this issue in detail.

Resolution financing arrangements/ Resolution Funds

The BRRD defines the relationship between the internal loss-absorbing capacity of an institution to be exhausted by bail-in and the additional resolution financing to be provided by the financial sector. A similar arrangement excludes the use of public funds under normal circumstances. The internal loss-absorbing capacity of an institution is equal to its own funds + eligible liabilities subject to bail-in. If it turns out to be insufficient, a resolution financing arrangement/Resolution Fund (RF) could provide additional funding for resolution. RFs would be able to contribute to resolution by providing (i) contributions to institutions under resolution in addition to what has been absorbed by the bail-in tool, (ii) compensation to shareholders and creditors who suffered losses greater than what they would have suffered under liquidation, (iii) loans to the institution under resolution, to a bridge bank institution or to an asset management vehicle, (iv) guarantees to potential

purchasers of assets of the institution under resolution, (v) capital to a bridge bank, etc. Resolution financing is not supposed to change the role of central banks in providing liquidity to the financial system in times of stress.

The BRRD requires MS to set up ex-ante resolution financing arrangements/ RFs, which will be financed by banks and not with funds from national budgets. Within the course of 10 years RFs will have to reach the target level of 0.8% of covered deposits of all credit institutions licensed in a MS. To reach that target level each credit institution should make annually ex-ante risk-adjusted contributions based on its liabilities, excluding own funds and covered deposits. When the funding from ex-ante contributions is insufficient to cover the losses, additional ex-post contributions could also be collected. In its original proposal the Commission introduced a rule according to which national financing arrangements should be able borrow from each other. However, this provision is hardly applicable in an environment of serious differences among national financing arrangements, some of which are underfunded or ex-post funded. The follow-up debate on the Directive at the Council and other EU institutions resulted in an agreement that lending between national RFs would not be obligatory but should take place *only on a voluntary basis*.

One of the innovative for some MSs initiatives of the Commission was the proposal, which allowed MSs to choose whether to keep separate or combine their Resolution Funds (RFs) and Deposit Guarantee Schemes (DGSs). It was introduced by different Commission communications prior to the proposal for BRRD and was extensively debated at the EU institutions. During the debate many MSs opposed the proposal while others, among which Bulgaria, welcomed the potential benefits from the synergy of establishing a single institution for the DGS and RF. Those who opposed the proposal, expressed concerns that a joint institution would interfere with the key function of the DGS to protect covered depositors. The European Economic and Social Committee recommended that the Directive should put in place realistic provisions guaranteeing that the DGS can perform its main function to protect covered depositors at all times (Roussanova, 2013). As a result of the debate the BRRD introduced a provision according to which MSs would be free to choose whether to keep separate or combine their RFs and DGS. However, neither the original Directive proposal nor the Council's general approach agreement explain how this should be done. The specific details are obviously left to the discretion of each MS but some general rules would be helpful and are desirable.

Regardless of whether the DGS would remain separate or would be combined with the RF, it should contribute to resolution for an amount equivalent to the losses that it would have to bear in normal insolvency proceedings. Initially the Commission proposed the '*no-depositor-preference*' approach, according to which, in order to provide sufficient funding in resolution, the DGS *should rank pari passu* with senior unsecured non-preferred creditors (Figure 2). However, if after resolution the institution fails at a later stage and the DGS does not have sufficient funds to repay covered depositors, the DGS should have arrangements to raise the necessary funds *immediately* from its member-banks.

The follow-up debate at the Council and other EU institutions on the Directive focused on the choice between the '*no-depositor- preference*' approach vs. '*depositor-preference*' approach. Many MSs, especially those that were underfunded, expressed their preference for the '*depositor-preference*' approach. The experience with bank resolution in Cyprus, as well as an IMF recommendation in favour of the "*depositor-preference*" approach influenced the final decision of the Council (IMF, 2013a). The '*depositor preference*' approach implies that covered depositors and DGS rank after senior unsecured non-preferred creditors. This approach would diminish the disbursements made by the DGS and therefore would diminish the risk of its depletion as the burden would be shifted to other creditors. Taking into consideration the fact that in many MSs the DGSs are still underfunded and/or ex-post funded, the debate resulted in the following decisions:

- covered depositors and DGS *should have preference* (i.e. the last category in the hierarchy of claims for bail in)
- deposits over Euro 100 000 should also benefit from deposit preference (with some reservations towards large corporate deposits)

Finally, the Council's general approach agreement (C, 2013b, p. 34) accepted that under the national insolvency law eligible deposits above the level of covered deposits from natural persons and micro, small and medium-sized enterprises, as well as liabilities to the European Investment Bank, should have preference over the claims of ordinary unsecured, non-preferred creditors and depositors from large corporations. The DGS should always step in for covered deposits (i.e. deposits below €100,000) and should have an even higher ranking than the categories of eligible deposits mentioned above.

Towards a Single Resolution Mechanism

In July 2013 the European Commission proposed a Regulation establishing a Single Resolution Mechanism within the Banking Union (to be referred to in the text as the Regulation), which rejects the two-step approach suggested earlier by Germany. The Single Resolution Mechanism (SRM) will complement the Single Supervisory Mechanism (SSM) and will be the next step in the construction of the Banking Union (BU). It is designed to "*to put the sector on a sounder footing, restore confidence and overcome fragmentation in financial markets.*" (EC, 2013a; EC 2012b). The BRRD aims at establishing a harmonised network of national RAs and RFs in order to protect the integrity of the Single Market and minimise the differences in the national approaches to resolution. However, a network of national RAs and RFs for banks, which are subject to the SSM within a common currency area, will be insufficient. Nowadays banks are too interconnected and national resolution regimes would hardly be successful and efficient even under harmonised arrangements, especially when dealing with the bigger EU banks. Speed and coordination are crucial to restore confidence in such institutions in crisis periods, but in the absence of common backstops coordination might be difficult to achieve. Only resolution actions at an European level would ensure that spill over effects would be avoided

when resolving EU big cross-border banks. The combination of European single supervision of banks with national resolution would hardly be stable and effective in situations when the new SSM would propose to put a bank under resolution while the national RA might refuse to act accordingly. To avoid tensions in the BU between the Single Supervisor (ECB) and national RAs when dealing with failing banks, bank supervision and resolution should be at the same level. This understanding implies that the scope of the SRM should be compatible with the scope of the SSM and that the SRM should be in charge of resolution of banks, which participate in the SSM and the BU (EC, 2013b).

The legal basis for the establishment of the proposed SRM is Article 114 of the Treaty on Functioning of the EU, which represents the basis for the Single Market legislation. Some countries among, which Germany challenge this understanding and insist that changes to the European Treaties should be introduced on the way towards a sound and genuine BU.

The Single Resolution Board

Before the publication of the Commission's Regulation on the Single Resolution Mechanism (SRM) there was a proposal to establish an independent Single Resolution Authority (SRA) at the core of the SRM, which would have all the powers afforded to the national RAs. The preliminary debate focused on whether the SRA should be a new institution or should be hosted by an existing one. The establishment of a new institution would require a Treaty change. Under the current EU Treaty only an EU institution, such as the European Commission, ECB, European Stability Mechanism (ESM), etc. can make the final decision on triggering bank resolution at an European level. One option was to have the European Central Bank (ECB) host the Single Resolution Authority, while another option was to empower the ESM to host it. Both options were rejected:

- The mandate of ECB defined in the Treaty does not include resolution, which makes it inappropriate unless Treaty amendments are introduced;
- The second option also turned out to be unacceptable due to possible conflicts of interest, as granting the ESM direct resolution powers would imply creating conflicting incentives to use public money in banking crisis and would most probably require a change in its Treaty.

Given the time constraints, the European Council recommended to establish the SRM and SRA through secondary legislation. Taking into account this recommendation and the legal considerations, the Commission proposed that the SRM would consist of a Single Resolution Board (SRB) and a Single Resolution Fund (SRF) and the Commission itself would have *the final say* whether and when to place a bank under resolution.

Under these conditions the Regulation introduces quite a complicated resolution procedure. The Single Supervisor (ECB) or a national RA assess the conditions of resolution and communicate them to the Commission and SRB. Upon receiving this communication or on its own initiative, the SRB conducts its own

assessments of whether the resolution conditions have been met and makes recommendations to the Commission on (i) placing the entity under resolution, (ii) the framework of the resolution tools, and (iii) the use of the SRF to support the resolution action. However, the Commission can do all that on its own initiative. The Commission's role is to make the final decision on triggering resolution and setting a resolution framework consistent with the Single Market and EU rules on state aid. The SRB can also recommend the Commission to amend the resolution framework and the use of the Fund's resources but this is only a recommendation and the Commission is not obliged to comply with it. There is no specific arrangement in the Regulation treating the resolution of any possible disagreements between the Commission and the SRB, perhaps because the leading assumption is that for legal reasons, the final say cannot be with the Board but with the Commission (EC, MEMO, 2013). This part of the Regulation is somewhat ambiguous and needs further clarifications in order to avoid confusion and unwanted delays in the execution of resolution.

Within the proposed framework, the SRB makes decisions on the detailed resolution scheme, the application of appropriate resolution tools and the possible allocation of funds from the SRF. After that the national RAs will be in charge of the execution of the resolution plan while the SRB will supervise the process. If a national RA fails to implement a resolution decision according to the agreed resolution framework, the SRB will be empowered to intervene directly and to require the implementation of the resolution decision.

The resolution approach under the SRM is designed to allow the selection and application of the resolution tools and procedures in a uniform manner. However, the resolution procedure as proposed by article 16 of the Regulation is complicated and needs further simplification and clarifications. In circumstances of urgency the procedure is clumsy and would hardly contribute to a fast and timely decision on triggering resolution, setting an appropriate resolution framework and executing it effectively.

The operation of the SRM is based on the rules and principles to be introduced by the BRRD. The original Regulation proposal is based on the Council's general approach agreement on the Directive and in line with it, the Regulation proposes that any intervention by the SRM should comply with the following principles:

- The need for resolution should be reduced to the minimum, thanks to strict common prudential rules, and improved coordination of supervision within the SSM;
- Where intervention by the SRM is necessary, shareholders and creditors should bear the costs of resolution before any external funding is granted;
- Any additional resources needed to finance bank restructuring should be provided by mechanisms funded by the banking sector through a single RF.

The proposal for the BRRD is still being negotiated and the SRM will have to be fully in line with the final agreement on it to be reached between the Council and the European Parliament.

The Single Bank Resolution Fund

The Commission proposes the setting up of a SRF, which will operate under the control of the SRB. It will replace the national RFs of MSs participating in the BU, and will be ex-ante funded by risk-adjusted contributions from banks in participating MSs. The establishment of a SRF is a better solution than a framework of national RFs because it will pool funds from banks from all participating MSs. The larger contribution base would provide a stronger reputational base that would allow the Board, if needed, to borrow more and at lower costs in the market. In extreme cases an opportunity like this would reduce the need to rely on public resources and would further contribute to breaking the vicious link between sovereigns and banks.

The primary objective of the SRF will be to ensure financial stability, rather than to cover losses, which are to be absorbed mainly by applying the bail-in tool. Only in exceptional circumstances the Fund could act as a backstop to the private resources and would be allowed to absorb losses after at least up to 8% of the liabilities and own funds of the institution have been exhausted.

The target size of the Fund should be about 1% of covered deposits of the banking system of the participating Member States or about Euro 55 billion estimated on the basis of the 2011 data for banks and covered deposits in the euro-area. A transitional period of 10 years is foreseen before the Fund reaches its full target size. The risk-adjusted contributions will be calculated on the basis of bank's liabilities excluding own funds and covered deposits, in line with the requirements of the BRRD. This implies that banks financed exclusively by deposits, will make lower contributions to the SRF but will pay higher contributions to their national DGS. In line with the Directive when a bank is placed into resolution, the corresponding national DGS will contribute to resolution for the amount of losses that it would have had to bear (up to the amount of covered deposits) if the bank had been wound up under normal insolvency proceedings.

Whenever the ex-ante contributions are insufficient and the ex-post contributions not immediately accessible, especially in the transitional phase, additional backup funding might be needed to ensure the continuity of the restructuring process. In such circumstances the Fund would be allowed to contract borrowings or other forms of support from financial institutions, markets or even from public sources (EC, 2013b). The proposed Regulation allows the Fund to borrow from or lend to other resolution financing arrangements, on a voluntary basis. The Detailed Explanation of the proposal for the Regulation states that "Provisions [of the BRRD] on the interaction between different resolution funds (mutualisation and voluntary mutual borrowing and lending) also fully apply between the SRF and national RF of non-participating MS" (EC, 2013b, p.10). The proposed Regulation intends to allow the SRF to *borrow from or lend to* other resolution financing arrangements and to support the resolution financing arrangements in MS even outside the SRM (EC, 2013b, p.16). However, the Regulation contains no specific provisions allowing the Fund to *lend to RFs outside the SRM*, which contradicts the statements in the Detailed Explanation of the Regulation. The introduction of additional specific provisions treating lending

from the SRF to national RFs outside the SRM is desirable because they would introduce consistency and clarity to the Regulation.

Conclusions

According to the initial proposals the BRRD and SRM are expected to enter into force from January 2015, with an exception for the bail-in tool, which will apply from January 2018. The debate on the proposed BRRD has not been finalised yet while the debate on the Regulation proposing the SRM has just begun and is expected to be heated and intense in view of the tight schedule proposed by the Commission and the conflicting views of some members of the BU. Despite the challenges of the on-going debate, the proposals of the Commission for setting up a harmonised resolution regime for MSs and a SRM for those of them, which participate in the BU, are definitely among the most important initiatives in the EU in the last couple of years. They represent a milestone in the construction of the BU and mark significant progress in the efforts to break the vicious circle between banks and sovereigns in the EU. Put in a broader perspective the establishment of a genuine resolution regime for banks would contribute to creating a deep and genuine European economic and monetary union (EC, 2012b).

Bibliography:

Jianping Zhou, V. Rutledge, W. Bossu, M. Dobler, N.Jassaud, and M. Moor. (2012). From Bailout to Bail in: Mandatory Debt Restructuring of Systemic Financial Institutions. IMF

Rousenova, L. (2011). (Rapporteur), Opinion of the European Economic and Social Committee on the Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee, the Committee of the Regions and the European Central Bank - An EU Framework for Crisis Management in the Financial Sector, COM (2010) 579 final, OJ of the EU, C 248/101, 25.08.2011

Rousenova, L. (2013). (Rapporteur), Opinion of the European Economic and Social Committee on the 'Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council establishing a framework for the recovery and resolution of credit institutions and investment firms and amending Council Directives 77/91/EEC and 82/891/EEC, Directives 2001/24/EC, 2002/47/EC, 2004/25/EC, 2005/56/EC, 2007/36/EC and 2011/35/EU and Regulation (EU) No 1093/2010' COM (2012) 280 final — 2012/0150 (COD), OJ of the EU, C 44, 15.02.2013.

C (2013a). Council of the European Union, Council agrees position on bank resolution, Brussels, 27 June 2013 11228/13 PRESSE 270.

C (2013b). Council of the European Union, Proposal for a DIRECTIVE OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL establishing a framework for the recovery and resolution of credit institutions and investment firms and amending Council Directives 77/91/EEC and 82/891/EC, Directives 2001/24/EC, 2002/47/EC,

2004/25/EC, 2005/56/EC, 2007/36/EC and 2011/35/EC and Regulation (EU) No 1093/2010 - General approach, Brussels, 28 June, 2013.

EC (2012a). European Commission, A ROADMAP TOWARDS A BANKING UNION, Communication from the Commission to the European Parliament and the Council, Brussels, 12.09.2012.

EC (2012b). European Commission, A BLUEPRINT FOR A DEEP AND GENUINE EMU, Communication from the Commission, Brussels, 28.11.2012

EC (2013a). European Commission, Commission Proposes Single Resolution Mechanism for the Banking Union, European Commission Press Release, Brussels, 10 July, 2013.

EC, MEMO (2013). European Commission, MEMO, Brussels, 10 July 2013

EC (2012c). European Commission, Proposal for a DIRECTIVE OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL establishing a framework for the recovery and resolution of credit institutions and investment firms and amending Council Directives 77/91/EEC and 82/891/EC, Directives 2001/24/EC, 2002/47/EC, 2004/25/EC, 2005/56/EC, 2007/36/EC and 2011/35/EC and Regulation (EU) No 1093/2010, Brussels, 6.6.2012.

EC (2013b). European Commission, Proposal for a REGULATION OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL establishing uniform rules and a uniform procedure for the resolution of credit institutions and certain investment firms in the framework of a Single Resolution Mechanism and a Single Bank Resolution Fund and amending Regulation (EU) No 1093/2010 of the European Parliament and of the Council, Brussels, 10.07.2013.

FSB (2011). Financial Stability Board, Key Attributes of Effective Resolution Regimes for Financial Institutions, October 2011.

G20 (2009). G20 Leaders' declaration of the Summit on financial markets and the world economy, April 2009.

IMF (2013a). IMF Country Report No 13/67, European Union: Publication of Financial Sector Assessment Program Documentation - Technical Note on Progress with Bank Restructuring and Resolution in Europe, March 2013, Washington D.C.

IMF (2013b). IMF Country Report No. 13/231, Euro area policies, 2013 Article IV consultation, July 2013, Washington D.C.

15.XI.2013

Проф. д-р ик. н. Камен Каменов*

ТЪЛПАТА – КОРЕКТИВ ИЛИ ИЗТОЧНИК НА УПРАВЛЕНСКА ПОЛИТИКА

Разгледани са основни постановки и анализи в книгата „Психология на тълпите“ на Г. Льо Бон. По някои от тях са направени разсъждения и са формулирани становища от гледна точка на съвременните обществено-политически, икономически и социални условия. Чрез схеми са показани определени теоретични положения и зависимости, което подпомага полесното им възприемане. Ясно е очертана връзката между поведението на тълпите и водената политика. Застъпено е становището, че тълпите са своеобразен клапан за освобождаване на натрупано обществено напрежение и възможен коректив или източник на управленска политика. В тази посока са и разсъжденията за връзката между властта и възможното влияние върху промените от страна на тълпите. Очертани са и са анализирани някои зависимости между политическия, икономическия и социалния потенциал и силата на натиска от страна на тълпите.¹

JEL: H11; A13

Не е лесно да се разсъждава върху написаното от великия мислител, философ и психолог Гюстав Льо Бон. В това може да се убеди всеки, който разлистни страниците на неговата книга.² Онова, което ме подтикна да се заема с такава отговорна задача, е дългогодишното ползване и анализиране на различни постановки от книгата в пряката ми работа. Мотивът за разсъждения върху нея се подсили и от случващото се в България през последните години в обществено-политическия и икономическия живот. Разбира се, по-нататък ще бъде изложена гледна точка върху написаното от автора и тълкувания, повлияни от личните ми убеждения и професионални интереси. Те могат да не се покриват напълно с други разсъждения от друг зрителен ъгъл. Това само потвърждава колко е дълбока философията на написаното от Гюстав Льо Бон. Стремехът ми е да подредя разсъжденията и фрагменти от книгата така, както виждам логическата връзка между тях. В този смисъл

¹ Prof. Dr. Ec. Scs. Kamen Kamenov. THE CROWD – CORRECTIVE TOOL OR SOURCE OF MANAGEMENT POLICY. *Summary*: The main concepts and analyses of the book „Psychology of Crowds“ by G. Le Bon have been presented in this article. Some of them are discussed and various positions are formulated from the point of view of contemporary socio-political, economic and social environment. The relation between the behavior of the crowd and the policy is highlighted. The attitude is focused that crowds are a kind of valve to release public tension and a possible corrective tool or source of management policy. The arguments on the interaction between government and the eventual impact on the changes by the crowd are also directed to this topic. Some interrelations among the political, economic and social potential and the power of the pressure by the crowds are outlined here as well.

² Льо Бон, Г. (2003). Психология на тълпите. „Изд. Жарава 2002“, 154 с.

те могат да не съответстват с последователността на главите и параграфите от книгата, но са систематизирани по начин, даващ представа за произхода, живота и поведението на тълпите в обществото. Парадоксалното е, че написаното от Г. Льо Бон преди повече от век в тази книга сега звучи на моменти повече от актуално. Разбира се, всеки разлистил страниците на книгата или запознал се със следващите разсъждения, ще ги приеме през призмата на вътрешните си убеждения и система от ценности, което потвърждава и различното отношение към общественно-икономическите, политическите и социалните процеси, а с това и част от причините за появата на тълпите.

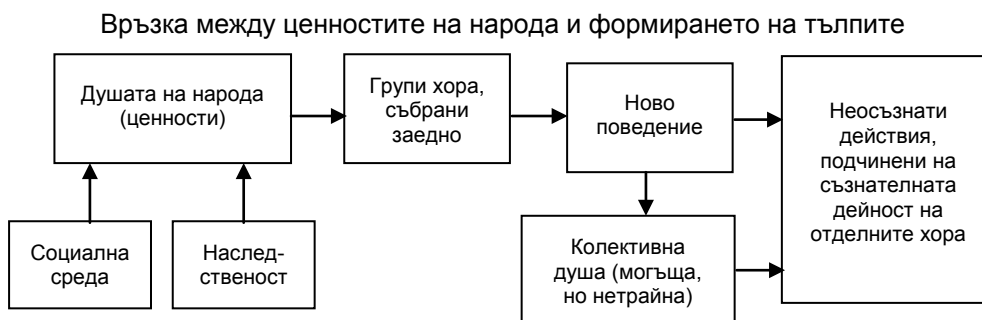
*

Още от самото начало трябва да уточним, че следващите разсъждения, така както посочва и самият автор в увода на книгата, не се отнасят до криминалните тълпи. Обект на анализиране ще бъдат групите от хора, които, събрани заедно, проявят ново поведение, което влияе върху протичането на общественно-икономическите, политическите и социалните процеси. При това е напълно възможно да бъдат разрушени едни възгледи и създадени изцяло променени условия за съществуване. Всичко зависи от насочеността на енергията на тълпите.

Г. Льо Бон мотивира смисъла от познаването на психологията на тълпите като „средство за държавника, който иска не да ги управлява – това днес е много трудно, но иска да не бъде изцяло управляван от тях” (с. 12). „Психологията на тълпите показва колко слабо е въздействието на законите и институциите върху тяхната импулсивна природа и доколко тълпите са неспособни да имат някакви мнения извън внушените им” (с. 12, 13).

Независимо то това какво ще бъде въздействието на тълпите върху общественно-икономическите, политическите и социалните процеси, те са реален факт и оказват влияние върху обществото. Какво ще бъде то, до голяма степен се определя от ценностите на отделните индивиди в тълпата. Един опит да се систематизира виждането на Г. Льо Бон за произхода на тълпите може да се представи схематично по следния начин:

Схема 1



От схема 1 се вижда връзката между душата на народа, понятие което ползва Г. Льо Бон, и формирането на групи от хора с ново поведение. Всъщност общите черти на характера, наложени от средата и наследствеността на всички индивиди от даден народ, могат да претърпят промени при появата на хора с ново поведение, събрани заедно. Така към наследствените им характеристики се добавя цяла поредица от нови характери, понякога доста различни от тези на рода. За тези хора Г. Льо Бон пише, че „техният сбор образува една колективна душа – могъща, но нетрайна“ (с. 7).

Произходът на тълпите всъщност се свързва с групите от хора, събрани заедно, и най-вече с тяхното ново поведение. Обикновено то се провокира от определени идеи. За последните Льо Бон смята, че „... всяка цивилизация е производна от малко на брой фундаментални идеи, които рядко търпят обновление“ (с. 42). Историческите сътресения са резултат най-вече от измененията в тези фундаментални идеи. Конкретно при тълпите авторът говори за две групи идеи: първата, това са инцидентните и преходните идеи, възникнали под влиянието на момента (например увлечението по дадена личност или доктрина), а втората включва основополагащи идеи, на които средата, наследствеността, възгледът придават голяма стабилност (такива са някогашните религиозни и днешните демократични и социални идеи) (с. 42).

Въпреки че книгата на Г. Льо Бон излиза преди повече от 100 години (1895 г.), написаното в нея звучи актуално и днес. Във връзка с основополагащите идеи авторът пише, че в сегашно време те изглеждат все по-неустойчиви и заедно с това институциите, изградени върху тях, се оказали из основи разтърсени (с. 45). Пренесени в днешно време, тези мисли покриват онова, което става в обществото ни – институционални конфликти усложняващи изключително управленския процес, което води до дълбоки институционални кризи.

Идеите се приемат от тълпите, ако придобият много проста форма и бъдат представени в съзнанието им във вид на образи. Това твърдение на Льо Бон ни навежда на мисълта, че тълпите не се нуждаят от съществени и дълбоки анализи на конкретната обстановка. За тях е важен емоционалният заряд, който дава идеята. Както правилно отбелязва авторът, „не бива да се мисли, че след доказване правдивостта на дадена идея тя може да почне да се проявява, дори да става дума за образовани умове“ (с. 44). Или само след трансформирането на идеите в чувства те могат да окажат влияние върху постъпките, поведението на тълпите. Така на практика формираният от чувства емоционален заряд става активен двигател на конкретни действия. Нещо много съществено, което изтъква Г. Льо Бон във връзка с идеите, се отнася до времето, за което те влияят върху тълпите. „Ако е нужно дълго време, за да влязат идеите в душата на тълпите, не по-малко време трябва да мине и за да излязат от нея“ (с. 45). И наистина това се доказва от протестите в някои балкански страни и в арабския свят. Инерционните сили на идеите могат да продължат и при липсата на резултат в действията в обозримо бъдеще. Авторът пише, че макар държавниците да познават грешките в някои фундаментални

идеи, поради все още силното им влияние те са принудени да управляват според принципи, в чиято истинност са престанали да вярват. Така ставаме свидетели на компромиси и съгласителство в името на политическото оцеляване. Факт, който може да се открие в поведението на немалко политици у нас през годините на т. нар. преход.

Това, че е възможно върху определени сравнително стабилни идеи да се надграждат нови идеи без връзка с предишните, прави отделната личност противоречива. Така някои внушения могат да провокират във времето различно отношение към фундаменталните идеи. Когато се намери обединителен елемент в отделните индивиди, те могат да се организират. Във връзка с това Г. Льо Бон пише: „няколко души, събрани заедно, образуват тълпа и дори да са известни учени, всички те приемат белезите на тълпите по повод на теми извън специалността им” (с. 30). По този начин в тълпата човек губи някои от своите предишни разбирания и се подчинява на други, различни от досегашните идеи, които са били продукт на неговия интелект. Авторът обобщава правилно, че „тълпата винаги стои интелектуално по-ниско от отделния човек” (с. 23). Онагледяването на връзката „идеи – тълпа” е представено на следващата схема.

Схема 2

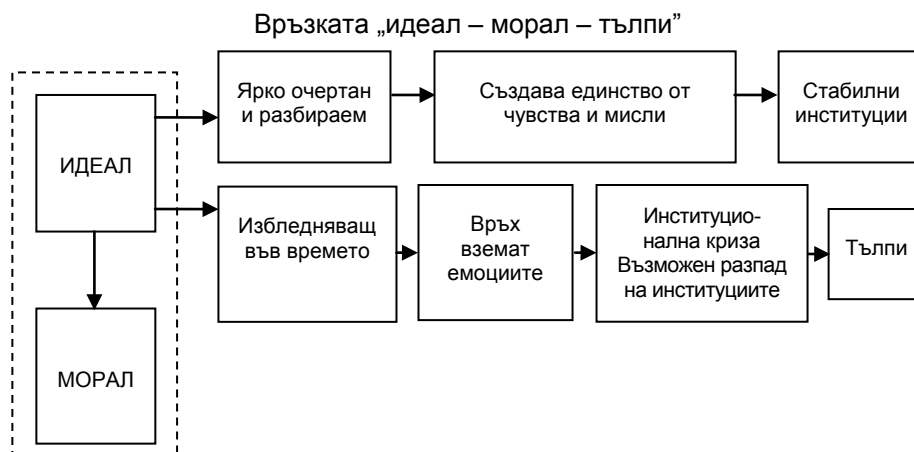


Това, което впечатлява тълпата, се свързва основно с образите. Льо Бон изтъква, че „ако не разполагаме винаги с тези образи, то възможно е да ги предизвикаме чрез умелото използване на думите и изразите ... при това думите с най-неясен смисъл понякога въздействат най-силно. Такива са например: демокрация, социализъм, равенство, свобода и др., чийто смисъл е толкова смътен, че дебели томовете не стигат за уточняването им” (с. 75). Понеже думите живеят като идеите, е необходимо тяхното точно и своевременно вкарване в

употреба. Възможно е при определени общественно-политически и икономически сътресения те да събуждат омраза и неприязън към образите, които внушават. Авторът посочва, че „първото задължение на истинския държавник е да измени тези думи без, разбира се, да посяга на самите неща” (с. 77). И тъй като в едно общество едни и същи думи най-често звучат различно за различните социални слоеве, така при едни и същи думи за различните индивиди се постигат и различни ефекти.

Значението на думите е важно за впечатляването на тълпите, но това, което играе обединяваща роля, е идеалът. Той може да бъде култ към личност, град, религия и т.н. На него се дължи единството на чувства и мисли в индивидите. Времето обаче отслабва идеала и колкото повече той избледнява, толкова повече започват да се „тресат” всички религиозни, политически или обществени градежи, вдъхновени от него. Това естествено влияе негативно върху функционирането на институциите. При развитието на такива процеси в обществото се стига и до морална криза, което дестабилизира действалите до момента фундаментални идеи и създава условия за възникването на множество нови идеи без връзка с предишните. Те се превръщат и в обединителен мотив за формирането на тълпите. В този смисъл само ярко очертаният и разбираем идеал е средство за единство на чувства и мисли в индивидите. При „избледняващия” във времето идеал върх вземат емоциите, което създава подходяща среда за появата на тълпите. Тези разсъждения нагледно са илюстрирани в схема 3

Схема 3



Изводът, който се налага, е, че в основата на морала е идеалът. Последният е своеобразен мотив за вграждане на определени ценности у индивидите. И правилно в увода на книгата се отбелязва, че моралът е имунната система за едно общество. Историята учи, че в момента, в който моралните

сили, заздравяващи едно общество, престанат да действат, окончателното разпадане е дело на тълпите, които вземат връх (с. 11).

Важно значение за поведението на тълпата има йерархията на ценностите на отделните индивиди. При това трябва да се вземе под внимание обстоятелството, че личността в групата под въздействието на емоции или лидерско влияние може да прояви поведение, различно от заложеното в йерархията на ценностите ѝ. Всичко зависи от начина, по който ѝ се отправят внушенията. В тази връзка Г. Льо Бон пише: „Затова виждаме съдебни заседатели да издават присъди, които всеки отделен заседател не би одобрил, парламенти да приемат закони и мерки, които всеки от съставлящите ги членове не би одобрил сам за себе си“ (с. 22). Така под влияние на водачи и лидери тълпите са способни на поведение, което отделният индивид извън тях не би проявил, защото отделната личност притежава уменията да контролира рефлексите си, докато тълпата е лишена от него (с. 25). И правилно Г. Льо Бон определя тълпите като „крайно подвижни, виждаме ги да минават за миг от най-кръвожадна жестокост до съвършено великодушие или героизъм“ (с. 25). Тази асиметрия в поведението зависи от източника и съдържанието на внушенията, които им се отправят. Това, което е определящо за тълпата, е, че в нея се пречупват по своеобразен начин ценностите на отделната личност и се получава по един специфичен ред изравняване на поведението. Авторът пише: „Влезнат ли в тълпата, и невежата, и ученият човек стават еднакво неспособни за наблюдение“ (с. 29). Тълпата изравнява всички. Поради тази причина рядко личният интерес е силен двигател за тълпите, докато той е почти изключителният двигател за отделния човек. Асиметрията в поведението на тълпите позволява на моменти при един реален или химеричен идеал да покажат морални добродетели, които отделният индивид извън тях не би проявил. Всичко това обаче става несъзнателно. И логично авторът поставя въпроса „Какво от това? Ако тълпите разсъждаваха често и се допитваха до непосредствените си интереси, тогава сигурно никоя цивилизация нямаше да се развие на нашата планета, а човечеството би останало без история“ (с. 41).

Това, което се налага като извод за поведението на тълпите, е, че те не разсъждават, че приемат или отхвърлят идеите без разграничение, че умело обработени, те са готови на саможертва в името на внушения им идеал (с. 51). До голяма степен поведенческата реакция на тълпата се определя от поведението на неформално избрания водач или от малка група съмишленици, които, макар и в тълпата, са съхранили една част от общи ценности. Понеже те могат да бъдат под натиска на останалата маса, при определена гъвкавост на реакции от тяхна страна се стига и до асиметричното поведение на тълпата. Ще наречем този център на излъчване на сигнали в тълпата „око“ на тълпата. Ако той бъде дефиниран и разкодиран като поведенческа реакция, в определена степен би могло да се въздейства върху тълпата.

Идейната основа на поведение на отделната личност може да се търси главно в историята на формирането на ценностната ѝ система. Тя обикновено остава скрита, защото малко са тези, които познават в детайли възпитанието в семейната и социалната среда на колегите си в работата. И правилно в книгата се отделя внимание на един мотив за поведение, притежаван в различна степен от всекиго – религиозното чувство. „При това човек не е религиозен като почита някое божество, а и когато отдава всички сили на духа, цялата подчиненост на волята си, пламенния фанатизъм в служба на една кауза или на едно същество, превърнало се в цел и посока на чувствата и действията” (с. 52). Най-често, когато се фокусираме върху поведението на личността, вниманието се насочва върху мотивите в момента на конкретната реакция или евентуално изразените намерения за бъдещето. Дори е възможно и самата личност да не е в състояние да даде обяснение защо точно тези страни на конкретната ситуация привличат нейното внимание и защо точно така мотивира реакцията си от гледна точка на развитието на ситуацията в бъдеще. Това естествено навежда на мисълта до каква степен е възможно да се предвиди поведенческата реакция на личността. Още по-сложно и трудно това става в тълпата. Убежденията на тълпите приемат присъщите на религиозното чувство черти като: „сляпо подчинение, бясна нетърпимост, нужда от бурна пропаганда ... героят, когото тълпата приветства, е наистина бог за нея” (с. 52).

Ориентирането към организаторите и водачите на тълпите за разкриване мотивите на тяхното поведение не е лека задача, защото, ако за основа послужи само информацията, която получаваме за настоящето като поведение във всеки конкретен момент, или за намерението за евентуалната промяна в бъдеще (под влияние на собствената мотивация и въздействието на социалната среда), вероятността да се получат неясни сигнали и представи за личността е голяма. А в крайна сметка в тълпата могат да се открият индивиди с различна професия, образование, възраст, пол и т.н. Естествено се поражда въпросът къде да се търси мотивът за събирането на тези личности в една активна човешка маса. В тази насока са важни няколко отговора на предварително поставени въпроси.

първо, каква е конституцията на идейната основа на организаторите и водачите на тълпите. Несъмнено това има връзка с историята на формирането на ценностната система;

второ, кой е идеалът, създаващ единство на чувства и мисли в индивидите от тълпата;

трето, има ли основание зад фразеологията на тълпата да се търси реална потребност от промени.

Ако се знае отговорът на поставените въпроси, със сигурност може, ако не да се въздейства ефективно върху тълпата, то поне приблизително да се определи нейният живот. Дори при воденето на целенасочена селекция е много трудно да се открият хора с приблизително еднаква идейна основа от гледна

точка на конституцията на ценностите и със сходна мотивация от позицията на настоящето и бъдещето. Явно проблемът е в компромисите. Но доколко и относно какво ще бъдат тези компромиси зависи от времето, в което идеалът ще избледнее, а с това и идеите, които мотивират активността на тълпите. Търсене на пътища и средства за възстановяване на „яркостта“ на избледняващия идеал може да се основава единствено на заинтересувани страни, които са извън тълпите. Внушенията в тази насока се проявяват чрез организаторите и водачите. Във връзка с водачите Г. Льо Бон пише: „Щом определен брой живи същества се съберат на едно място, независимо дали става дума за стадо животни, или за човешка тълпа, те инстинктивно се поставят под властта на някакъв ръководител, т.е. водач“ (с. 86). Водачът на човешката тълпа оформя и уеднаква възгледите. Авторът я определя като стадо, което не би могло да мине без господар (с. 86). Множеството винаги слуша надарените със силна воля, хората на действието, а не на мисълта. Затова на водачите не им е необходима проникателност. Те имат друга задача – да внушават вяра без значение религиозна, политическа или обществена. Ако водачът вследствие на някакво произшествие изчезне и не бъде незабавно заменен, тълпата отново се превръща в разединена и несъпротивляваща се общност. Затова Льо Бон смята, че „душата на тълпите е вечно обладана не от нужда за свобода, а от необходимост да се подчинява“ (с. 88, 89).

Важно значение за водачите на тълпите е да имат обаяние. Според автора то пречи нещата да се виждат такива, каквито са, и сковава оценъчните ни способности. Но между обаяние и лична стойност се прави разлика. „Само защото някой има известно положение и е горе-долу богат и накичен с някоя и друга титла, той бива увенчан с ореола на обаянието, колкото и потенциално нищожна да е личната му стойност“ (с. 96). Това може би е и една от причините истинските организатори и водачи да се държат на разстояние от тълпите и обяснява факта, че с идването на неуспеха обаянието изчезва (свидетели сме на убийства на политически лидери, рушене на паметници и в най-новата история на демократични промени в страните от Източния блок).

Разсъждавайки върху произхода на тълпите и тяхното обществено-политическо, икономическо, социално и религиозно значение, не може да се отмени ролята на просветата и образованието. Това, което прави впечатление, е, че авторът застава на позициите на Хърбърт Спенсър, според когото просветата не прави човека нито по-морален, нито по-щастлив. Тя „не променя наследствените му нагони и увлечения и може, ако е зле ръководена, да стане много повече опасна, отколкото полезна“ (с. 66). В потвърждение на тези твърдения в книгата се дава статистика, която показва, че „колкото повече образованието става всеобщо или поне някакво образование, толкова повече нараства престъпността“ (с. 67). Разбира се, това се отнася за зле ръководеното образование, докато правилно ръководеното може да даде твърде полезни практически резултати, ако не за усъвършенстване на мора-

ла, то поне за развитие на професионалните качества. Според Г. Льо Бон една от фундаменталните психологически грешки е „да си въобразяваш, че рецитирането на учебниците развива интелигентността“ (с. 67). Във връзка с това той смята, че фундаментална грешка е от първоначалното училище до преподавателската или докторската степен единственото занимание на младежа е да поглъща съдържанието на книгите, без никога да изпитва мнението или инициативността си. В случая е интересен изводът на автора, че „придобиването на неизползваеми познания е сигурен начин за превръщане на човека в бунтар“ (с. 69). Или така на практика се подготвят бъдещите организатори, водачи и участници в тълпите. Това, което е впечатляващо в книгата във връзка с образованието, е отношението на автора към професионалното образование. Той поставя проблеми, които звучат актуално и сега, а именно, че само „професионалното образование е способно да върне младежта към запустените днес ниви, цехове, колониални предприятия“ (с. 69). Това, с което не може да не се съгласим като позиция на автора, е че „идеите се оформят единствено в естествената си и нормална среда“ (с. 70), което обяснява и неговото отношение към професионалното образование. Известна крайност обаче се забелязва при преценката му за книгите. Той пише: „Преценката, опитът, инициативността, характерът са условията за успех в живота, а те не се научават от книгите. Книгите са полезни за проверка, речници, чиито дълги цитати е напълно излишно да се трупат в главата“ (с. 70). Изцяло споделяйки схващането за безцелното трупане на информация, което при някои хора води до своеобразно информационно „задръстване“ и пречи на яския им поглед върху нещата около тях, все пак, когато се отнася до четене на книги, може би тук проблемът е да се възпитава определена култура. Когато обаче се отнася до образование, роля и значение има ръководенето. Пренесен в сегашно време, проблемът с информационното осигуряване на човека става много сериозен. Виртуалният свят, в който живеят някои от младите хора, наистина ги отдалечава от реалностите в живота. И един ден, когато те разберат, че голяма част от придобитите им познания са неизползваеми, реално могат да се превърнат в бунтари.

Разсъждавайки по проблема образование, не могат да се отминат мъдрите мисли на Г. Льо Бон, че „образованието, което една страна дава на своите младежи, позволява да се предвидят донякъде съдбините на тази страна“ (с. 73). А следващите мисли на автора са били не само актуални за времето си, но за мен звучат и пророчески. Затова ще ги поднеса буквално, а всеки да ги тълкува по съвест и убеждение. „Обучението на днешното поколение оправдава най-мрачните предвиждания. Душата на тълпите се облагодорява или изкривява отчасти благодарение на или поради просветата и образованието. Така че беше необходимо да се покаже начинът, по който днешната система е обработила тази душа, и как масата на безразличните и неутралните постепенно се превръща в огромна армия от недоволни, готова да тръгне след всички внушения на утопистите и риторите. Училището днес

ражда недоволници и анархисти и подготвя часовете на упадък за латинските народи” (с. 73).

След като се акцентира върху връзката между просветата и образованието и душата на тълпите, интересен момент в книгата е връзката на тълпите с институциите. Авторът застъпва становището „че институциите са дъщери на идеите, на чувствата и на нравите и че идеите, чувствата и нравите не се преправят с преправянето на кодексите ... институциите и правителствата са продукт на народността” (с. 63). Това обаче е процес, който се развива във времето, и понякога са нужни векове за създаването на един политически режим и векове за промяната му. По този начин към всеки даден момент идеите, чувствата и нравите, повлияли за създаването на институциите, не дават никаква реална власт на народа да ги променя. Г. Льо Бон пише: „Безспорно, той може с цената на вихрени революции да промени името им, но основата остава неизменена... Следователно да си губи човек времето за правене на конституции е детинщина, излишно упражнение по реторика. Необходимостта и времето се заемат с изработването им, когато тези два фактора действат свободно” (с. 64). В тези думи на автора има дълбока философия, в която потъват безсмислените напъни на тълпите за промени, ако тяхното време не е дошло. И като илюстрация на свободното действие на факторите „необходимост“ и „време“ в книгата се дава пример за изчезнали конституции на много народи и философията, която е съхранила тази на Англия. Причината за това е, „че тя е била променяна лека-полека, на части, по силата на непосредствените нужди и никога по спекулативни съображения. Никаква грижа за симетрията и сериозна загриженост за ползата, никога да не се премахва някое недоразумение само защото е недоразумение, никога да не се правят нововъведения, освен ако не се почувстват затруднения и тогава да се правят, колкото да се премахне затруднението, никога да не се приема предложение, надвишаващо частния случай за разрешаване. Това са правилата, които от времето на Крал Джон до времето на Виктория са давали общата насока на обсъжданията в нашите двеста и петдесет парламента” (с. 65). Тази философия е съхранена и днес в Англия при провеждането на реформи с цел институционални промени, което не я прави по-малко демократична от другите европейски държави.

В книгата е направена интересна връзка между вярванията на народите, ролята на тълпите и живота на институциите. Големите всеобщи вярвания са твърде ограничени на брой. „Тяхното създаване и угасване са върхните точки в историята на всяка историческа народност” (с. 104). Г. Льо Бон смята, че „точният ден, в който едно голямо вярване е предназначено да умре, е денят, в който стойността му започне да се оспорва ... всяко всеобщо вярване би могло да просъществува само, ако избегне изпитанието”. Когато фундаменталните вярвания се атакуват от тълпите, те могат да устоят, ако дълбоко са проникнали в народа. Породят ли се съмнения, те стават неустойчиви и по-лесно атакуеми от тълпите. И правилно авторът отбелязва „Започ-

вашите революции са всъщност свършващи вярвания” (с. 104). Що се отнася до моментните и променящи се схващания, те могат да се атакуват, защото по същество са неустойчиви и затова не могат да окажат съществено влияние върху цялостния общественно-икономически процес. Ето защо такива вярвания трудно се враждат трайно в душите на тълпите или пък промяната не води до съществени сътресения.

Когато се разтърси едно голямо всеобщо вярване, това не се отразява веднага пряко върху институциите. „Породените от него институции остават все така могъщи и затихването им едва се усеща”. Или вярванията изчезват, но институциите, породени от тях, остават. До моделирането на новите всеобщи вярвания се живее в анархия. Затова Г. Льо Бон пише: „Всеобщите вярвания са необходимите опори на цивилизациите; те налагат насоки на идеите и единствени могат да вдъхнат вяра и да създадат дълг (с. 105). Едно всеобщо вярване се сблъсква с много трудности, но то е необходимост за излизане от анархията. „Щом една нова догма се настани в душата на тълпите, тя става вдъхновител на своите институции, изкуства и поведение” (с. 106).

Интересни са разсъжденията на Г. Льо Бон във връзка със социалистическите вярвания, погледнати от времето, в което е живял. Той вижда техните слабости, но смята, че „няма да са възпиращи да се вкоренят в душата на тълпите”. След като идеалът за човешко щастие, който тези вярвания обещава, е „осъществим само в някакъв бъдещ живот, никой не би бил в състояние да подложи на съмнение постигането му” (с. 107). Авторът смята, че идеалът за социалистическо щастие трябва да се осъществи на Земята и когато това стане, той ще изгуби своето обаяние, т.е. силата му ще расте само до деня на осъществяването. Наистина днес може само да се възхищаваме на тази прозорливост на Г. Льо Бон, когато видяхме резултата от социалистическите идеи, а самите те са история.

Льо Бон утвърждава схващането си, че най-употребяваните думи добиват най-различен смисъл при движението си от един народ към друг. Като такива в общественно-политическия живот той разглежда думите „социализъм” и „демокрация”. Те отговарят всъщност на напълно противоположни представи в латинските и англосаксонските души: „У латинците думата „демокрация” означава предимно заличаване на волята и на инициативността на личността пред тези на държавата... У англосаксонците същата дума „демокрация” означава, напротив, бързо развитие на волята и на индивида, отдръпване на държавата, на която с изключение на полицията, армията и дипломатическите отношения, не се оставят никакви ръководни функции, дори в областта на просветата. Следователно едни и същи думи у тези два народа притежава коренно противоположни значения” (с. 79). В този смисъл при подходящо подбиране и внушаване на значението на думите за мисълта и емоцията на личността в тълпите може да се създаде подходящо поведение. Това означава, че пътят на формирането на нови институции минава през чувствата и

мисълта на индивидите и тълпите. Или чрез тях, въздействайки емоционално върху отделната личност, може да се постави началото на активното поведение на онази част, която впоследствие се превръща в организатори и водачи на тълпите.

След като една дума може да се интерпретира по различен начин и да се правят различни внушения, излиза, че чрез подходящо подбрани думи и изрази може не само да се оказва емоционално въздействие, но и да се въвежда в заблуда. Във връзка с това Г. Лео Бон пише: „От зората на цивилизациите народите непрекъснато са изпадали под влияние на заблудите. Точно на създателите на заблудите цивилизациите са издигнали най-много храмове, статуи и олтари“ (с. 79). Когато думите се изкажат от добре подготвени личности по подходящ начин, нуждаещите се от заблуди „...инстинктивно се насочват към предлагащите им ги оратори, както насекомото се насочва към светлината. Главният фактор за развитието на народите никога не е била истината, а лъжата“ (с. 80). В това твърдение на автора на пръв поглед може да се види едно крайно схващане, което не би трябвало да се абсолютизира. Но самата психологическа нагласа на човек е такава, че го насочва винаги към по-доброто, макар че реално в живота няма само позитивни неща. Така, когато изразните средства се подберат умело и се правят внушения на индивидите, те могат да бъдат въведени в заблуда. И понеже инстинктивно човек се насочва към очакваното по-добро той може да изпадне в такова състояние, че да повярва в напълно абсурдни неща. Проблемът тук не е само във вярата, а в това че заблудените с активното си поведение могат да „заразят“ голяма част от обществото. Впрочем така са възникнали, реализирали са се и след това са доказали своята несъстоятелност социалистическите идеи. От този ъгъл на разсъждения наистина можем да приемем твърдението на автора, че за развитието на народите главен фактор е била лъжата, а не истината. Що се отнася до тълпите, Г. Лео Бон смята, че те „никога не са били жадни за истини. Те се отвращават от неизгодната им очевидност и предпочитат да обожествяват грешката, ако грешката ги привлича. Който умее да ги заблуждава, лесно ги завладява; който се опита да ги извади от заблуда, винаги им става жертва“ (с. 81).

Да се смята, че тълпите са лишени от съждения, би било грешка. Тези съждения обаче се осъществяват на доста ниско равнище и най-често се свързват с асоциациите. „Свързването на несходни неща, чиито връзки са само привидни, и моменталното обобщаване на частни случаи – такива са характеристиките на колективната логика. Точно с такива асоциации излизат винаги пред тълпите ораторите“ (с. 46). Липсата на съждения и логическа подреденост за това, което става около отделната личност, я поставя на нивото на тълпите. Ако това се превърне в масово поведение, на практика тълпите попадат в една благодатна за тяхното съществуване и действие среда. Така техният живот се удължава, а заблудата се превръща във всеобща. Онова, което най-силно впечатлява отделната личност и най-вече тъл-

пите, са неправдоподобните неща. Всичко, което смайва въображението на тълпите, според Г. Льо Бон „се явява като грабвач и чист образ, освободен от допълнително тълкуване, или пък придружен единствено от няколко чудотворни деяния: голяма победа, голямо чудо, голямо престъпление, голяма надежда. Важното е нещата да се представят наведнъж и без никога да се посочва произходът им. Сто малки престъпления или сто малки произшествия изобщо не са в състояние да поразят въображението на тълпите. Докато едно само сериозно престъпление, една-единствена катастрофа ще ги поразят дълбоко” (с. 49). Достатъчно е само определението „голямо” и всичко става по-различно като отношение на тълпите, дори резултатите да са по-малки. В случая впечатляващи са мащабите на събитието, а не следствието от него. В този смисъл тълпите търсят събития и факти, които грабват съзнанието. Самите те също се подчиняват на това правило. В тази плоскост на разсъждение е и постановката на автора, че „да познаваш изкуството на въздействието върху въображението на тълпите, значи да познаваш изкуството да ги ръководиш” (с. 50).

В поведението на тълпите се откроява уважение към силата, а доброта им прави незначително впечатление и бързо я възприемат като вид слабост. Във връзка с това Г. Льо Бон отбелязва, че „вечно готова да въстане срещу слабата власт, тълпата угоднически се прегъва пред силната власт” (с. 38). По този начин при слаба власт тълпата прави опити да влияе на политиката. Това обикновено става, когато властта е корумпирана, когато е поверена в ръцете на непрофесионалисти, когато е съпроводена с вътрешни междуособици и конфликти и когато е манипулирана отвътре и отвън. Обратно, силната власт влияе на тълпата. Тя може чрез умело водени политики да въздейства върху нейната идейна основа. Нещо повече, при определени обстоятелства на разкриване на отделни страни от живота на водача, които не съвпадат с емоционалните нагласи на тълпата, може да се повлияе върху отношението към идеала, който тя има. Това на практика означава, че тълпата вече губи активните си позиции, защото „изживява обаянието на водача и не вмъква в поведението си никакво чувство за интерес и признателност” (с. 141). При характеризирането на изборните тълпи³ Г. Льо Бон пише, че „личното обаяние може да бъде заместено единствено от авторитета на богатството. Талантът, дори геният, не са елементи на успеха” (с. 130).

Уличните тълпи са тези, които най-често се опитват да бъдат коректив или източник на управленска политика. При това тяхното поведение много често е повлияно от задкулисни политически интереси. Според Льо Бон „мнението на тълпите се стреми все повече към функцията на висш регулатор на политиката” (с. 110). За да може уличната тълпа да повлияе на политиката, трябва да има насреща много слаба власт. Но и тогава тълпата не може

³ В книгата тълпите се делят на две основни групи: *хетерогенни*, включващи анонимни (например уличните) и неанонимни тълпи (съдебни заседатели, парламенти) и *хомогенни* (секти, касти, класи) (с. 114, 115).

да произведе нито едно конкретно политическо решение или да въздейства върху политическата система, защото тя не притежава професионален поглед върху проблемите, които трябва да се решат. При изчерпан политически потенциал обаче тълпата може да бъде използвана поради високата неопределеност на поведението си за оказване на политически натиск. В такива случаи става дума за политическа конкуренция, когато опозиционните сили „яхват“ недоволството на тълпата. Реакцията на официалната власт, за да запази статуквото, е коригиране на провежданата политика. Когато е невъзможно недоволството да се успокои по този начин, може да се стигне до формирането на нова управленска политика, което на практика означава смяна на властта.

Тълпите могат да бъдат продукт на естествено развитие на обществено-икономическите и политическите процеси, а също да представляват изкуствени формирования. В първия случай идеалът е реален и е продукт на самоосъзнаването и самоорганизирането на гражданското общество. В зависимост от състоянието на действащата власт (дали е слаба или силна) тълпите могат да бъдат коректив или източник на нова управленска политика. Във втория случай идеалът е въображаем (виртуален), обединяващите идеи са неустойчиви, а поведението е с висока степен на неопределеност. Обикновено животът на такива тълпи е ограничен, а резултатите от техните действия са по-скоро символични, изразени най-често в улични демонстрации и издигане на лозунги, плод на емоционална възбуда, а не на осмислена потребност. И в двата случая обаче се разчита на провокирането на чувства и мисли. Такива думи като „демокрация“, „свобода“, „равнопоставеност“ и др., които се характеризират с голяма степен на неопределеност, могат да се използват като подходящо средство за въздействие върху мисленето на индивидите и да се свържат с определен идеал. В зависимост от степента на завладяване на съзнанието от емоцията участниците в тълпите могат да имат различна активност. Понякога неконтролираните емоции не позволяват законите и институциите да въздействат ефективно на импулсивната природа на тълпите. Но в такова състояние те нямат други мнения освен внушените им. Така на практика е възможно тълпите да станат проводник на различни форми на политически натиск и само от това дали властта е слаба или силна зависи дали ще се устои на някои нездрави стремежи.

Поради високата степен на неопределеност на поведението на тълпите трудно може да се търси целенасочено и разумно действие спрямо тях. Подпомагани често от медиите и търсейки активна подкрепа в социалните мрежи, тълпите могат да се превърнат наистина във фактор, влияещ върху политиката. До каква степен и за какъв период зависи от две условия – трайността на идеала, който ги вдъхновява, и силата на властта. Обстоятелството, че тълпите могат да отричат това, което доскоро са харесвали, създава съществени затруднения за правилна и ефективна реакция на властта. Възможно е дадена корекция във водената политика за момент да удовлетвори тълпата,

но във времето тя да бъде отречена поради подвижната ѝ идейна благосклонност. Така, подчинявайки се на конюнктурни внушения на тълпата, може да се стигне до съществени грешки във водената политика. Може би правилната реакция е да не се отстъпва конюнктурно, а властта да отстоява основните си принципи. Разбира се, това не изключва съпътстващ анализ на отделни елементи на провежданата политика, но промените не бива да стават под натиск, а при доказана от анализа необходимост.

*

Тълпите са обществено явление и като такива те трябва да бъдат обект на внимание от страна на държавници, политици и официални институции поради особеностите на поведенческите прояви. Последните могат да се дължат на различни причини, както беше посочено във връзка с разглеждането на конкретни фактори. Това, което се налага като извод и е една от основните причини за натиск върху властта, обаче е несъответствието между прилагането на основните принципи и закони с очакванията на част от обществото. В зависимост от това каква част представлява и доколко може да се говори за самоорганизиране и самоосъзнаване на определени групи в нея, се пораждат и тълпите като обществено явление. В този смисъл те изпълняват ролята на специфичен клапан за освобождаване на обществено напрежение, което се натрупва във времето поради възникването на различни социални, икономически, политически, религиозни и други проблеми. Първата индикация за обществото при появата на тълпите е, че в него са възникнали проблеми. Това по какъв начин, кога и от кого ще се решат, е комплексен проблем, който ще се реализира във времето. Втората индикация е свързана с породената под натиска на тълпите възможност да се извършват по-малки или по-големи промени във водената управленска политика. Дали те ще засегнат отделни нейни елементи, дали ще бъдат контролирано връщане назад или качествени изменения във връзка с нови цели, е въпрос на конкретни решения. Изводът е, че тълпите са фактор, с който водената управленска политика трябва да се съобразява. А това доколко, как и кога ще се променя, е въпрос на конкретни решения, взети съобразно вътрешните дадености, външната среда и самооценката за наличния икономически, политически и социален потенциал.

12.IX.2013 г.

НОБЕЛОВА НАГРАДА ЗА ПОСТИЖЕНИЯ В ОБЛАСТТА НА ИКОНОМИЧЕСКИТЕ НАУКИ ЗА 2013 Г.

Кралската шведска академия на науките реши наградата на Шведската национална банка за постижения в областта на икономическите науки в памет на Алфред Нобел да бъде присъдена на Юджийн Е. Фама, Ларс Петер Хансен и Робърт Дж. Шилер за "емпиричния им анализ на цените на активите".

Юджийн Фама¹ е американски гражданин, роден през 1939 г. в Бостън. Защи­тава докторат през 1964 г. в Университета в Чикаго, Илинойс. Професор е по финанси в Университета в Чикаго.

Ларс Петер Хансен² е американски гражданин. Роден е през 1946 г. Защи­тава докторат през 1978 г. в Университета на Минесота, Мичиган. Професор е по икономика и статистика в Университета в Чикаго.

Робърт Дж. Шилер³ е американски гражданин, роден през 1934 г. в Детройт. Защи­тава докторат през 1972 г. в Мичиганския технологичен институт в Бостън. Професор е по икономика в Университета в Йейл, Ню Хейвън.

1. Въведение

Поведението на цените на активите има изключително значение при вземането на редица важни решения не само от професионалните инвеститори, но и от повечето хора в ежедневието им. Изборът между спестяване под формата на налични средства, банкови депозити или акции, или например във фамилно жилище зависи от това как се разбират рисковете и доходността, свързани с тези различни форми на спестяване. Цените на активите имат фундаментално значение и за макроикономиката, защото предоставят съществена информация при вземането на ключови икономически решения по отношение на физическите инвестиции и потреблението. Въпреки че цените на финансовите активи често отразяват базовите стойности, в историята са познати множество потресаващи примери за обратното – при събитията, които се наричат „балони“ или „сривове“. Неправилното оценяване на активите може да допринесе за възникването и развитието на финансови кризи, а както показва сегашната рецесия, такива кризи могат да увредят цялата икономика. След като цените на активите имат такава основополагаща роля при вземането на много решения, какво може да бъде казано относно техните детерминанти?

Наградата тази година се присъжда за емпиричната работа, целяща изясняването и разбирането на това как се определят цените на активите. Юджийн Фама, Ларс Петер Хансен и Робърт Шилер разработват методи за това и ги използват в приложните си изследвания. Въпреки че и досега няма

* Оригиналният текст на английски език на официалната научна обосновка на наградата може да бъде намерен в "The Prize in Economic Sciences 2013 - Advanced Information". http://www.nobelprize.org/nobel_prizes/economic-sciences/laureates/2013/advanced.html

¹ www.chicagobooth.edu/faculty/directory/f/eugene-f-fama

² <http://larspeterhansen.org>

³ www.econ.yale.edu/~shiller

пълно и общоприето обяснение за това как работят финансовите пазари, проучванията на лауреатите подобряват съществено разбирането за цените на активите и открояват определени значими емпирични закономерности, както и вероятните фактори, стоящи зад тях.

Въпросът дали цените на активите са предвидими, е ключов и е с дълга история. Ако е възможно да се предвиди с голяма степен на сигурност, че стойността на един актив ще нарасне повече от тази на друг, могат да се осъществят печалби. Това би повлияло върху едно от простите несъвършенства на пазарните механизми. На практика обаче инвестициите в активи съдържат в, а предвидимостта е статистическо разбиране. Определена стратегия за търговия с активи може да има висока средна доходност, но възможно ли е да се предположи, че ще има допълнителна доходност на базата на ограничен обем и данни за минали периоди? Освен това високата средна доходност може да се дължи на висок риск, така че въобще няма нужда предвидимостта да се приема като знак за пазарно несъвършенство, а по-скоро е справедлива компенсация за поемането на риска. Затова и изследването на цените на активите задължително включва изследването на риска и неговите детерминанти.

Към предвидимостта може да се подходи по няколко начина. Тя може се разглежда през призмата на различни времеви отрязъци – например компенсация за риска може да играе по-малка роля при по-кратък период. Така прогнозите за дни или седмици занаяпред улесняват задачата. Друг начин да се оцени предвидимостта е да се провери дали при формирането на цените е използвана цялата публично достъпна информация. По-конкретно учените изследват случаи, при които на пазара става известна нова информация – това са т.нар. събитийни анализи. Ако цените на активите реагират бавно и мудно спрямо новата информация, когато тя стане публична, очевидно предвидимостта е налице: дори и ако не е възможно самата новина да бъде предсказана, всяко последващо движение на цените би трябвало да може да бъде прогнозирано. В основополагащото си изследване от 1969 г. и в последвалите го проучвания Фама и колегите му разглеждат краткосрочната предвидимост от различни гледни точки. Те откриват, че степента на краткосрочна предвидимост на фондовите пазари е силно ограничена. Този емпиричен резултат има огромно влияние върху научната литература, както и върху пазарните практики.

При положение, че е почти невъзможно цените да бъдат предвидени в краткосрочен план, това няма ли да е още по-трудно при по-дългосрочни времеви отрязъци? Много изследователи смятат, че е така, но емпиричните проучвания доказват, че подобно допускане не е вярно. В статията си от 1981 г. за волатилността на цените на стоковите пазари и в по-късните си изследвания по въпроса за дългосрочната предвидимост Шилер достига до ключовия извод, че борсовите цени са изключително волатилни в краткосрочен план, но когато се разглежда период от няколко години, пазарът е по-лесно предвидим. По принцип той обикновено се движи надолу след периоди, когато цените (спрямо приходите на фирмите) са високи, и нагоре, когато са ниски.

В дългосрочен план компенсацията за риска би трябвало да играе по-важна роля за доходността, а предвидимостта може да отразява отношението спрямо риска и неговите вариации с течение на времето. На базата на това тълкуване идеята за предвидимостта трябва да бъде основана на теориите за връзката между риска и цените на активите. Тук Хансен прави фундаменталните си приноси – най-напред с разработването на иконометричен метод (обобщения метод на моментите - GMM, Generalized Method of Moments), представен в статията му от 1982 г., който е създаден, за да направи възможна работата с определени характеристики на данните за пазарните цени, а след това и с прилагането му в серия изследвания. Проучванията му подкрепят първичните изводи на Шилер – цените на активите са твърде волатилни, за да бъдат оценени с помощта на стандартните теории като например т.нар. потребителски модел за оценка на капиталовите активи (Consumption Capital Asset Pricing Model - CCAPM). Тези резултати водят до създаването на нови теории при изследването на цените на активите. Едно от направленията разширява CCAPM в по-богати модели, при които се запазва допускането за рационални инвеститори. Друг клон, наричан често поведенчески (бихейвиористични) финанси (вдъхновен от ранните изследвания на Шилер), поставя в центъра поведенческите модели, пазарните търкания и неправилното ценообразуване.

Свързан с това проблем е разбирането на разликите при възвръщаемостта на активите. При него основната рамка за изследване на дълги периоди е класическият модел за оценяване на капиталовите активи (Capital Asset Pricing Model - CAPM), за който Уилям Шарп получава Нобеловата награда през 1990 г. Той смята, че активите, корелиращи по-силно с пазара, носят по-голям риск, поради което като компенсация трябва да имат по-висока възвръщаемост. В множество изследвания учените се опитват да тестват това допускане. Тук Фама прилага ключови методологически идеи и провежда серия тестове. По този начин се доказва, че един разширен модел с три фактора (добавяне на стойността на фондовия пазар и съотношението ѝ с отчетната към пазарната стойност) значително подобрява обяснителната способност на модела в сравнение с еднофакторния CAPM. Установено е, че при обяснението на разликите във възвръщаемостта на активите играят роля и други фактори. За да бъдат тълкувани новите констатации при изследване на пазара, в литературата има проучвания, свързани с разширяване на модела и с теориите за рационалния инвеститор, и с поведенческите теории.

Този преглед е разделен на девет части. Във втората част са изложени някои основни теории за цените на активите като база и рамка за по-нататъшните части. В третата и четвъртата част са разгледани съответно краткосрочната и дългосрочната предвидимост на цените на активите. В следващите две части са описани теориите за тълкуване на откритията по отношение на предвидимостта и тестването на тези теории, като петата част покрива теориите за рационалния инвеститор, а шестата – поведенческите теории. Седмата част засяга емпиричните изследвания по въпроса за доходността на активите.

Осмата част накратко резюмира основните емпирични констатации и разглежда влиянието им върху пазарните практики. Деветата част е заключение.

2. Теоретична основа

За да се създаде база за представянето на приносите на лауреатите, тук ще бъдат разгледани някои основни теории за оценка на активите.

2.1. Последници от конкурентната търговия

Някои от основни идеи, възникнали още през XIX век, излизат от простите последици на конкурентната търговия – липсата на възможности за арбитраж.⁴ Възможността за арбитраж е „помпа за пари“, която позволява печеленето на арбитражно количество пари без поемането на какъвто и да е риск. Ако вземем един обикновен пример, нека предположим, че два актива имат сигурна доходност R_a и R_b , където $R_a > R_b$. Ако всеки от активите може да бъде разпродаден, т.е. да бъде достигнато негативно количество, арбитражна печалба би могла да се постигне при разпродаването на актив b и инвестирането на приходите в актив a – резултатът ще е сигурна печалба, равна на $R_a - R_b$. Понеже тази помпа за пари може да бъде приложена във всякакъв мащаб, тя със сигурност няма да е равновесно съвместима. В един конкурентен пазар R_a и R_b трябва да са равни. Всеки сигурен актив трябва да има една и съща доходност R_f (f е сигурна) – цената, при която всяка бъдеща продажба на такъв актив е „обезценена“.

Тази проста логика може да бъде обобщена и използвана по-конкретно при работата с несигурните приходи от активите. Може да бъде доказано, че липсата на възможности за арбитраж предполага, че цената на всеки търгуван актив може да бъде описана като претеглената или дисконтирана сума на приходите от актива при различни обстоятелства в следващия период с тегло, независимо от въпросния актив (вж. Ross, 1978; Harrison and Kreps, 1979). Така във всеки момент t цената да даден актив i се определя от:

$$P_{i,t} = \sum_s \pi_{t+1}(s) m_{t+1}(s) x_{i,t+1}(s),$$

където s обозначава обстоятелствата, π_s – вероятностите за тяхното осъществяване, а m_s – не-отрицателните дисконтови тегла. Приходите са x_s , които, ако става въпрос за акции, се определят като цената за следващия период плюс дивидентите: $x_{i,t+1} = P_{i,t+1} + d_{i,t+1}$. По принцип всички тези неща

⁴ В икономиката и финансите арбитраж е практиката агентите да се възползват от разликата в цените между два или повече пазара – постигане на комбинация от съвпадащи небалансирани сделки, като печалбата е разликата между пазарните цени. В науката арбитраж е всяка сделка, която не включва отрицателен паричен поток в никой вероятностен или времеви момент и положителен паричен поток в поне един момент. Казано просто, това е възможността за безрискова печалба след транзакционните разходи. Например арбитраж е налице, когато има възможност едновременно да се купува евтино и да се продава скъпо (бел. пр.).

зависят от обстоятелствата. Трябва да се отбележи, че дисконтовите тежести m са едни и същи за всички активи.⁵ Те имат значение за цената на конкретен актив i само защото и m , и x_i зависят от s .

За един сигурен актив f x не зависи от s и формулата става:

$$P_{f,t} = x_{f,t+1} \sum_s \pi_{t+1}(s) m_{t+1}(s).$$

По този начин сега можем да разглеждаме $\sum_s \pi_{t+1}(s) m_{t+1}(s)$ като определящ времето t безрисков дисконтов процент R_f за сигурни активи:

$$\sum_s \pi_{t+1}(s) m_{t+1}(s) \equiv 1/(1 + R_{f,t}).$$

По-общо обаче зависимостта на $m_{t+1}(s)$ от обстоятелствата s показва, защо дисконтирането може да е по-голямо при определени обстоятелства – парите се оценяват различно при различните обстоятелства. Ако печалбата е особено висока при обстоятелства с малка тежест, това ще предизвика понижаване на цената.

Често формулата за безарбитражно оценяване се записва по-абстрактно:

$$(1) \quad P_{i,t} = E_t(m_{t+1} x_{i,t+1}),$$

където E е сборът от сумиранията и вероятностите – това е очакваната (претеглена спрямо вероятностите) стойност. Тази формула може да бъде разглеждана като инструмент за организиране на повечето емпирични изследвания в областта на цените на активите. При $x_{i,t+1} = P_{i,t} + d_{i,t+1}$ уравнение (1) може да бъде повторено, за да се стигне до цената на определена акция като очаквана дисконтова стойност на бъдещите дивиденди.⁶

Предвидими ли са цените на активите?

Нека предположим, първо, че разглеждаме две точки във времето, близки една до друга. В този случай сигурният лихвен процент е близък до нула. Освен това за кратък времеви период може да се допусне, че m не се променя твърде много при различните обстоятелства – рискът не играе никаква роля. Тези презумпции са равнозначни на допускането, че m е равно на 1. Ако печалбата е просто реалната стойност на актива P_{t+1} , тогава липсата на арбитраж предполага, че $P_{t+1} = E_t P_{t+1}$. С други думи, цената на актива може да се повиши или да спадне утре, но моментът, в който ще има подобно движение, е непредвидим – цената следва определен път, който, казано най-общо, е случаен. Хипотезата за непредвидимостта е обект на много изследвания, като основен автор е Фама. Тези изследвания ще бъдат разгледани в част трета.

⁵ Освен това, ако пазарите са завършени (т.е. ако има толкова независими активи, колкото има в природата), m , което определя цените на всички активи, също е уникално.

⁶ Това предполага отсъствието на балон, т.е. че настоящата стойност на дивидентите спада до нула за безкраен период от време (вж. Tirole, 1985).

Рискът в дългосрочен план

Тъй като дисконтирането и рискът не могат да се пренебрегват, тестовете на основните приложения на конкурентната търговия трябва да вземат предвид характеристиките на дисконтовия фактор m – какви са средните му стойности, доколко се колебае, а и по-общо – какви са характеристиките му във времеви ред. Затова тестването на безарбитражната теория включва също и тест на специалната теория за това как се развива m , на което първи обръща внимание Фама (Fama, 1970).

Ако разгледаме един безрисков актив f и един рисков – i , тогава уравнение (1) позволява да запишем цената на актива така:

$$P_{i,t} = \frac{E_t(x_{i,t+1})}{1+R_{f,t}} + \text{var}_t(x_{i,t+1}) \frac{\text{cov}_t(m_{t+1}, x_{i,t+1})}{\text{var}_t(x_{i,t+1})}.$$

Дисконтовият фактор $m_{t+1}(s)$ може да се разглежда като цена на парите при обстоятелства s . По този начин горното уравнение за цената показва, че стойността на актива зависи от ковариацията с цената на парите. Ако ковариацията е отрицателна, т.е. ако печалбата от актива x е висока, когато цената на парите е ниска и обратното, тогава активът е по-малко ценен от очакваната дисконтова стойност на печалбата. Освен това срокът за разпръскване може да се разложи на две части: $\text{var}_t(x_{i,t+1})$ – „натовареността с риск“ (степената на риск), и $\frac{\text{cov}_t(m_{t+1}, x_{i,t+1})}{\text{var}_t(x_{i,t+1})}$ – „рисковата експозиция“ на актива.

Формулата за цената може да бъде изразена по различен начин от гледна точка на допълнителната доходност на безрисковия актив: $E_t[(R_{i,t+1} - R_{f,t})m_{t+1}] = 0$, където $1 + R_{i,t+1} = x_{i,t+1}/P_t$. Това позволява да се изведе:

$$E_t R_{i,t+1} - R_{f,t} = -(1 + R_{f,t}) \text{cov}_t(m_{t+1}, R_{i,t+1}).$$

Актив, чиято доходност е ниска в периоди, в които стохастичният дисконтов фактор е висок (т.е. когато инвеститорите оценяват печалбата по-високо), трябва да има по-голяма „рискова премия“ или допълнителна доходност над безрисковото ниво. Какъв е средно размерът на допълнителната доходност? Как варира с течение на времето? Как се променя спрямо различните видове активи? Тези фундаментални въпроси са разгледани от различни ъгли от Фама, Хансен и Шилер. Констанциите им за предвидимостта на цените и детерминантите и характеристиките на рисковите премии задълбочават познанието за това как се формират цените на активите на фондовия пазар, на други специфични пазари като тези на облигации и на валута, както и за моментни проучвания на отделни акции. В част четвърта ще бъде разгледана предвидимостта на цената на активите във времето, а в част седма – моментните разлики между отделните активи.

2.2. Теории за стохастичния дисконтов фактор

Описаната базова теория се основава на липсата на арбитраж. Очевидната следваща стъпка е да се разгледат детерминантите на стохастичния

дисконтов фактор m . Има два подхода: единият е основан на рационалното поведение на инвеститорите, като е възможно да включва институционални усложнения, разнородни инвеститори и др.; алтернативният подход се базира на психологически модели на поведението на инвеститорите – т.нар. поведенчески финанси.

Теория за рационалните инвеститори

Теорията, основаваща се на допускането за рационално поведение на инвеститорите, има сериозна традиция в областта на оценяването на активите, както и в други области на икономиката. По същество тя свързва стохастичния дисконтов фактор с поведението на инвеститорите чрез допускания по отношение на предпочитанията. Приемайки, че инвеститорите вземат решенията относно портфолиата си, за да придобият определен времеви и рисков профил на потребление, теорията показва връзката между цените на активите, пред които инвеститорите са изправени при пазарно равновесие, и благосъстоянието на инвеститорите. Тази връзка се изразява с m , обхващащ онези аспекти на полезността, които се оказват от значение при оценяване на актива. Обикновено основната връзка идва от времевия профил на потреблението. Простият модел, произтичащ от тази връзка, е CCAPM.⁷ Той разширява статичната CAPM теория за цените на отделните акции, включвайки динамична базирана на потреблението теория за детерминантите на оценката на пазарното портфолио. CCAPM се основава на ключови допускания за функцията на полезността на инвеститорите и отношението им към риска, като голяма част от емпиричните изследвания целят да изведат определени заключения относно характеристиките на тази функция на полезност от цената на активите.

Най-простата версия на CCAPM включва „представителен инвеститор“ с натрупващи се във времето предпочитания, който действа при завършени пазарни условия, т.е. има поне един независим актив за всяко обстоятелство. Така тази теория извежда m като функция на нивата на потребление на представителния инвеститор за периоди $t+1$ и t . От решаващо значение е, че функцията е нелинейна, което налага предприемането на иновативни подходи в иконометричната теория, за да се тестват CCAPM и свързаните с него модели. Те са разработени и приложени за първи път от Хансен.

С цел да е в по-голямо съответствие с емпиричните констатации CCAPM е разширен, за да се справя с по-сложни предпочитания на инвеститорите (като неделимост във времето, създаване на навици, нежелание за двусмисленост и устойчивост), разнородност на инвеститорите, незавършени пазари и различни форми на пазарни усложнения, например ограничения на заемането. Тези допълнения позволяват по-обобщен поглед върху това как m зависи от потреблението и от други променливи. Как тези изследвания се развиват във времето, ще бъде разгледано в част пета.

⁷ Начало на CCAPM поставят изследванията на Мертън (Merton, 1973), Лукас (Lucas, 1978) и Бريدън (Breedon, 1979).

Поведенчески финанси

Друго тълкуване на скритите колебания на m , наблюдавани в данните, се основава на виждането, че инвеститорите не са напълно рационални. През последните десетилетия изследванията в тази посока се развиват бързо, следвайки първите приноси на Шилер от края на 70-те години. Проучват се определени изключения от рационалността. Едно от тях включва заменянето на традиционното представителство с очаквана полезност с функции, предложени от изследванията, занимаващи се с икономическа психология. Добър пример е теорията на перспективите, разработена от лауреата за 2002 г. Даниел Канеман и Амос Тверски. Друг подход се основава на пазарната емоционалност, т.е. разглеждането на обстоятелства, при които пазарните очаквания са нерационално оптимистични или песимистични. Това обаче създава предпоставки рационалните инвеститори да се възползват от арбитражните възможности, породени от погрешните разбирания на нерационалните. В такъв случай рационалната арбитражна търговия би върнала цените обратно до нивата, прогнозирани от неповеденческите теории. Затова често поведенческите финансови модели включват и институционално определени граници на арбитража.

Комбинирането на поведенчески елементи с ограничаване на арбитража може да доведе до поведенчески обосновани стохастични дисконтови фактори с детерминанти, различни от тези в традиционните теории. Например, ако m е оценен на базата на данни с помощта на уравнение (1) и при (неправилното) допускане за рационални очаквания, високата му стойност може да се дължи на оптимизъм и е възможно да не отразява промените в потреблението. С други думи, формула от типа на уравнение (1) е решена от гледна точка на данните, но тъй като при очакванията са зададени нереалистично високи стойности на добрите резултати, иконометристите ще надценят m . Обясненията на поведенческите финанси ще бъдат разгледани по-подробно в част шеста.

CAPM и моментни проучвания на доходността на активите

Ако разглеждаме моментната доходност на активите, трябва да си припомним казаното преди това, а именно, че цената на една отделна акция може да бъде записана като настоящата стойност на приходите от нея за следващия период, дисконтирана с безрисковия лихвен процент, плюс израза на рисковата премия, която се състои от степента на риск на актива $var_t(x_{i,t+1})$, умножена по рисковата му експозиция $\frac{cov_t(m_{t+1}x_{i,t+1})}{var_t(x_{i,t+1})}$. Този израз се нарича „бета“ на конкретния актив, т.е. коефициентът на наклон от регресията, в която доходността на актива е зависима, а m е независима променлива. Това е израз на една от основните характеристики на CAPM. Актив с висока бета има по-ниска цена (съответно има по-висока очаквана доходност), защото е по-рисков, както е дефинирано от ковариацията с m . CAPM изрично представя m с доходността на пазарното портфолио. Този модел е системно тестван от Фама и други учени. Най-общо казано, чрез моментните проучвания на доходността на активите

могат да бъдат идентифицирани няколко детерминанти на m , както и да бъдат конкретизирани по-богати модели, защото акциите коварират различно спрямо различни фактори. Този подход е изследван сериозно от Фама и други учени и ще бъде разгледан подробно в част седма.

3. Предвидима ли е доходността в краткосрочен план?

Идеята, че е невъзможно доходността на активите да бъде предвидена, ако цените им включват цялата свързана с тях информация, има дълга история. Тя възниква още по времето на Башелие (Bachelier, 1900) и е формализирана от Манделброт (Mandelbrot, 1963) и Самюелсън (Samuelson, 1965), които доказват, че цените на активите в добре функциониращи пазари с рационални очаквания трябва да следват общата форма на случайно движение, известна като субмартингал. Ранните емпирични изследвания (например Kendall, 1953; Osborne, 1959; Roberts, 1959; Alexander, 1961, 1964; Cootner, 1962, 1964; Fama, 1963, 1965; Fama and Blume, 1966) осигуряват доказателства за тази хипотеза.

В една от значимите си статии Фама (Fama, 1970) синтезира и тълкува направените дотогава изследвания и задава насоките за бъдещи такива. Той подчертава фундаменталния проблем, който често е загърбван в по-раните проучвания, а именно, че, за да се тества дали цените обединяват по правилен начин наличната информация, така че отклоненията от очакваната доходност да са непредвидими, всеки учен, на първо място, трябва да знае каква е тази очаквана доходност. От гледна точка на базовия модел за оценяване, разгледан в предишната част, ученият трябва да знае как е определен стохастичният дисконтов фактор m и как той се колебае във времето. Приемането на конкретен модел на цени на активите като твърда хипотеза позволява по-нататъшното проучване на това дали отклоненията от този модел са случайни или систематични, т.е. дали прогностичните грешки, заложи в модела, са предвидими. Ако обаче се установи, че грешките са систематични, не е задължително това да означава, че цените не включват наличната информация по правилен начин – възможно е моделът за оценяване (твърдата хипотеза) да не е правилно определен.⁸ Затова формулирането и тестването на модели за оценка на активите става неделима част от анализа.⁹

⁸ Проблемът с хипотезата за ефективния пазар е обобщен от Джароу и Ларсон (Jarrow and Larsson, 2012). Те доказват, че допускането, че цените обединяват наличната информация в безарбитражен пазар, може да бъде тествано, ако може да се специфицира правилно процесът за доходност на активите. Това може да се разглежда като специален случай, защото такъв модел предполага равновесен процес на доходност на активите.

⁹ Изключение е случаят, в който два различни актива имат абсолютно еднаква печалба. Тогава безарбитражният пазар предполага, че те трябва да се търгуват на еднакви цени без значение от модела за оценка на активите. Следователно, ако успеем да намерим ситуации, в които два подобни актива се търгуват на различни цени, това ще наруши допускането, че няма възможност за арбитраж. Такива ситуации са наблюдавани, когато пазарните търкания ограничават възможностите за арбитраж. Примери за това са документирани от Фрут и Дабора (Froot and Dabora, 1999) по отношение на отклоненията на акциите на „Royal Dutch Shell“ между фондовите пазари в САЩ и Нидерландия, а също и в изследванията на Ламонт и Талер (Lamont and Thaler, 2003) и на

И обратното, един модел за оценка на активите не може да бъде лесно тестван, без да се приеме допускането, че цените рационално включват цялата достъпна информация и че прогностичните грешки са непредвидими. Статията на Фама дава рамката за множество емпирични изследвания, които се опитват да решат проблема с хипотезата за ефективния пазар и събират определен набор от приложими емпирични доказателства. Много от най-важните ранни приноси сред тези изследвания прави самият Фама. През 1991 г. (Fama, 1991) той оценява докъде са стигнали проучванията през двете десетилетия след първото му изследване.

В статията си от 1970 г. Фама изяснява и какво може да означава „достъпна“ информация. Следвайки предложението на Хари Робъртс, той разглежда три форми на информационна ефективност: (1) *слаба*, при която е невъзможно системно да се надмине пазарната доходност с помощта на миналите цени на активите; (2) *полусилна*, при която е невъзможно системно да се надмине пазарната доходност, използвайки публично достъпна информация; (3) *силна*, при която е невъзможно системно да се надмине пазарната доходност, използвайки каквато и да е информация – публична или частна. Последната идея изглежда априори нереалистична, а и е трудна за тестване, защото изисква достъп до частната вътрешна информация на всички участници на пазара. Затова и учените се концентрират върху тестването на първите два вида информационна ефективност.

3.1. Краткосрочна предвидимост

Ранните изследвания на хипотезата за случайното движение по същество тестват първата от трите идеи за информационна ефективност – дали на базата на доходността в миналото може да се предвиди тази за в бъдеще. Разглежда се въпросът дали предходната доходност има прогностичен потенциал за непосредственото бъдеще – дни и седмици. Ако стохастичният дисконтов фактор е непроменлив с течение на времето, липсата на арбитраж предполага, че непосредствената бъдеща доходност не може да бъде прогнозирана на базата на тази в миналото. Най-общо казано, ранните изследвания констатираят съвсем слаба предвидимост. Хипотезата, че цените на акциите имат случайно движение, не може да бъде отхвърлена. При кратки времеви периоди (например ден по ден) проблемът на хипотезата за ефективния пазар би трябвало да е незначителен, тъй като ефектът на различната очаквана доходност би трябвало да е много малък. Затова и ранните изследвания не могат да отхвърлят хипотезата за слабата форма на информационна ефективност.

В докторската си дисертация от 1963 г. Фама си поставя за цел да тества хипотезата за случайното движение, използвайки три типа тестове: тестове за серийни корелации, тестове на Валд-Волфовиц (тества се дали серия непре-

Митчъл, Пулвино и Стафърд (Mitchell, Pulvino and Stafford, 2002) - те разглеждат частични отделения на Интернет-субсидиари, при което пазарната цена на компанията-майка е по-ниска от тази на субсидиара (което означава, че несубсидиарните активи имат негативна стойност).

къснати нараствания или намаления на цената са по-чести, отколкото биха били като случаен резултат) и филтърни тестове. Тези методи са използвани и преди, но подходът на Фама е по-системен и задълбочен. През 1965 г. той показва, че дневната, седмичната и месечната доходност са донякъде предвидими с помощта на миналата доходност за набор от големи компании в САЩ. Доходността изглежда положително автокорелирана, но връзката е доста слаба, а частта от доходността, обяснена от вариацията в очакваната доходност, е под 1% за отделните акции. По-късно Фама и Блум (Fama and Blume, 1966) установяват, че отклоненията от случайното движение при оценяването са толкова малки, че нито един опит да се използват не би успял да преодолее разходите за търговия. Въпреки че не е напълно точно, простото безарбитражно виждане, заедно с това за постоянната очаквана доходност, изглежда като разумен работен модел. Това е консенсусното мнение през 70-те години на миналия век.

3.2. Събитийни анализи

Ако цените на акциите включват цялата налична публична информация (т.е. ако фондовият пазар е полусилно информационно ефективен в смисъла, използван от Фама през 1970 г.), тогава би трябвало съответните новини да оказват влияние върху цените незабавно след съобщаването им, но след датата на оповестяването им доходността би трябвало да остава непредвидима. Тази хипотеза е тествана в основополагащата статия на Фама, Фишър, Йенсен и Рол, публикувана през 1969 г. (Fama, Fisher, Jensen and Roll, 1969). Екипът е и първият, използващ набор от данни за цените на акциите и дивидентите в САЩ на Центъра за изследване на цените на ценните книжа (CRSR - Center for Research in Security Prices), създаден в Университета в Чикаго под ръководството на Джеймс Лори и Лорънс Фишър. Фама и колегите му въвеждат това, което днес се нарича събитийен анализ.¹⁰ Конкретното събитие, което те разглеждат, е разделяне на акции, но методологията е приложима за всякаква нова информация, ако моментът на съобщаването ѝ може да бъде определен достатъчно прецизно, например обявяването на промените в дивидентите, сливанията и други корпоративни събития.

Идеята на събитийния анализ е да се разгледа внимателно поведението на цената точно преди и след като нова информация за конкретен актив излезе на пазара („събитието“). На безарбитражен пазар, където цените съдържат цялата налична публична информация, няма да се появи тенденция към системно позитивна или негативна съобразена с риска доходност след съобща-

¹⁰ Простата идея за събитийен анализ може да се проследи от изследването на Джеймс Доли от 1933 г., който разглежда поведението на цените на акциите веднага след разделяне на фирми и отчита просто броя на акциите, които се оскъпяват, и броя на тези, които поевтиняват. Бол и Браун (Ball and Brown, 1968) представят събитийен анализ, публикуван преди статията на Фама и колегите му. Бол и Браун обаче признават, че са работили, използвайки методологията на Фама и колегите му и включват предварителен вариант на изследването им в използваната литература към публикацията си. Вместо да породят въпрос относно авторството, това показва колко бързо се разпространява идеята в изследователската общност.

ване на новината. В този случай реакцията на цената по времето на обявяването на новината (като се изключат всички други събития, случващи се в момента) също ще е непредубедена приблизителна оценка на промяната в базовата стойност на актива, подразбираща се от новата информация.

Емпиричните събитийни анализи са затруднени от „шума“ в цените на акциите. По едно и също време върху фондовите пазари влияят множество фактори, поради което е трудно да бъдат изолирани ефектите, породени от определено конкретно събитие. Освен това заради проблема на хипотезата за ефективния пазар трябва да се заеме позиция относно детерминантите на очакваната доходност на акцията, така че реакциите на пазара да бъдат измерени като отклонения от тази очаквана доходност. Ако времевият обхват на проучването – „събитийен прозорец“, е твърде кратък, е малко вероятно скритите рискови експозиции, които влияят върху очакваната доходност на акцията, да се променят съществено, а очакваната доходност може да бъде оценена с помощта на данните за доходността преди събитието.

Фама и колегите му адресират проблема на хипотезата за ефективния пазар, като използват т.нар. „пазарен модел“, за да измерят вариацията на очакваната доходност. В него очакваната доходност $R_{i,t}^*$ се получава от:

$$R_{i,t}^* = \alpha_i + \beta_i R_{m,t}$$

Тук $R_{m,t}$ е съвкупната доходност на пазара, а α_i и β_i са приблизително изчислените коефициенти от регресията на осъществената доходност на акцията i , $R_{i,t}$, за общата доходност на пазара според данните отпреди събитието.¹¹ Ако се приеме, че β_i изразява разликите в очакваната доходност за всички активи, тази процедура се справя с проблема на хипотезата за ефективния пазар, като в същото време развитието на цената на акция i се изолира от влиянието на общите шокове на пазара.

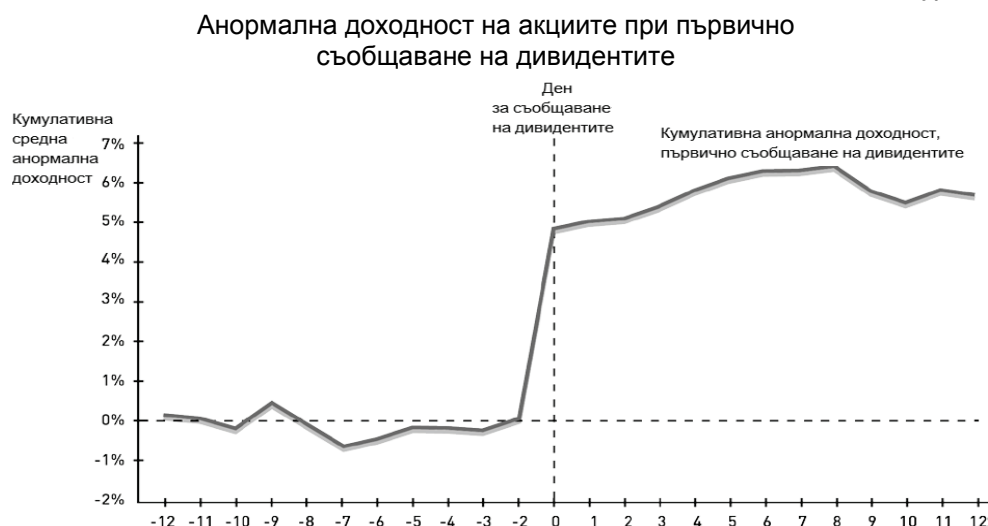
Фама и колегите му проследяват нивото на доходност на акция и изчисляват остатъка $\varepsilon_{i,t} = R_{i,t} - R_{i,t}^*$ за времеви интервал преди и след събитието. Ако дадено събитие съдържа значима информация, натрупаните остатъци за периода около него трябва да са равни на промяната на базовата стойност на акцията поради въпросната информация, плюс идиосинкратичния шум с очаквана нулева стойност. При положение, че липсата на предвидимост предполага, че идиосинкратичният шум не е свързан при различните събития, влиянието върху стойността може да се оцени, като се изчисли средната стойност на натрупаните при различните събития стойности на ε_i .

Изследваното в тази първа статия събитие е разделяне на акции. Авторите констатираха, че те наистина не показват аномална доходност след обя-

¹¹ Пазарният модел е близък до CAPM, според който $R_i = R_f + (R_m - R_f)\beta_i$, където R_f е безрисковото ниво, а R_m е очакваната пазарна доходност. Достатъчно, но незадължително е условието пазарният модел да е вярно описание на доходността на акциите, но CAPM добавя и ограничението на коефициентите, а именно, че $\alpha_i = (1 - \beta_i)R_f$ (вж. Sharpe, 1964).

вяването на разделянето, стига да се отчетат промените в дивидентите. Този резултат е в съответствие с факта, че цената се коригира напълно спрямо цялата достъпна информация. Резултатът от събитийния анализ обикновено се представя в диаграма. Тук е дадена фигура от изследването на Аскуит и Мълинс (Asquith and Mullins, 1986) за ценовата реакция на 88 американски акции около времето, когато фирмите съобщават, че ще започнат изплащането на дивиденти. Време 0 обозначава деня на публикуването на съобщението в „The Wall Street Journal“, като се предполага, че пазарът е научил новината предишния ден, т.е. във време -1. Фигурата скицира „кумулятивната аномална доходност“, т.е. натрупаната остатъчна доходност $\varepsilon_{i,t}$ за периода от 12 дни преди и 12 дни след публикуване на съобщението. Както може да се види, новината бързо се включва в цената на акциите, със силна реакция от около 5% около деня на съобщението и незначителна аномална доходност преди и след това, което показва, че за подобен тип новини няма предвидимост.

Фигура 1



Методологията на събитийните анализи може да изглежда проста, но оригиналното изследване на Фама, Фишър, Йенсен и Рол и резултатите от него формират цяла нова област на емпирични изследвания във финансовата сфера. Събитийният анализ безспорно предлага най-изчистения начин за тестване дали новата информация е напълно включена в цените, без да създава предвидими движения в тях. Общо взето, повечето събитийни анализи подкрепят тази хипотеза. Има и някои изключения, като най-значимото и широко разпространено е т.нар. отклонение след съобщаване на приходите, отбелязано за първи път от Бол и Браун (Ball and Brown, 1968).

Едно от най-честите приложения на събитийни анализи е измерването на последиците за стойността от различни събития. Ако пазарът възприема коректно новата информация, ефектите за стойността от дадено събитие, например определено корпоративно решение, могат да бъдат измерени, като се пресметне средната стойност на аномалната доходност сред множество такива събития за различни активи и времеви периоди. Този метод се използва често за тестване на прогнози на различни икономически теории, особено в областта на корпоративните финанси (за преглед на литературата в тази област вж. MacKinlay, 1997 и Kothari and Warner, 2007).

3.3. По-късни изследвания на краткосрочната предвидимост

Ранните изследвания на предвидимостта на Фама са последвани от многобройни емпирични изследвания, използващи по-дълги времеви редове и по-прецизни иконометрични методи. Учените откриват статистически значима предвидимост за доходността на акциите, но в много ниска степен (например French and Roll, 1986, Lo and MacKinlay, 1988, Conrad and Kaul, 1988). Автокорелацията се оказва по-силна за по-малките и по-рядко търгувани акции, което показва, че използването на тази предвидимост среща големи затруднения от гледна точка на разходите за търговия. Концентрирайки се върху много къси периоди, Френч и Рол (French and Roll, 1986) сравняват вариациите на почасовата доходност между времето, когато пазарът е отворен, и уикендите и нощите, когато е затворен. Измервайки цените час по час от затварянето до отварянето на пазара, се оказва, че те се колебаят значително повече, когато пазарът е отворен, отколкото през уикендите и нощите. Тази констатация е интригуваща, само че интензивността на новините е много по-голяма, когато пазарът е отворен. Едно възможно тълкуване е, че неинформираната нерационална търговия причинява краткосрочни отклонения на цената спрямо базовата ѝ стойност. В съответствие с това Френч и Рол доказват, че автокорелациите от по-висок ред на дневната доходност на отделните акции са отрицателни. Въпреки че все още тълкуването на тези констатации е дискуссионно, обичайното обяснение е, че част от подобна предвидимост се дължи на ефектите на ликвидността, при които изпълнението на големи сделки води до краткосрочен ценови натиск и последващи промени (Lehmann, 1990).

Изследователската програма, очертана от Фама в статията му от 1970 г., успява да осигури систематични доказателства за това, че доходността на борсово търгуваните акции е донякъде предвидима за кратки периоди, но степента на тази предвидимост е толкова ниска, че почти не остават използваемы търговски ползи, след като се отчетат разходите за търговия. В този конкретен смисъл фондовите пазари са близки до безарбитражния модел с непредвидими прогностични грешки. Липсата на краткосрочна предвидимост обаче не изключва възможността дългосрочната доходност на фондовите пазари да показва значителна такава. Дори и ако краткосрочната доходност е почти непредвидима, възможно е тя да стане предвидима при по-дълги периоди.

В следващата част ще бъдат разгледани доказателствата за такава дългосрочна предвидимост.

4. Дългосрочна предвидимост

Изследванията на дългосрочната предвидимост трябва да се изправят директно пред проблема на хипотезата за ефективния пазар. До степеня, до която изследователите искат да запазят хипотезата за безарбитражно оценяване, дългосрочната предвидимост на доходността позволява да се направят определени изводи относно правилния модел за оценка на активите. И обратно, установяването на дългосрочна предвидимост може да предполага съществуването на арбитражни възможности при определен модел за оценяване на активите.

През 80-те години дългосрочната предвидимост на доходността на активите се превръща в основен въпрос, като първите приноси в това отношение са на Шилер. Важни са и ранните приноси на Фама – например Фама и Шверт (Fama and Schwert, 1977) доказват, че краткосрочният лихвен процент може да бъде използван за предвиждане на доходността на фондовия пазар.

4.1. Тестове с дисперсионни коефициенти

Постоянна ли е очакваната доходност на пазара с течение на времето и променя ли се по предвидим начин? Шилер разглежда този въпрос за пазара на облигации (1979), както и за фондовите пазари (1981). Той разбира, че простата безарбитражна хипотеза с постоянна очаквана доходност може да бъде тествана, като се сравнят вариациите на доходност на активите в краткосрочен и дългосрочен план. До началото на 80-те години повечето икономисти, занимаващи се с финанси, смятат, че новините за паричния поток са най-важният фактор, влияещ върху колебанията на фондовия пазар. Със заглавието на статията си от 1981 г. Шилер подлага на съмнение това виждане, питайки: „Движат ли се прекалено много цените на акциите, за да могат да бъдат обяснени с последващите промени в дивидентите?“

За да разберем идеята на Шилер, нека си припомним, че базовото уравнение за оценяване (1) предполага, че цената на актив на безарбитражен пазар може да бъде изразена като очакваната настояща стойност на бъдещи „бази“ – дисконтираната стойност на бъдещите парични потоци (дивидентите в случая на акциите), при които дисконтирането е представено от бъдещите стойности на m . Както беше посочено, и дивидентите, и дисконтовият фактор са стохастични. Нека $P_{i,t}^*$ обозначава реализирането на базовата стойност на дадена акция i в момент t , т.е. дисконтираната сума от реализираните в бъдеще дивиденти от момент $t+1$ нататък. Тази стойност е неизвестна в момент t , но трябва да бъде предвидена от инвеститорите. Всяко неочаквано движение на цените на акциите трябва да идва от изненадващо изменение на $P_{i,t}^*$, поради промяна или в дивидентите, или в стохастичния дисконтов фактор. По този начин според теорията

$P_{i,t} = E_t [P_{i,t}^*]$, така че прогностичната грешка $P_{i,t} - P_{i,t}^*$ трябва да не е свързана с каквато и да е информация, достъпна днес, и особено с настоящата цена. В противен случай очакванията не биха използвали рационално наличната информация. Тъй като по дефиниция $P_{i,t}^* \equiv P_{i,t} + (P_{i,t}^* - P_{i,t})$, а цената и прогностичната грешка не са свързани, следва, че $Var(P_{i,t}^*) = Var(P_{i,t}) + Var(P_{i,t}^* - P_{i,t})$, т.е. вариацията на базовата стойност P^* в безарбитражен пазар е равна на вариацията на цената P и вариацията на прогностичната грешка. Това предполага, че $Var(P_{i,t}^*) > Var(P_{i,t})$. С други думи, вариацията на цената трябва да е по-малка от тази на реализираната дисконтирана стойност на бъдещите дивиденди.

За да проучи тази връзка емпирично, Шилер (Shiller, 1981a) приема константен дисконтов фактор, което означава, че (реализираната) база се изразява с:

$$P_{i,t}^* = \sum_{j=1}^{\infty} m^j d_{i,t+j}.$$

Получените в резултат от това времеви редове, основаващи се на дивидентите на Нюйоркската фондова борса, са показани на фиг. 2 заедно със самия индекс на акциите. Контрастът на волатилността на двата реда е стряскаш. Обратно на заключенията на модела за настоящата стойност с постоянни дисконтови нива, ценовите вариации са много по-големи, отколкото тези на дисконтираната сума на бъдещите дивиденди.¹²

Ранните констатации за свръхволатилността са изследвани иконометрично от Марш и Мъртън (Marsh and Merton, 1986) и Клейдън (Kleidon, 1986), които отбелязват, че статистиката, използвана от Шилер (1979, 1981), е валидна само ако времевите редове са стационарни. Този проблем е разгледан от Кембъл и Шилер (Campbell and Shiller, 1987). Те използват теорията на коинтегрираните процеси, разработена малко преди това от лауреатите за 2003 г. Клайв Грейнджър и Робърт Енгъл,¹³ за да създадат нови тестове на модела на настоящата стойност, които позволяват процесите, генериращи цени и дивиденди, да са нестационарни. Моделът отново е отхвърлен, дори и при тези по-общи и реалистични условия. Статията на Шилер и Кембъл показва също как коинтеграционни методи могат да бъдат използвани като естествено продължение на идеята на Фама (Fama, 1970) за тестове със „слаба форма“.¹⁴

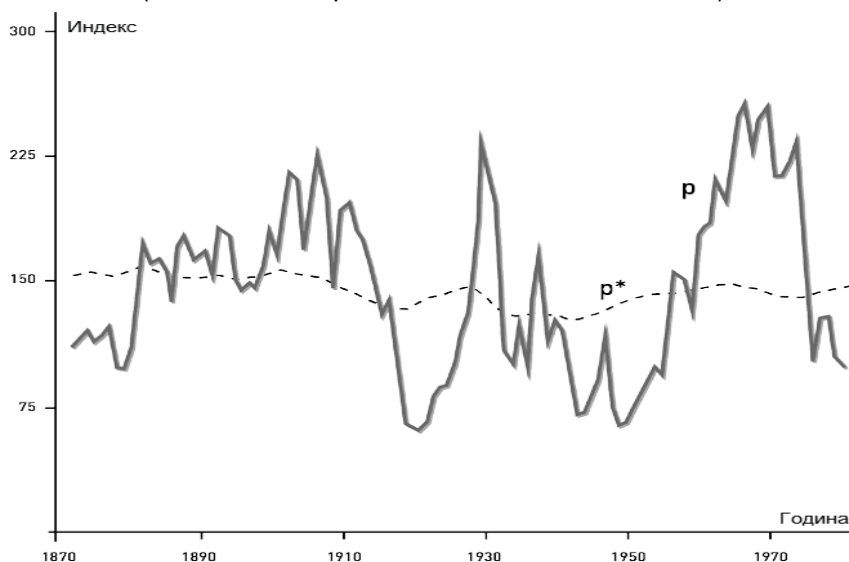
¹² Почти по същото време ЛеРой и Портър (LeRoy and Porter, 1981) също изучават свръхволатилността на цените на акциите, използвайки различна методология, в която конструират съвместен тест за ценовата волатилност и волатилността на печалбите от бивариантен модел за дивиденди и цени. Те намират доказателства за свръхволатилност, но тези доказателства изглеждат на ръба на статистическата значимост.

¹³ Вж. Engle and Granger, 1987.

¹⁴ Кембъл и Шилер са вдъхновени и от изследването на Хансен и Сарджънт (Hansen and Sargent, 1980), които демонстрират как идеята за каузалност на Грейнджър може да бъде използвана при тестването на модели с рационални очаквания.

Фигура 2

Реален индекс Standard and Poor's Composite Stock Price Index
(и последваща рационална цена, 1871-1979 г.)



Легенда: Реален индекс Standard and Poor's Composite Stock Price Index (плътна линия p) и последваща рационална цена (пунктирна линия p^*), 1871-1979, детрендирани с разделяне на дългосрочен експотенциален фактор на растежа. Променливата p^* е настоящата стойност на действителните последващи реално детрендиран дивиденди, обект на допускане за настояща стойност през 1979 г. на дивидентите след това.

4.2. Предвидимост на доходността на акциите

Констатацията, че доходността на акциите и облигациите е по-волатилна в краткосрочен, отколкото в дългосрочен план, позволява да се направи изводът, че тя „се стреми към средното си равнище“ („mean reverting“), т.е. доходността над средното равнище е последвана от такава под него, и обратното. Това означава също, че бъдещата доходност може да бъде предвидена на базата на тази в миналото. Доказателства за това, че доходността на акциите може да е предвидима в средносрочен и дългосрочен план, започват да се появяват още през 70-те години. Басу (Basu, 1977, 1983) отбелязва, че акциите с високи съотношения приходи-цена или дивидент-цена се представят по-добре от тези с ниски съотношения. Фама и Шверт (Fama and Schwert, 1977) проучват връзката между доходността на акциите и инфлацията и доказват, че периодите с високи краткосрочни лихвени проценти обикновено водят до последваща по-ниска доходност на фондовия пазар.

Откритието, че цените на акциите са свръхволатилни в сравнение с дивидентите, естествено поставя фокуса върху настоящите нива на дивидентите като средство за прогнозиране на бъдещата доходност. Шилер (Shiller, 1984) изучава данни за фондовия пазар на САЩ, стигащи чак до 1870 г. Чрез регресия на нивото на доходност за една година напред с настоящото съотношение дивидент-цена той установява положителна връзка – високи дивиденти, съотнесени към цената, предвиждат доходност над нормалната. Очевидно един инвеститор може да получи по-висока доходност, ако върви срещу пазара, купувайки, когато цените са ниски спрямо дивидентите, и продавайки, когато те са високи. В по-късна статия Кембъл и Шилер (Campbell and Shiller, 1988a) изследват прогностичната сила на дългосрочната средна стойност на реалните приходи. Те установяват, че тази променлива има голям потенциал за предвиждане на бъдещите дивиденти, както и че съотношението на променливата на доходността към настоящата цена на акциите предвижда добре бъдещата доходност на акциите. Има и други ранни изследвания на предвидимостта на доходността на акциите (Keim and Stambaugh, 1986; Campbell, 1987). Тези и други проучвания идентифицират множество променливи, които предсказват бъдещата доходност на акциите. Обикновено тези променливи са корелирани с основни макроикономически показатели, което подсказва, че дисконтовият фактор се изменя в зависимост от етапа на бизнес-цикъла.

В съответствие с изводите за ограничената предвидимост при кратки времеви периоди, разгледана в част трета, Фама и Френч (Fama and French, 1988a) отбелязват, че предвидимостта се повишава с нарастване на периода. Тази констатация е показана на табл. 1, взета от изследването на Кокран (Cochrane, 2001). При едногодишен период съотношението дивидент-цена обяснява 15% от вариациите на допълнителната доходност, а при петгодишен период обяснителната сила е 60%.¹⁵

Таблица 1

Коефициенти на регресия на допълнителната доходност за различни периоди със съотношение дивидент-цена

Период (години)	Коефициент (стандартна грешка)	R ²
1	5.3 (2.0)	0.15
2	10 (3.1)	0.23
3	15 (4.0)	0.37
5	33 (5.8)	0.60

¹⁵ Тези регресии са свързани с някои иконометрични проблеми. Редът на печалбата от дивиденти е твърде непроменлив, а шоковете в доходността са негативно свързани с тези в печалбата от дивидентите. В резултат от това регресията за прогнозиране на доходността придобива близките до единичен корен характеристики на печалбата от дивиденти. При такива времеви редове стандартните статистически тестове могат да страдат от ниски отклонения в извадките. Нелсън и Ким (Nelson and Kim, 1993) и Щаумбаух (Stambaugh, 1999) предлагат методи за справяне с този проблем (вж. също Cochrane, 2007).

В свързано изследване Кембъл и Шилер (Campbell and Shiller, 1988b) разглеждат детерминантите на съотношението дивидент-цена, d/P_t . Простата теория на цените предполага, че това съотношение би трябвало да отразява очакванията за бъдещо нарастване на дивидентите и дисконтовите нива. В най-простия случай, когато няма никаква несигурност, са налице постоянен ръст на дивидента с g и постоянно дисконтово ниво R , а изразът на оценяването се опростява до $d/P_t = R - g$ (т.нар. формула на Гордън). По принцип обаче поради нелинейността му прилагането на уравнението за оценяване на активи в емпирични изследвания не е лесно. Методологията, разработена от Кембъл и Шилер, позволява да се прецени до каква степен вариациите на d/P могат да се обяснят с вариациите на очакваните дивиденти и съответно с дисконтови нива. В нея се използва линеаризация, която разчленява логаритъма d/P в претеглена сума от бъдещите очаквани логаритми на дисконтовите нива и промените в дивидентите. За да генерират очаквания, Кембъл и Шилер оценяват векторна авторегресионна система, основана на алтернативно измерване на дисконтовите нива, например лихвени проценти и ръст на потреблението. Те установяват, че d/P е позитивно повлиян от бъдещия ръст на дивидентите. Никоя от използваните мерки обаче не помага да се обясни съотношението дивидент-цена, поради което по-голяма част от вариациите му остават неразтълкувани. Декомпозицията на Кембъл-Шилер става широко използвана както защото поставя емпирично предизвикателство пред разбирането за това какво движи цените на активите, така и защото дава методология за справяне с него.

4.3. Предвидимостта на пазари на други активи

Констатациите относно свръхволатилността и предвидимостта на Шилер и останалите учени намират място и в други изследвания – не само на фондовия пазар, но и на пазари на други активи. Още преди изследването си от 1980 г. Шилер (Shiller, 1979) вече е открил доказателства за свръхволатилност при държавните ценни книжа. При допускането за постоянна рискова премия (т.нар. хипотеза за очакванията) дългосрочните лихвени проценти трябва да са равни на претеглените средни стойности на очакваните бъдещи краткосрочни такива, следователно волатилността на дългосрочните трябва да е по-малка от тази на краткосрочните. Шилер констатира точно обратното – волатилността на дългосрочните лихвени проценти се оказва в пъти по-голяма, отколкото на краткосрочните. Както и при цените на акциите, свръхволатилността на дългосрочните цени на ценни книжа предполага доходността им да е предвидима. По-късно Шилер, Кембъл и Шонхолц (Shiller, Campbell and Schoenholtz, 1983), Фама и Блис (Fama and Bliss, 1987) и Кембъл и Шилер (Campbell and Shiller, 1991) констатира, че наклонът на кривата на хазната на САЩ може да се използва за предвиждане на доходността на ценни книжа с всякакъв падеж. Освен това Кембъл (Campbell, 1987) и Фама и Френч (Fama and French, 1989) доказват, че срокното структуриране на лихвените проценти може да се използва и за предсказване на доходността на акциите, както и че допълнителната доходност на дългосрочните облигации и на акциите се движат заедно.

Подобни резултати се констатираат и за пазарите на валута. Според хипотезата за очакванията форуърдните обменни курсове трябва да са равни на очакваните спот нива. Хипотезата за очакванията предполага, че т.нар. кери трейд, която включва заемането в нисколихвени валути и инвестирането във високолихвени, не би трябвало да носи положителна допълнителна доходност, защото обезценяването на валутите би трябвало да компенсира повисоките лихвени проценти. Хансен и Ходрик (Hansen and Hodrick, 1980) разработват иконометрични тестове, използвайки многократни форуърдни нива с различни падежи, и успяват да отхвърлят хипотезата за очакванията за пазарите на валута.¹⁶ По подобен начин Фама (Fama, 1984) доказва, че коефициентът на форуърдната търговия в регресия спрямо бъдещите спот нива всъщност е отрицателен, а не положителен, както би се очаквало от предвижданията, направени от гледна точка на хипотезата за очакванията. Тези, както и редица други последващи ги изследвания, показват, че за пазарите на валута също е налице значителна предвидимост на доходността.

Заклучението, което може да се направи на базата на посочените резултати, е, че волатилността и предвидимостта на доходността на фондовите, облигационните и валутните пазари може да е съвместима с безарбитражни пазари само ако очакваната доходност, т.е. дисконтовият фактор, е много променлива с течение на времето. При това положение въпросът е дали теоретичните модели могат да генерират подобна силна променливост на дисконтовия фактор.

5. Рискови премии и волатилност в модели с рационални участници

Констатациите за свръхволатилността и предвидимостта, както и свързаните с тях, например за високите премии за доходност на акциите, направени от Шилер и другите изследователи, обосновават нуждата от по-дълбоко разбиране на въпроса какво причинява вариациите в очакваната доходност с течение на времето. Едно от основните направления в изследванията, започнал през 70-те години, продължава да се опитва да конструира динамични модели за оценка на активите на базата на оптимизиране на поведението, с допускането за свободни от арбитраж цени. В динамичен модел рисковите предпочитания на инвеститорите могат да се различават с течение на времето, в т.ч. като резултат от потреблението или от парични шокове, като по този начин се създават колебания в рисковите премии и предвидимостта на доходността.

5.1. Потребителският модел за оценка на капиталовите активи (CCAPM)

Базовият динамичен модел за оценка – CCAPM, започва с допускането, че икономиката може да бъде описана чрез представителен агент, който максимизира очакваната полезност, зададена от:

¹⁶ Иконометричният подход, приет от Хансен и Ходрик, може да бъде разглеждан като предшественик на GMM на Хансен, който е разгледан в част 5.3.

$$E[\sum_{j=0}^{\infty} \beta^j u(c_{t+j}) | I_t],$$

където u е функцията на полезността на потреблението c , а β е субективният дисконтов фактор. Записваме условното очакване $E_t(\cdot)$ като $E(\cdot | I_t)$, за да се дефинира изрично наборът от информация I_t , на който се базират очакванията. Агентът е изправен пред простото бюджетно ограничение:

$$\sum_i w_{i,t} P_{i,t} + c_t \leq \sum_i w_{i,t-1} (P_{i,t} + d_{i,t}) + y_t,$$

където $w_{i,t}$ е броят инвестирани единици в рисковия актив i във време t ; $d_{i,t}$ - дивидентът, който този актив носи, а y_t е трудовият доход във време t . Основното уравнение на ССАРМ е условието от първи ред за максимална полезност:

$$u'(c_t) = \beta E \left[\frac{u'(c_{t+1}) \cdot x_{i,t+1}}{P_{i,t}} | I_t \right]$$

Тук, както и преди, $x_{i,t+1} \equiv P_{i,t+1} + d_{i,t+1}$ е плащането за актива във време $t + 1$. Оптимизиращият агент е безразличен, докато консумира една единица за време t , като по този начин получава пределна полезност за една единица за този период (лявата страна на уравнението) и я инвестира, за да придобие доходност от $x_{i,t+1}/P_{i,t}$. Така той получава дисконтираната пределна полезност от потребяването ѝ в $t + 1$ (дясната страна на уравнението). Това т.нар. уравнение на Ойлер може да бъде пренаписано като уравнение за оценка на активите:

$$(2) \quad P_{i,t} = E \left[\beta \frac{u'(c_{t+1})}{u'(c_t)} \cdot x_{i,t+1} | I_t \right].$$

Така уравнение (2) представлява формула за настоящата стойност от същия тип като изведеното от липсата на арбитраж уравнение (1). Случайният дисконтов фактор m_{t+1} сега е изведен от $\beta u'(c_{t+1})/u'(c_t)$, което е граничното ниво на заменяемост между сегашното и бъдещото потребление. Това показва защо дисконтовите нива ще са ниски по време на рецесия – когато c_t е ниско, а пределната полезност $u'(c_{t+1})$ е висока, което съответно води до нисък коефициент на пределна полезност $u'(c_{t+1})/u'(c_t)$ (и обратното, при бумове дисконтовият фактор би трябвало да е висок).

Така, базирайки се на рационалното поведение, ССАРМ дава възможно качествено обяснение на констатациите относно предвидимостта и свръхнеустойчивостта. Какво е обаче количественото съдържание на теорията?

5.2. Тестване на потребителския модел за оценка на капиталовите активи

Да се правят опити да бъде оборена икономическата теория с помощта на данни е методологическо предизвикателство, особено когато теорията създава нелинейни динамични уравнения. Затова учените често оценяват моделите по неформален начин, например, използвайки калибриране, при което

параметрите на модела се избират въз основа на нестатистически критерии, а моделът е решен и симулиран. Сравнявайки получените по този начин генерирани от модела времеви редове с реалните данни, калибрирането е полезно за оценяване на това дали моделът изобщо може да бъде съпоставен количествено с реалните данни. По-строгий подход, разбира се, би бил да се използват формални статистически методи. Преди 80-те години обаче методологическите трудности са обезсърчаващи, докато Хансен не разработва GMM и така формалните тестове на CCAPM стават обичайна практика. Затова и емпиричната оценка на CCAPM започва с неформални методи.

Чрез използване на калибриране и неформална статистика

Гросман и Шилер (Grossman and Shiller, 1981) са първите, които оценяват CCAPM количествено. Те приемат, че полезността се извежда от силова функция¹⁷ (допускайки постоянно нежелание да се поемат рискове). Така дисконтовият фактор $\beta u'(c_{t+1})/u'(c_t)$ може да бъде изчислен от данни за потреблението при каквато и да е степен на нежелание да се поемат рискове. Използвайки данни за потреблението в САЩ, Гросман и Шилер установяват, че наблюдаваната волатилност на цените на акциите може да бъде съвместима с CCAPM само ако граничната полезност на потреблението е изключително чувствителна спрямо вариациите в него, т.е. ако представителният потребител е със силно негативно отношение към поемането на риск. Тази констатация оставя свръхволатилността като предизвикателство пред бъдещите изследвания в областта на цените на активите. По-късно Шилер (Shiller, 1982) доказва, че моделът пред-полага по-нисък предел на граничната степен на междувремево заместване. Тази идея е предпоставка за значимия принос на Хансен и Яганатан (Hansen and Jagannathan, 1991), разгледан в част 5.3.

С течение на времето Гросман и Шилер забелязват също, че CCAPM предполага по-ниски нива на доходност на капитала от наблюдаваните при реалните данни, като по този начин се илюстрира явлението, нареченото по-късно от Мехра и Прескът (Mehra and Prescott, 1985) „загадка капитал – премия“. В статията си Мехра и Прескът подчертават изключителната трудност за традиционните модели да се справят с наблюдаваната допълнителна доходност на акции от над 5% годишно, свързана със свободен от риск актив – величина, която присъства в данните за САЩ и много други страни. За да съответства на данните, моделът се нуждае от коефициенти на относително нежелание за поемане на риск от около 50, а такива стойности се приемат като нереалистични от гледна точка на приложната макроикономика най-малкото за средностатистическите инвеститори.

¹⁷ Функция на параметър, подлежащ на статистически тест, чиято стойност за определена стойност на параметъра е възможността за отхвърляне на нулевата хипотеза, ако тази стойност на параметъра се окаже вярна (бел. пр.).

Чрез използване на формални статистически методи

Както беше споменато, ССАРМ предполага, че доходността е предвидима, когато агентите не желаят да поемат рискове, и че вариациите в потреблението могат да бъдат прогнозирани. При тестването на тази теория обаче учените срещат някои затруднения, например вътрешноприсъщата нелинейност на основното уравнение за оценка, както и необходимостта от конкретизиране на целия стохастичен процес на потребление. Такива трудности, заедно със серийната корелация на каквито и да е грешки в динамичната система, са характерни за множество модели, използвани в икономиката. В началото на 80-те години единственият начин да се адресират тези трудности е да се въвежда набор от много конкретни допускания, които дори не се разглеждат като важни за основния изследван въпрос. По този начин всяко статистическо решение би отхвърлило както хипотезата за основното уравнение за оценяване на активите, така и всички конкретни допускания, които изследователят не е задължително да вземе предвид.

Илюстрация на това дават Хансен и Сингълтън (Hansen and Singleton, 1983), които се опитват да преодолеят трудностите чрез комбинация от приближения и конкретни допускания. Приемайки нормално разпределение на условията за грешка, те разработват следната логаритмично-линейна версия на ССАРМ:

$$E_t[\ln(1 + R_{i,t+1})] = -\ln \beta - \gamma E_t[\Delta \ln c_{t+1}] + [\sigma_i + \gamma^2 \sigma_c - 2\gamma \sigma_{ic}]/2.$$

Това уравнение изразява очакваната логаритмична доходност като сума от три фактора: логаритъм на ниво на предпочитанието за време β ; фактор, който се мултиплицира в нивото на нежелание да се поема риск γ и в очакваното ниво на промяна на потреблението, и фактор, зависещ от вариациите и ковариациите. След това авторите прилагат този линеаризиран модел за месечната доходност на акциите, като използват приближение с максимална вероятност. Моделът работи относително добре на базата на претеглен към стойността борсов индекс, като дава оценка на относителното нежелание да се поема риск между 0 и 2 и показва малко аргументи срещу ограниченията на параметрите. Когато се прилага на базата на доходността на отделни акции и облигации обаче, моделът е категорично отхвърлен. Този неуспех е ранна индикация за сериозното предизвикателство пред моделите за оценка на активите, основаващи се на рационалността на агентите. По това време обаче не е ясно доколко отхвърлянето се дължи на линеаризацията и допусканията за обработка на грешките и доколко е вътрешно ограничение на теорията. GMM е начинът, по който тези проблеми се решават.

5.3. Обобщеният метод на моментите (GMM)

В контекста на оценяване на активите

Нека разгледаме отново основното уравнение на модела ССАРМ. Ако дефинираме $x_{i,t+1} \equiv R_{i,t+1} + d_{i,t+1}$, то може да бъде представено по следния начин:

$$(3) \quad 1 = E \left[\beta \frac{u'(c_{t+1})}{u'(c_t)} \cdot R_{i,t+1} | I_t \right].$$

Това е нелинейна функция на стохастичните процеси на потребление и доходност и на всички допълнителни променливи в условия набор I_t . Изразът $\beta \frac{u'(c_{t+1})}{u'(c_t)} \cdot R_{i,t+1} - 1$ може да бъде разглеждан като грешка в прогнозата за един период напред. Ако се приеме, че очакванията са рационални, тази грешка трябва да е независима по отношение на всяка информация I_t , налична в момент t . Нека използваме z_{jt} , за да обозначим една променлива в набора от информация I_t , например цена на актив в даден момент от времето. За всеки актив i и условна променлива или „инструмент“ z_j това предполага, че:

$$(4) \quad E \left[\left(\beta \frac{u'(c_{t+1})}{u'(c_t)} \cdot R_{i,t+1} - 1 \right) \cdot z_{jt} | I_t \right] = 0.$$

Това уравнение, което е изражение на уравнение (3), е основата на оценката на модели за оценяване на активите с помощта на GMM.

Малко иконометрична теория

Уравнение (4) може да се разглежда като елемент от следното векторно равенство:

$$(5) \quad E(x_t, \theta) = 0,$$

където x_t е векторен стохастичен процес, а θ - параметричен вектор, който трябва да се изчисли. Векторно оценената функция g изразява основното условие за ортогоналност – по едно уравнение за всеки актив i и инструмент z_{jt} . В примера x_t се състои от s , R (за всички активи i) и z_{jt} (за поне един инструмент j), а θ - от β и останалите параметри в уравнение (4). Така (i,j) -тият елемент на вектора g ще е $\left(\beta \frac{u'(c_{t+1})}{u'(c_t)} \cdot R_{i,t+1} - 1 \right) \cdot z_{jt}$, за актив i и конкретен инструмент z_{jt} . Този елемент има нулеви очаквания и може да бъде тълкуван като форма на грешка в предвиждането.

В статия, която се оказва една от най-важните в иконометрията, Хансен (Hansen, 1982) предлага GMM като привлекателен подход за оценка на нелинейни системи от типа на уравнение (5). Основната причина този оценител¹⁸ да стане толкова популярен е, че поставя съвсем слаби ограничения пред стохастичния процес x_t , който може да е всеки стационарен ергодичен процес,¹⁹ както и пред функцията g , която може да е нелинейна. Такава обобщеност е особено важна при приложения с панелни данни и времеви редове, каквито

¹⁸ В статистиката оценителят (от англ. estimator) е правило за изчисляване на приблизителната стойност на определено количество на базата на наблюдаваните данни (бел. пр.).

¹⁹ В математиката стационарен е този стохастичен процес, чието разпределение на съвместните вероятности, както и статистическите му характеристики (например средна стойност, вариации и др.) не се променят с течение на времето. Един стохастичен процес е ергодичен, ако статистическите му характеристики могат да бъдат изведени от единична, достатъчно дълга извадка (осъществяване) на процеса (бел. пр.).

са тези за оценка на активите, където стохастичният процес се корелира, а основните отношения са нелинейни. Моментните условия като уравнение (5) се използват при оценката на параметри още от времето на Пиърсън (Pearson, 1894, 1900; вж. също Neyman and Pearson, 1928), но употребата им е ограничена до случаи, в които компонентите x_t са независими с течение на времето, вкл. при повтарящи се независими експерименти. Приносът на Хансен е в обобщаването на предходните теории за моментни оценки за случай, в който x_t е стационарен ергодичен процес.

Оценителят на GMM може да бъде определен посредством примерната функция за момента

$$g_T(\theta) \equiv \frac{1}{T} \sum_{t=1}^T g(x_t, \theta),$$

и квадратната формула

$$S_T(\theta) \equiv T g_T(\theta)' W g_T(\theta),$$

където W е позитивно определена матрица за претегляне. Оценителят на GMM θ_T минимизира $S_T(\theta)$.

Хансен (Hansen, 1982) доказва, че оценителят θ_T е съвместим с истинския параметър при определени условия за редовност, както и че е асимптотично нормален при някои малки ограничения на (x_t, θ) . Както вече беше отбелязано, доказателството позволява доста обобщена стохастична времева зависимост за стохастичния процес x_t .

Освен това Хансен дефинира асимптоматичната ковариантна матрица:²⁰

$$\Omega \equiv \sum_{j=-\infty}^{\infty} E g_t(\theta) g_{t-j}(\theta)'$$

Той доказва, че изборът $W = \Omega^{-1}$ гарантира, че получените като резултат оценители θ_T минимизира (в матричен смисъл) асимптоматичната ковариантна матрица на оценителя. Този резултат дава асимптоматичната ефективност, свързана с оценителя на GMM – защото истинското Ω е неизвестно.

Хансен показва също как се изчислява асимптоматичната ковариантна матрица и използвайки я инверсирано като матрица за претегляне, получава като резултат асимптоматично нормално разпределение. Той конструира оценителя Ω на базата на логическо изчисляване на θ за разглежданата извадка, но в

²⁰ В теорията на вероятностите и статистиката ковариантната матрица (дисперсионна матрица, матрица вариация-ковариация) е тази, чиито елементи в позиции i, j са ковариация между i -ти и j -ти елементи на случаен вектор (т.е. на вектор на случайни променливи). Всеки елемент от вектора е скаларна случайна променлива или с краен брой наблюдавани емпирични стойности, или с краен или безкраен брой потенциални стойности, определени от теоретично разпределение на съвместните вероятности на всички случайни променливи. Асимптоматичната ковариантна матрица е ковариантна матрица на приблизителната стойност на параметрите. Елементите по диагонала представят вариациите, очаквани от всяка приблизителна стойност на параметъра в множество извадки, и могат да се тълкуват като индекси на точността на оценката. Елементите извън диагонала представляват ковариации на приблизителната стойност на параметрите (бел. пр.).

същото време изчисленото Ω е необходимо, за да се конструира ефективна приблизителна стойност на θ . Тази главоблъсканица означава, че няма прост начин за получаване на ефективна приблизителна стойност. Затова Хансен предлага двустепенна процедура: започва се с арбитражна матрица за претегляне, служеща за конструирането на съвместим оценител, който да се използва за приблизително изчисляване на асимптоматичната ковариантна матрица. След това се използва матрицата, за да се изчисли ефективен оценител за θ . По-късно са предложени и алтернативни процедури, за да се подобри този двустепенен подход.

Накрая Хансен показва как се конструира тест за свръхидентифициране на ограниченията на базата на метод, предложен от Сарган (Sargan, 1958). При нулева хипотеза този тест статистически има асимптоматично разпределение χ^2 с $k-r$ градуса свобода, където k е броят моментни условия, а r - броят линейни комбинации на тези условия (за да се намерят интересувашите ни параметри).²¹

В обобщение, Хансен дава нужните статистически инструменти за работа с динамични икономически модели за оценка, използващи панелни данни, в които няколко взаимосвързани променливи са често явление и конкретизирането на пълния модел невинаги е желателно, а понякога дори е невъзможно. GMM може да бъде приложен към цял дял уравнения за модели и оказва огромно влияние върху много области на икономиката, в които се използват динамични панелни данни, в т.ч. при изследването на потреблението, на предлагането на труд или на цените на фирмите. Сега той е един от най-често използваните инструменти в иконометрията за структурни оценки и прогнозиране както в микроикономическите, така и в макроикономическите изследвания.²²

Приложение при оценка на цените на активите

Първото директно приложение на GMM процедурата на Хансен е отбелязано в статия за оценяване на активите на Хансен и Сингълтън (Hansen and Singleton, 1982). По-ранно използване на идеята, стояща зад GMM, може да бъде намерено в изследването на Хансен и Ходрик (Hansen and Hodrick, 1980), които разглеждат валутите и поставят въпроса дали форуърдните обменни курсове са непредубедени прогнози на бъдещите спот цени. Серийната корелация при грешките и нелинейностите правят традиционните подходи

²¹ Хансен продължава ключовото си изследване с няколко важни разширения, в т.ч. алтернативни оценки (Hansen, Heaton and Yaron, 1996), избор на инструменти (Hansen, 1985, and Hansen, Heaton and Ogaki, 1988), продължителни времеви модели (Hansen and Scheinkman, 1995) и GMM с неоптимални матрици на претегляне (Hansen and Jagannathan, 1997).

²² Вж. прегледите на Хансен и Уест (Hansen and West, 2002) и Яганатан, Скулакис и Уанг (Jagannathan, Skoulakis and Wang, 2002) за примери за използването на GMM в областите на макроикономиката и финансите. GMM е често прилаган инструмент и за оценка при панелни данни (вж. Arellano and Bond, 1991; Blundell and Bond, 1998).

неприложими към този въпрос. Затова авторите извличат асимптоматичните характеристики на базата на методи, които, както се оказва, са специален вид GMM.

Основната цел на Хансен и Сингълтън (1982) е да тестват CCAPM. За да направят модела оперативен, авторите допускат полезност, както правят и Гросман и Шилер (Grossman and Shiller, 1981), за да покажат постоянното относително нежелание да се поема риск: $u(c) = c^{(1-\gamma)}/(1-\gamma)$. С тази конкретизация елементът g , представящ даден актив i и инструмент z_j , приема формата $(\beta(\frac{c_t}{c_{t+1}})^\gamma \cdot R_{i,t+1} - 1) \cdot z_{j,t}$, с параметри β и γ трябва да бъдат оценени. Така съответстващите моментни условия са:

$$\frac{1}{T} \sum_{t=1}^T \left[\left(\beta \left(\frac{c_t}{c_{t+1}} \right)^\gamma \cdot R_{i,t+1} - 1 \right) \cdot z_{j,t} \right] = 0.$$

При n активи и m инструменти са налице nm подобни моментни състояния. Моделът може да се тества за свръхидентифициращи реакции при по-малко от nm параметри, които трябва да бъдат оценявани. Тази формулировка на инструментални променливи илюстрира съждението на Фама (Fama, 1970), че тестването на модел за оценяване на активите се състои в съвместен тест на генерирана от модел хипотеза и липсата на предвидими прогнозни грешки. Ако ограниченията за свръхидентификация са отхвърлени, това означава или че моделът не е верен, т.е. че са нарушени безарбитражните условия, или че условието за ортогоналност на инструментите не е изпълнено, или пък и двете.

Хансен и Сингълтън оценяват този модел с GMM, използвайки като инструменти изоставащи стойности на R_i . Данните са агрегираните индекси на Нюйоркската фондова борса, както и индекси на различни производства, а моделът е оценен и за единични, и за множествени серии доходност. Всички версии на модела дават икономически смислени оценки със стойности на γ близко до единица (въпреки че са налице големи стандартни грешки) и на β съвсем малко под единица. Когато се приложат към повече от един фондов индекс обаче, ограниченията за свръхидентификация по принцип се отхвърлят.²³ Следователно в съответствие и с констатациите относно свръхволатилността на Гросман и Шилер (Grossman and Shiller, 1981) тази проста версия на CCAPM не отговаря много добре на данните. В резултат са проведени редица изследвания, целящи да разберат недостатъците на базовия модел.

В търсене на модел, който да отговаря по-добре на данните, от полза би бил инструмент за диагностика, задаващ характеристиките, които трябва да има стохастичният дисконтов фактор. Хансен и Яганатан (Hansen and Jagannathan, 1991) доказват, че т.нар. коефициент на Шарп,²⁴ изразен чрез

²³ В по-късна статия Хансен и Сингълтън (Hansen and Singleton, 1984) поправят грешка в оригиналните приложени данни. При използване на поправените данни CCAPM е отхвърлен още по-категорично.

²⁴ Sharpe, 1966.

съотношението на очакваната допълнителна доходност на определен актив спрямо безрисковото ниво на стандартно отклонение на допълнителната доходност, дава по-ниска граница на волатилността на дисконтовия фактор. По-точно:

$$\frac{\sigma(m_{t+1})}{E(m_{t+1})} \geq \frac{E(R_{t+1}^e)}{\sigma(R_{t+1}^e)},$$

където лявата страна е коефициентът на стандартно отклонение на дисконтовия фактор спрямо очакваната му стойност, а дясната - коефициентът на Шарп. Връзката първоначално е отбелязана от Шилер (Shiller, 1982) за индивидуален рисков актив и е обобщена от Хансен и Яганатан, за да обхване множество активи, както и безрискови такива. В последващо свое изследване Хансен и Яганатан (Hansen and Jagannathan, 1997) разширяват анализа си и извличат формални тестове за представянето на различни заместители на стохастични дискотнови фактори.

Границите на Хансен-Яганатан намират широко практическо приложение. Множество активи и инвестиционни стратегии като инерционната (купуване на акции с високи предходни нива на доходност и продаване на такива с ниски - вж. част седма) или кери трейд (carry trade - заемане във валути с ниски лихвени проценти и инвестиране в такива с високи) имат много висок коефициент на Шарп. За следвоенния фондов пазар в САЩ по годишни данни този коефициент е около $\frac{1}{2}$, което предполага, че годишното стандартно отклонение на дисконтовия фактор е поне 50%. Това е много високо равнище и означава, че средната величина на дисконтовия фактор е близо до единица. Подобно противоречие поставя сериозен проблем пред базираните на потреблението модели като CCAPM, защото според него ниската волатилност на наблюдаваното потребление заедно с реалистичните нива на нежелание за поемане на риск предполагат прекалено слаба волатилност на стохастичния дисконтов фактор.

5.4. Разширяване на CCAPM

Отхвърлянето на CCAPM със стандартни характеристики не означава задължително отхвърляне на идеята на модела, че очакваната доходност на даден актив е по-висока в „лоши времена“, когато потреблението е малко. Започвайки със статията на Фама и Френч (Fama and French, 1989), няколко изследвания свързват предвидимостта с условията на бизнес-цикъла, като показват, че очакваната доходност е по-ниска в неговия пик и по-висока – на дъното. Фама и Френч доказват също, че очакваната доходност на капиталовите пазари и на пазарите на облигации се движат заедно, както и че сроковата премия (разликата между печалбата на дългосрочните и краткосрочните облигации) има допълнителна прогностична сила за доходността на акциите в допълнение към печалбите от дивиденди. По подобен начин макроикономическите променливи от типа на съотношението потребление-богатство (Lettau and Ludvigson, 2001) прогнозираят доходността на капиталите (в допълнение към дивидентите и

сроковата премия).²⁵ Проблемът по-скоро е, че ковариацията между доходността на активите и потреблението не е достатъчно голяма, за да генерира достатъчно висока очаквана доходност и волатилност при използването на стандартни характеристики за очаквана полезност.

Тези резултати стават причина много изследователи да проучват алтернативни спецификации на модела, като променят допусканията за полезност на инвеститорите, завършеност на пазара, стохастичен процес на потребление или комбинация от посочените. Някои от тези подходи са донякъде успешни при обясняването на капиталовата премия, волатилността и предвидимостта в променената рамка на CCAPM, въпреки че засега не съществува широко приет „консенсусен модел“.

Първият подход е да се преодолее един от основните недостатъци на стандартния модел за очакваната полезност на фон Нойман-Моргенстерн, а именно, че нежеланието да се поема риск и заместването във времето се определят от един и същи параметър, въпреки че няма задължаваща икономическа или поведенческа причина за това. Въз основа на изследването на Крепс и Протеус (Kreps and Porteus, 1978) Епщайн и Зин (Epstein and Zin, 1989) разработват набор от рекурсивни характеристики, които позволяват признаците на нежеланието да се поема риск и времевото заместване да бъдат разделени. Според авторите това би могло да помогне за решаването на базирания на потреблението модел.²⁶ Хансен също се включва в тази насока на изследвания (Eichenbaum, Hansen and Singleton, 1988; Eichenbaum and Hansen, 1990). Проучванията все още са много активни, като е постигнат известен успех при напасването на модела към данните. Използвайки характеристики на Епщайн-Зин, Бансал и Ярн (Bansal and Yaron, 2004) предлагат модел, в който потреблението и ръстът на дивидентите съдържат малък предвидим дългосрочен компонент, а волатилността на потреблението варира във времето. При тези условия и динамика те успяват да получат стохастичен дисконтов фактор m , който може да обясни наблюдаваната капиталова премия, безрисковото ниво и волатилността на доходността, като същевременно дава възможност за предвиждане на печалбата от дивиденти. Този подход има доста голямо влияние и води до множество последващи статии (в т.ч. Hansen, Heaton and Li, 2008).

Втори подход за промяна на характеристиките е навиците да се включат във функцията на полезността (Deaton, 1992), а полезността на потреблението да се направи зависима не само от абсолютното ниво на потреблението, но и от съществените промени в него. Съндаресан (Sundaresan, 1989), Константинидес (Constantinides, 1990) и Абел (Abel, 1990) включват формирането на навиците в рамката на CCAPM и доказват, че те могат да увеличат волатилността на стохастичния дисконтов фактор. В многократно цитираната си статия Кембъл и Кокрън (Campbell and Cochrane, 1999) успяват да решат загадката на капиталово-

²⁵ За преглед вж. Cochrane, 2011.

²⁶ Вж. също Weil, 1989.

вата премия в модел, в който към стандартната рамка на полезността е добавен „външен“ навик (който кара агентите да се интересуват от промени не само в индивидуалното, но и в съвкупното потребление).

Трети подход, който също има известен успех, е да се приеме, че съществува разнородност на инвеститорските предпочитания. По-точно, ако инвеститорите имат различно отношение към риска, стохастичният дисконтов фактор m , който се получава като резултат от търговията на пазара, ще бъде повлиян не само от съвкупното потребление, но и от неговото разпределение. За да се разбере например капиталовата премия, би било по-подходящо да се тестват приложенията на CCAPM, като се използват данни от подгрупата инвеститори, които наистина притежават значително количество акции. Оказва се, че потреблението на отделните притежатели на акции се колебае повече от съвкупното потребление – разлика, която поне донякъде позволява да се обяснят ценовите загадки и потвърждава, че разнородността на инвеститорите е плодотворна хипотеза (вж. например Malloy, Moskowitz and Vissing-Jorgensen, 2009). Множество изследвания на незавършеност на пазара по отношение на отделни рискове показват, че хетерогенността в богатството, получена в резултат от шокове в индивидуалните заплати, генерира разнородност и при отношението към риска (за ранни изследвания в тази област вж. Mankiw, 1986; Heaton and Lucas, 1992; Huggett, 1993; Telmer, 1993; and Constantinides and Duffie, 1996). Важна констатация, направена в тези изследвания, е, че индивидуалният риск за заплатата е контрацикличен, което още повече допринася за решаването на загадките, свързани с цените.

Обща черта на повечето от моделите, разглеждани тук, е допускането, че потребителят не само обработва информацията рационално и ефективно, но и познава истинския процес на генериране на данни. В съвместни изследвания с Томас Сарджънт²⁷ (Hansen and Sargent, 2001; Cagetti et al., 2002) Хансен проучва последиците от допускането, че представителният агент не е сигурен относно модела и следва политика на стабилен контрол по отношение на набор от алтернативни модели. Хансен и Сарджънт доказват, че несигурността, свързана с модела, може да бъде разглеждана като допълнителен рисков фактор. Страхът от най-лошия резултат прави нежеланието на агентите да поемат риск още по-голямо и може да доведе до по-висока цена на риска, отколкото в еквивалентен стандартен модел.

6. Свръхволатилност и предвидимост: подходи в поведенческите финанси

6.1. Робърт Шилер и поведенческите финанси

Констатациите, свързани със свръхволатилността и предвидимостта, са предизвикателство пред идеята, че цените включват цялата налична информа-

²⁷ Нобелов лауреат за 2011 г. (бел. пр.).

ция, пред стандартната теория за оценка на активите, а може би и пред двете. На базата на ранните си открития Шилер (Shiller, 1981b) твърди, че свръх-волатилността, която е наблюдавал, трудно може да се впише в основната теория, а по-скоро е индикация за „прищевки“ и прекомерна реакция спрямо промените в основните правила. В статията си от 1984 г., озаглавена „Цени на акциите и социална динамика“, той доразвива своите аргументи. Тази статия дава началото на нова вълна от изследвания в областта на „поведенческите финанси“, на която самият Шилер става един от най-известните привърженици.²⁸

В нея Шилер очертава определени аргументи, които впоследствие са разработени от други учени. Първо, той смята, че липсата на (регулирана спрямо риска) предвидимост на цените не изключва съществуването на нерационални инвеститори. Търговията, осъществявана от подобни инвеститори, може да направи цените твърде нестабилни и колебливи, което от своя страна би направило отклоненията от обичайното положение много трудни за отчитане в краткосрочен план (особено ако рационалните инвеститори елиминират най-явните неправилни ценообразувания). В последващи изследвания Шилер и Перон (Shiller and Perron, 1985) и Съмърс (Summers, 1986) твърдят още, че прогностичната сила на краткосрочните тестове вероятно ще е много слаба.²⁹

Второ, Шилер прави преглед на част от литературата по психологията, доказваща, че хората проявяват предразсъдъци при вземането на решения, като например констатацията на Тверски и Канеман (Tversky and Kahneman, 1974), че те реагират прекомерно спрямо „повърхностно правдоподобни доказателства“ без статистическа основа. Според него цените на акциите са особено чувствителни към психологически предразсъдъци поради неяснотата относно истинската цена на дадена акция, причинена от липсата на общоприет модел за оценка (т.е. инвеститорите са изправени по-скоро пред „несигурност на Нйт“³⁰, отколкото пред обикновен риск). Тези психологически

²⁸ И други ранни изследвания срещат същите трудности при поведенческите обяснения (Slovic, 1972; Miller, 1977; Harrison and Kreps, 1978; Modigliani and Cohn, 1979). Слович смята, че (новото по това време) психологическо доказателство на евристичните методи и предразсъдъците може да бъде приложено в областта на финансите. Според Милър разликите в мненията на инвеститорите, заедно с факта, че акциите трудно се продават докрай, ще доведат до прекомерно оптимистични цени на акциите. Харисън и Крепс изказват подобно твърдение за динамична среда и доказват, че разликите в мненията и опасенията от разпродаване могат да доведат до спекулативни балони. Модилиани и Кон са на мнение, че отрицателната връзка между очаквана инфлация и цени на акциите (отбелязана от Фама и Шверт – Fama and Schwert, 1977) може да бъде обяснена с факта, че инвеститорите страдат от „илюзия за пари“, т.е. от неспособност да разграничат реалната от номиналната доходност.

²⁹ Шилер и Перон (1985) създават силови функции за тестове, целящи да отхвърлят хипотезата за арбитража в даден тест (например Фама, 1965), когато реалният процес на доходност на актива е средно реверсивен. Освен че показват, че тези тестове имат ниска прогностична сила в краткосрочен план, те доказват и че нарастването на честотата на извадката за даден времеви отрязък не увеличава прогностичната сила, а това може да стане само с удължаване на периода.

³⁰ В икономиката несигурността на Нйт е неизчислим, невъзможен за пресмятане риск (бел. пр.).

предразсъдъци са подкрепени и засилени от „обществени движения“, защото инвеститорите са обект на групова психологическа динамика от типа на партньорския натиск. Следователно мнението на един инвеститор за цената на дадена акция вероятно ще е повлияно от мнението на други. В резултат от това с разпространение на мненията сред населението цените на акциите ще се колебаят по начин, подобен на този, причинен от прищевки и моди. Шилер прави преглед и на неформалните доказателства в подкрепа на идеята, че прищевките и модите са допринесли за предходни пазарни бумове и сривове.

Накрая, за да илюстрира твърдението си по по-формален начин, той представя прост модел на икономика, населена с „обикновени“ инвеститори, чието търсене не реагира на очакваната доходност, и „умни“ инвеститори, които отговарят рационално на очакваната доходност, но са ограничени от наличните си средства. При такъв модел търговията на обикновените инвеститори би довела до временни отклонения на цените на акциите от базовите нива, което от своя страна би генерирало прекомерна реакция спрямо новините за дивидентите, свръхволатилността и средно реверсивните цени на акциите. Това е в съответствие и с идеята, че въз основа на високите печалби от дивиденти може да се предвидят по-ниски цени на акциите.

В последвалите си изследвания Шилер продължава да обосновава важността на обществената психология, използвайки като доказателство анкети на инвеститори (Shiller, 1987, 1988, 1989; Shiller and Pound, 1989). Той разширява анализа си на прищевките и балоните в областта на пазара на жилища (Case and Shiller, 1987, 1989, 2003).

След първото изследване на Шилер редица учени използват психологически доказателства за поведението и предразсъдъците на индивида, в т.ч. теориите на перспективите (Kahneman and Tversky, 1979), на самоувереността (Oskamp, 1965) и на умственото счетоводство (Kahneman and Tversky, 1984; Thaler, 1985). Тези психологически обосновани изследвания водят до създаването на нови модели за оценка на активите, които могат да обяснят наблюдаваните в нея аномалии.³¹ Някои от моделите обясняват недостатъчните и прекомерните реакции спрямо информацията със самоувереност и/или ограничена рационалност, което води до свръхволатилност, инерция и средна реверсивност в цената на активите (Barberis et al., 1998; Daniel et al., 1998; Hong and Stein, 1999). Други променят характеристиките на базата на психологически доказателства от типа на теориите на перспективите (Benartzi and Thaler, 1995; Barberis et al., 2001), на избягване на неяснотите (Epstein and Wang, 1994; Epstein and Schneider, 2008; Cagetti et al., 2002) или на избягване на разочарованието (Routledge and Zin, 2010), за да обяснят свръхволатилността, предвидимостта и капиталовата премия. Много от тези статии могат да бъдат разглеждани като модифициращи допусканията за предпочитанията

³¹ Вж. Shleifer (2000) и Barberis and Thaler (2003) за преглед на тези изследвания.

в моделите с рационални участници (като CCAPM), което показва сходството на рационалните и поведенческите модели в модерните изследвания.

В статията си от 1984 г. Шилер отговаря и на една сериозна критика срещу поведенческите обяснения (често приписвана на М. Фридман - Friedman, 1953), а именно, че дори и ако някои (или повечето) инвеститори са нерационални, рационалните (може би само няколко) инвеститори на пазара могат да печелят при положение, че съществуват арбитражни възможности. Такива арбитражни сделки биха довели до загубата на пари от страна на нерационалните инвеститори, които ще бъдат изтласкани от пазара, и по този начин в крайна сметка се отстранява каквото и да е неправилно ценообразуване. Според Шилер рационалните инвеститори контролират твърде малко средства, за да може това да проработи на практика. Друг, по-ранен аргумент за ограничението на арбитража е трудността в разпродаването на надценени акции (Miller, 1977). По-късно редица изследователи създават по-строги теоретични модели, които обясняват ограничената способност на рационалните инвеститори да направят пазарите информационно ефективни. Обичайният подход е тези инвеститори да се моделират като финансови посредници (например хедж фондове), чийто капитал би бил изтеглен от инвеститорите, ако те понасят постоянни загуби (DeLong et al., 1990a; Shleifer and Vishny, 1997). Поради това изтегляне рационалните инвеститори не биха могли да търгуват срещу значимо пазарно неправилно ценообразуване или дори биха могли да намерят за оптимално да търгуват в обратната посока, ако се очаква неправилното ценообразуване да нарасне в краткосрочен план, като по този начин го увеличават, вместо да го намаляват (DeLong et al., 1990b; Abreu and Brunnermeier, 2002, 2003).

6.2. Други изследвания в областта на поведенческите финанси

Ранните трудове на Шилер стимулират провеждането на множество емпирични изследвания, целящи да подкрепят твърденията на поведенческите финанси с емпирични доказателства.³² Голяма част от тези изследвания се концентрират върху явните аномалии при моментната доходност на акциите, а не толкова върху неправилното ценообразуване на пазара, поради което са разгледани в част седма.

Ранно изследване, което намира трудно съвместимо с информационната ефективност доказателство, е проучването на Рол (Roll, 1984) на фючърните пазари на портокалов сок. Въпреки че климатът има най-явно и най-голямо

³² Този преглед е фокусиран върху литературата в областта на поведенческите финанси, която се опитва да обясни тенденциите и аномалиите при оценяването на активите. Освен подобни изследвания съществува и богата поведенческа литература, която анализира влиянието на психологията върху финансовите решения на хората (за преглед на тези изследвания вж. Barberis and Thaler, 2003, ч. 7). Те са особено полезни при вземането на практически политически решения, например в областта на схемите за пенсионно спестяване (вж. Thaler and Benartzi, 2004).

влияние върху портокаловите насаждения, Рол установява, че климатичните аномалии обясняват само малка част от вариациите на цените на фючърси.

Някои изследвания установяват отклонения от „правилото за еднаквата цена“ на финансовите пазари и посочват, че тези отклонения са индикация за нерационални пазарни нагласи. Фрут и Дабора (Froot and Dabora, 1999) проучват „акции-близнаци“ на компании, чиито акции се търгуват на повече от едно място. Те констатира, че цените на тези близнаци често се различават на различните места, където се търгуват, и че относителната им цена се повишава, когато пазарът, на който са търгувани, е във възход. Това води до заключението, че цените на акциите донякъде се обуславят от нагласите на местните инвеститори, а не просто от промените на базовата стойност.

Друга група изследвания анализират т.нар. загадка на фондовете от затворен тип, първоначално открит от Цвайг (Zweig, 1973), т.е. констатацията, че капиталовите фондове от затворен тип обикновено търгуват на цени, различни от пазарната стойност на управляваното от тях портфолио от акции, като често тази търговия се извършва под нетната цена на активите.³³ Според Лий, Шлайфер и Талер (Lee, Shleifer and Thaler, 1991) дисконтовият фактор при фондовете от затворен тип може да се разглежда като случай на нерационална инвеститорска нагласа. Те доказват, че дисконтовите фактори при фондове от затворен тип с много различни портфолиа от акции показват значимо съвместно движение с течение на времето, като подобно съвместно движение се наблюдава и при доходността на акции на малки фирми – пазарен сегмент, на който доминират индивидуалните инвеститори. Бейкър и Уъргълър (Baker and Wurgler, 2007) правят преглед на литературата, свързана с нагласите на инвеститорите, и доказват, че „индексът на нагласите“ (включващ дисконтовите фактори на фондовете от затворен тип и други променливи) е силно свързан със съвкупната доходност на акциите.

В други статии се установяват очевидни ограничения на арбитража и ефектите му върху цените на акциите. Започвайки със статията на Шлайфер (Shleifer, 1986), те показват, че цената на дадена акция обикновено нараства, когато е включена в пазарен индекс (например S&P 500), в съответствие с натиска за купуване на индекс-фондовете. Уъргълър и Журавская (Wurgler and Zhuravskaya, 2002) доказват, че ефектът на включване в индекс е по-силен за акции без близки заместители, което прави по-трудно отстраняването на неправилното ценообразуване чрез арбитраж.

Шилер доразвива твърденията си в своята книга от 2000 г. „Нерационално изобилие“, която оказва сериозно въздействие върху обществените дискусии. В нея той използва комбинация от статистически доказателства, данни от анкети и преглед на психологически и социологически изследвания, за да подкрепи

³³ Фондовете от затворен тип обикновено са притежание на индивидуални инвеститори и са подобни на взаимните фондове, с изключение на факта, че инвеститорите не могат да преобразуват дяловете си в пари, а трябва да ги продадат на пазара, за да получат вложенията си обратно.

твърдението си, че прищевките и наличието на обратна връзка са допринесли за някои от бумовете на фондовия пазар в миналото. Според него драматичното покачване на цените на акциите в края на 90-те години, особено на тези на технологичните компании, е причинено от прищевки – твърдение, направено само няколко месеца преди сериозния спад на цените на фондовите пазари от 2000-2001 г.³⁴

Изследванията, последвали книгата на Шилер, отбелязват някои аномалии в оценяването на акциите на технологичните компании при тогавашния бум на фондовите пазари. Например Мичъл, Пулвино и Стафърд (Mitchell, Pulvino and Stafford, 2002) и Ламонт и Талер (Lamont and Thaler, 2003) използват частични отделения на технологични компании, за да покажат че оценяването на отделените акции е необосновано високо. По-конкретно, сравнявайки цената на отделената част с тази на компанията-майка, която все още държи определен дял в отделената фирма, оценката на отделената част показва, че останалите активи на компанията-майка имат отрицателна стойност.³⁵ Те извеждат също доказателства, че опасенията от разпродаване, заедно с факта, че неправилното ценообразуване често нараства, преди да изчезне, затрудняват печалбата от това неправилно ценообразуване при евентуален арбитраж. По същия начин Брунермайър и Нагел (Brunnermeier and Nagel, 2004) доказват, че опитните инвеститори като хедж фондовете предпочитат по-скоро да придобиват акции на технологични компании и „да яздят балона“ в края на 90-те години, отколкото да разпродават тези акции. В по-ново изследване Ксионг и Ю (Xiong and Yu, 2011) установяват наличието на балон на китайските държавни ценни книжа в края на първото десетилетие на XXI век, които се търгуват далеч над базовата си стойност. Според тях и тук опасенията от разпродаване пречат за преодоляване на неправилното ценообразуване с помощта на арбитраж.³⁶

През последните години Шилер продължава да проучва влиянието на психологическите фактори върху финансовите пазари в популярни книги (Shiller, 2008; Akerlof and Shiller, 2010).

7. Какво определя разликите в очакваната доходност на различните активи?

Разгледаните дотук изследвания се фокусират основно върху тенденциите

³⁴ Във второто издание на книгата, публикувано през 2005 г., Шилер включва в анализа си недвижимите имоти, като твърди, че техните пазари също са нерационално надценени, и предвижда сериозни проблеми за финансовите институции при евентуално спукване на балона на пазара на недвижими имоти.

³⁵ Офек и Ричардсън (Ofek and Richardson, 2003) свързват високите цени на Интернет-акциите с опасения от разпродаване и задържане, което пречи на вътрешни за компаниите лица да разпродадат акциите си при първично публично предлагане.

³⁶ Някои изследвания се концентрират върху балоните в цените на активите в експериментална среда (вж. например Smith, Suchanek and Williams, 1988).

във времеви редове на цените на активите. Друг свързан с това въпрос засяга моментните тенденции на цените, и по-специално – на цените на акциите. Защо определена акция се оценява по-високо от друга по едно и също време? Съгласно уравнение (1) отговорът зависи от очакваните бъдещи капиталови приходи - $\{x_{i,t+j}\}$, и от дисконтовите нива (изискванията за доходност) - $\{m_{t+j}\}$. Дисконтовите нива трябва да отразяват времеви колебания в икономиката, както и рисковите премии. Понеже инвеститорите по принцип не желаят да поемат рискове, би трябвало те да изискват по-висока очаквана доходност за по-рискови активи. Ключово е разбирането, идващо още от портфолио модела на Марковиц (Markowitz, 1959), че инвеститорите изискват компенсация само за системния риск, т.е. за такъв, който не може да бъде премахнат чрез поддържането на диверсифицирано портфолио. Но кои са системните рискове, свързани с доходността на акциите, и до каква степен инвеститорите са компенсирани за тях от гледна точка на по-висока очаквана доходност? Същевременно доколко модата и инвеститорите влияят нерационално върху цените на акциите, както твърди Шилер (Shiller, 1984), и как би се отразило това на разликите в очакваната доходност на различните акции?

7.1. Ранни тестове на модела за оценка на капиталовите активи (CAPM)

CAPM е разработен от Шарп (Sharpe, 1964), Линтнер (Lintner, 1965) и Мосин (Mossin, 1966). Уилям Шарп получава Нобеловата награда за 1991 г. за приноса си в разработването на CAPM, който и досега остава един от основните модели за оценяване на активите, преподаван на студентите. Според статичния CAPM очакваната доходност R_i^* на даден финансов актив i се получава по следната формула:

$$R_i^* = R_f + \beta_i(R_m^* - R_f),$$

където R_f е свободната от риск възвръщаемост, R_m^* - очакваната доходност на пазарното портфолио (т.е. на портфолио, включващо всички активи в икономиката), а β_i - основната мярка на системния риск, който трябва да бъде компенсиран от по-високо ниво на доходност и е равен на ковариацията на актива i с пазарното портфолио („бетата“ на акцията). В средата на 60-те години този модел дава обещаващо обяснение на цените на активите, но не е тестван възникващо.

Доколко е добър CAPM за обясняване на моментното състояние на цените на активите? След разработването му в средата на 60-те години икономистите се заемат да тестват модела емпирично. Тестовите започват с регресии на времеви редове на доходност на акциите и доходност на индексите, за да се генерират прогнозни специфични за определена акция бета коефициенти - β'_i . Ако приемем, че пазарните очаквания са рационални, т.е. ако наблюдаваната доходност $R_{i,t}$ е равна на очакваната доходност плюс

стандартна грешка $\varepsilon_{i,t}$, CAPM може да бъде тестван на базата на следното уравнение:

$$R_{i,t} = \gamma_{0,t} + \gamma_{1,t} \cdot \beta'_i + \varepsilon_{i,t}.$$

Ако CAPM е верен, тогава $\gamma_{0,t} = R_f$ (свободната от риск доходност), а $E(\gamma_{1,t}) = R^*_m - R_f$, (оачваната доходност на пазара над свободната от риск доходност). Ранните тестове на Дъглас (Douglas, 1969), Блек и Сколс (Black and Scholes, 1973) и Блек, Йенсен и Сколс (Black, Jensen and Scholes, 1972) използват времеви редове от данни за акции, за да оценят β'_i като първа стъпка, и след това моментни данни, за да регресират доходността на бета като втора стъпка. По принцип резултатите показват позитивна връзка, както е на теория, но полученият коефициент предполага недостоверно висока стойност на безрисковата доходност. Освен това тези изследвания не вземат предвид силната моментна корелация между доходността на акциите, причинена от общите шокове, които засягат цели групи акции по едно и също време. А да не се отчита тази корелация, води до изкривяване на изводите. По принцип оценената стандартна грешка е по-малко изкривена.³⁷

Фама и Макбет (Fama and MacBeth, 1973) предлагат алтернативен подход при тестването на CAPM, който се превръща в стандартен за тестване на моментни модели за оценка на активите. Тяхното просто, но важно прозрение е, че липсата на предвидимост при постоянна очаквана доходност за определен период предполага липса на връзка между доходността на акциите с течение на времето, въпреки че е налице такава за даден конкретен момент. Въз основа на това Фама и Макбет представят двустепенен подход за разглеждане на проблема, свързан с моментната корелация.

В първата част се оценява поредица от моментни регресии (например месец по месец) на доходността на акциите по характеристиките, които трябва да определят очакваната доходност според дадения модел за оценка на активите. В случая с CAPM всеки моментен тест регресира доходността на акциите за дадена бета (която от своя страна се изчислява, като се използват данните например от последните 5 години). На втория етап се пресмята средната стойност на коефициентите от моментните регресии за времеви ред и се тества дали тези средни стойности се отклоняват значително от данните според теорията. Коефициентите от всяка моментна регресия могат да бъдат тълкувани като доходност на портфолио, претеглена през определени характеристики (тълкуването е развито от Фама през 1976 г. в част 9 от изследването му). Тази доходност би трябвало да не е серийно корелирана, ако действат хипотезите, че грешките в прогнозирането са непредвидими и че регресиите от първия етап включват всички приложими детерминанти на очакваната

³⁷ Например Блек, Йенсен и Сколс (1972) забелязват, че техните CAPM тестове дават „необяснимо високи стойности на t .”

доходност. Правилната стандартна грешка за теста може да бъде изчислена от вариациите на коефициентите на моментните регресии в рамките на времевия ред.

Използвайки методологията си, Фама и Макбет установяват, че бетите на CAPM обясняват разликите в очакваната доходност на различните акции. Те откриват обаче, че пресичането ($\gamma_{0,t}$) в регресията е по-голямо от свободната от риск доходност, което е несъвместимо с CAPM на Шарп-Линтнер-Мосин, но е съвместимо с версията на CAPM с нулева бета, въведена от Блек (Black, 1972).

Двустепенният подход на Фама и Макбет бързо получава широко приложение в емпиричните изследвания относно цените на активите както заради своята простота, така и заради устойчивостта си. Дори и при отхвърлянето на CAPM с по-късните тестове, описани по-нататък, процедурата Фама-Макбет все още е стандартен метод за тестване на мултифакторни моментни модели за оценка на цените на активите и се използва в хиляди изследвания.³⁸

7.2. Аномалии на CAPM

Въпреки че ранните тестове на CAPM изглеждат обещаващи, към края на 70-те години емпиричните проучвания поставят модела под сериозен въпрос.³⁹

Първо, в своя значима статия Рол (Roll, 1977) критикува тестовете на CAPM и показва, че всеки валиден CAPM тест предполага пълно познаване на пазарното портфолио. Според теорията на модела пазарното портфолио съдържа всеки отделен актив в икономиката, в т.ч. човешкия капитал, поради което е необхватно по своята природа. Затова използването като заместител на индекс на фондовия пазар, както е правено в предходните тестове, води до изкривени и подвеждащи резултати.⁴⁰

Второ, множество изследвания тестват детерминантите на моментните разлики в доходността посредством методологии, разработени при по-ранни тестове. Това води до откриването на определени „аномалии“ на CAPM, при които специфичните за акцията характеристики изглеждат свързани с разликите в доходността. Често се установява, че за различните версии на (противоположните) „машабиращи цени на акциите“ като коефициента печалба-цена - E/P (Basu, 1977, 1983) съотношението отчетна-пазарна цена, т.е. отчетната стойност на акцията, разделена на пазарната ѝ стойност (Statman, 1980; Rosenberg, Reid and Landstein, 1985), и коефициента дълг-собствен капитал (Bhandari, 1988), са

³⁸ Иконометричен въпрос, на който оригиналното изследване на Фама и Макбет не обръща изрично внимание, е, че бетите, използвани във втория етап, страдат от грешки в изчисленията, допуснати в първия етап. Шанкен (Shanken, 1992) и Яганатан и Уанг (Jagannathan and Wang, 1998) обръщат внимание на това и получават точни асимптомни стандартни грешки.

³⁹ Фама (1991) прави пълен преглед на тези изследвания.

⁴⁰ По-късно Гибънс, Рос и Шенкен (Gibbons, Ross and Shanken, 1989) разработват тест на CAPM, който отговаря на критиките на Рол. Използвайки идеята, че CAPM предполага пазарното портфолио да е ефективно като средна вариация, те създават тест за предварителна ефективност на средната вариация на определено портфолио.

позитивно свързани с очакваната доходност, дори и след прилагане на контролирана бета на CAPM.

ДеБонд и Талер (DeBondt and Thaler, 1985) доказват, че акции, които имат по-висока от реалната си стойност в дългосрочен план – най-малко от 3 до 5 години, обикновено са с по-ниска от реалната си стойност през следващите периоди (и обратното). И накрая, акциите на компании с по-малка пазарна стойност на собствения капитал обикновено имат по-висока очаквана доходност (Banz, 1981) от такива на по-големи фирми – т.нар. ефект на размера.⁴¹ За да станат нещата още по-лоши за CAPM, няколко изследвания показват, че неговата бета не е особено успешна при обясняване на доходността при разширяване на периода на извадката спрямо тази в по-ранните тестове (Reinganum, 1981; Lakonishok and Shapiro, 1986), или когато се наблюдават други макроикономически фактори (Chen, Roll and Ross, 1986).⁴²

Повечето от тези резултати са включени в често цитираната статия на Фама и Френч (Fama and French, 1992), в която убедително е доказано, че бетата на CAPM практически няма обяснителна сила, ако се вземат предвид съотношението отчетна-пазарна цена и размерът.⁴³

7.3. Трифакторният модел Фама-Френч

Разгледаните изследвания са синтезирани в трифакторния модел на Фама и Френч (1993). Надграждайки над отхвърлянето на простата версия на CAPM от тяхната по-ранна статия (1992), те представят модел, който добавя два нови фактора към CAPM, и предлагат методология за въвеждането и тестването на подобни фактори, стъпвайки на основата на изследването на Фама и Макбет (Fama and Macbeth, 1973). Двата фактора – „малка минус голяма“ пазарна стойност (small-minus-big - SMB) и „високо минус ниско“ съотношение отчетна-пазарна цена (high-minus-low - HLM), се базират на портфолия от акции, подредени по две характеристики, за които е установено, че корелират с очакваната доходност, размера и отчетната спрямо пазарната цена. Всеки фактор е еквивалентен на портфолио с нулеви разходи, което заема висока позиция при акции с ниско съотношение отчетна-пазарна цена (с малък

⁴¹ В някои статии е отбелязана сезонност при доходността на акциите, особено т.нар. януарски ефект, показващ, че акциите се представят по-добре на пазара през януари (Rozeff and Kinney, 1976). Кайм (Keim, 1983) доказва, че това по-същество е ефект на малките фирми и обеми.

⁴² Като алтернатива на стандартния CAPM ССАММ предвижда, че ковариацията на доходността на акциите със съвкупното потребление – „бета потреблението“, трябва да е свързано с разликите между очакваната доходност на различните активи. И ССАММ тестовете обаче не се представят по-добре при обясняване на аномалиите, а бета потреблението винаги е описвано като доминирано от стандартната бета на CAPM (Mankiw and Shapiro, 1986; Breeden, Gibbons and Litzenberger, 1989).

⁴³ Фактът, че бетата на фондовия пазар не е свързана с моментната очаквана доходност е особено важен, защото факторът на фондовия пазар обяснява значителното разминаване във времевите редове за отделните акции. Отчасти поради тази важност за времевите редове бетата на фондовия пазар обикновено се включва в мултифакторните модели въпреки слабата ѝ обяснителна сила при моментните проучвания.

размер). Това е финансирано с къса позиция на акции с такова съотношение (с голям обем). Фама и Френч доказват, че факторите SMB и HLM дават обяснение не само на разликите в очакваната доходност на различните акции, а и на значителното разминаване при времевите редове, т.е. че акции с подобна експозиция спрямо тези фактори се движат заедно. Оттук според тях SMB и HLM са фактори за оценка на риска и трифакторният модел трябва да се разглежда като мултифакторен в смисъла на Мертън (Merton, 1973) и Рос (Ross, 1976).⁴⁴

През следващите години Фама и Френч разширяват своите изследвания. Например в една от статиите си (Fama and French, 1996) те установяват, че трифакторният модел обхваща и разликата в доходността при други аномалии, вкл. Е/Р-реверсията на левъридж и доходност на ДеБонд и Талер (DeBondt and Thaler 1985). Те доказват също, че конкретно HLM може да се ползва за обяснение на доходността на международните акции (Fama and French, 1998) и е налице в по-ранни данни за САЩ от използваните в първичното им изследване (Davis, Fama and French, 2000).

7.4. Рационални и поведенчески обяснения за моментната доходност на акциите

От емпирична гледна точка подходът Фама-Френч създава ефективен начин за опростяване и уеднаквяване на множеството изследвания на моментната доходност на акциите и затова методът им е широко използван както като референтен модел при научни изследвания, така и като практическо ръководство за професионалните инвеститори.⁴⁵ Слабостта на трифакторния модел е в това, че той е основно емпиричен модел за описване на доходността на акциите, но не изяснява въпроса за икономическите причини, обосноваващи факта, че тези фактори имат ненулеви цени.

Както показва Бал (Ball, 1978), характеристиките от типа на съотношението отчетна-пазарна цена и размера са по същество противоположност на мащабираната цена на акциите. По този начин те могат да бъдат разглеждани като заместители на стохастичния фактор на търсенето на акции, което се вижда от простото отношение на настоящата цена. Освен това, когато се добавят към който и да е модел за оценка на цените на активите, променливите на мащабираните цени трябва да бъдат свързани с очакваната доходност.⁴⁶

⁴⁴ Освен това Фама и Френч (1993) показват, че други два фактора, свързани с падежите и дефолт-риска, обхващат повечето вариации във времевите редове и моментното състояние по отношение на доходността на облигациите, както и че доходността на акциите и на облигациите са свързани от общите вариации на техните фактори.

⁴⁵ По-късно Кархарт (Carhart, 1997) предлага добавянето на инерцията като четвърти фактор, който в днешни дни често се включва в модела за сравнение Фама-Френч.

⁴⁶ Вж. също Berk, 1995.

В първото си изследване Фама и Френч разработват рационална мулти-факторна интерпретация на своите резултати, посочвайки че HML и SBM обхващат фундаменталните рискови фактори, за които инвеститорите търсят компенсация. В подкрепа на това твърдение в разработка от 1995 г. те показват, че високото съотношение отчетна-пазарна цена може да се използва за предвиждането на по-ниски приходи. Според тях поради тази причина допълнителната доходност на HML трябва да се тълкува като компенсация за дистрес-риска.

Други изследователи разглеждат важноста на HLM и SMB от гледна точка на това, че те отразяват ефектите на неправилно пазарно ценообразуване и нерационалност на инвеститорите, зададени от Шилер (Shiller, 1984). Според Лаконишок, Шлайфер и Вишни (Lakonishok, Shleifer and Vishny, 1994) допълнителната доходност на акциите с високо съотношение отчетна-пазарна стойност (т.нар. ценни акции) се дължи на факта, че те са недооценени от инвеститорите, докато акциите с ниско съотношение отчетна-пазарна стойност са надценени „бляскави“ акции, които впоследствие не се представят добре на пазара.

Въпреки че ефектите на размера и съотношението отчетна-пазарна цена могат да са съвместими с модели, свързани с неправилно ценообразуване и психологическа предубеденост от страна на инвеститорите, някои нови изследвания установяват, че е налице значително сходство в движението на цените на акции с подобни съотношения отчетна-пазарна цена, т.е. ценни акции (с ниско съотношение) срещу акции на растежа (с високо съотношение) (вж. например Campbell and Vuolteenaho, 2004). Доказва се също, че ценните акции имат сходно движение със „стратегии за стойността“ при други видове активи, например фиксираният доход и валути (вж. Asness et al., 2013), което е в съответствие с отдаването на по-високата допълнителна доходност на ценните акции на даден общ рисков фактор.⁴⁷ Кембъл и Вултенахо (Campbell and Vuolteenaho, 2004), Кембъл, Полк и Вултенахо (Campbell, Polk, and Vuolteenaho, 2009) и Кембъл и др. (Campbell et al., 2012) смятат, че ефектът на съотношението отчетна-пазарна цена може да бъде обяснен с помощта на времеви CAPM модел, какъвто е този на Мертон (Merton, 1973), в който инвеститорите се интересуват повече от постоянните причинени от капиталовите потоци движения, отколкото от временните причинени от дисконтовите проценти движения на съвкупния фондов пазар. В модела им изискваната доходност на дадена акция се определя не от цялостната ѝ бета спрямо пазара, а от две отделни бети – едната с постоянни шокове в капиталовите движения на пазара (към които са почувствителни ценните акции с високо съотношение отчетна-пазарна цена), а другата – с временни шокове в пазарните дисконтови проценти (към които са почувствителни акциите на растежа с ниско съотношение отчетна-пазарна цена). В

⁴⁷ Въпреки че Кембъл и Вултенахо (2004) установяват подобно съвместно движение по отношение на размера, допълнителната доходност е много по-малка и дори изчезва в по-новите данни.

изследването на Кембъл и др. (2012) е установено, че същото твърдение може да обясни голяма част от моментната доходност и за други активи, например индекс-опциите върху собствения капитал и корпоративните облигации.

По-сериозно предизвикателство към информационната ефективност е откритата от Джегадиш и Титман (Jegadeesh and Titman, 1993) „инерция“ в цените на акциите.⁴⁸ Те констатира, че инвестиционна стратегия, при която се купуват представящи се добре акции и се продават представящи се зле в предходните 3 до 10 месеца, генерира значителна допълнителна доходност през следващата година. Фактът, че „печелившите акции продължават да печелят, а губещите – да губят“, е съвместим със случай, в който приложимата информация се разпространява бавно върху цените. Такава ситуация обаче трудно може да се обясни с промени в риска, при положение че става въпрос за сравнително краткосрочен период. Освен това за разлика от много от другите аномалии инерцията не е обхваната от трифакторния модел Фама-Френч.

На базата на тези открития в редица статии в областта на поведенческите финанси се създават теории, основани на психологията на инвеститорите. Целта е да се обяснят ефектите както на съотношението отчетна-пазарна цена, така и на инерцията, т.е. на основата на недостатъчно силната реакция на инвеститорите спрямо новините в краткосрочен план (водеща до инерцията) и прекомерната им реакция в дългосрочен план (водеща до обрати или до ефекти, свързани със съотношението отчетна-пазарна цена). Примери за това има в множество изследвания (Daniel, Hirshleifer and Subrahmanyam, 1998; Barberis, Shleifer and Vishny, 1998; Hong and Stein, 1999). Същевременно в съответствие с ограниченията на арбитража инерцията е особено ясно изразена при по-малки, по-ликвидни акции, а стратегиите, свързани с нея, съдържат значителен риск поради високата корелация вътре в индустриите (Moskowitz and Grinblatt, 1999).

Друго направление в литературата запазва стандартното допускане за рационалните инвеститори със стандартни предпочитания, но включва и търканията на финансовите пазари, за да бъдат обяснени разликите в оценяването на активите. Една група изследвания въвежда сегментирането на пазара, което предполага ограничено споделяне на риска сред инвеститорите. Това от своя страна води до намаляващи криви на търсенето в краткосрочен план и средна реверсия поради бавното движение на капитала сред пазарите (Duffie, 2010). Други статии са концентрирани върху търканията, породени от финансови посредници, които са ограничени поради нормативни и/или институционални проблеми при търговията с финансови активи. Такива търкания могат да доведат до продажби на активи „на пожар“, когато капиталът или ликвидността на посредниците намалее драстично (Brunnermeier and

⁴⁸ По думите на Юджийн Фама: „От всички потенциални недостатъци на пазарната ефективност инерцията е основният“ (Fama and Litterman, 2012).

Pedersen, 2009; Coval and Stafford, 2007). И накрая, някои изследвания се фокусират върху ликвидността и нейното влияние върху цената на активите. В тези модели инвеститорите изискват допълнителна рискова премия за това, че държат неликвидни активи, които не могат да бъдат продадени лесно, когато инвеститорите имат нужда от ликвидност, т.е. за потребление (Amihud and Mendelson, 1986; Pastor and Stambaugh, 2003; Acharya and Pedersen, 2005). Моделите, основани на финансовите търкания и ликвидността, демонстрират своята обяснителна сила по време на сегашната финансова криза (Brunnermeier, 2009).

8. Влияние върху пазарните практики

Оценката на активите е една от областите в икономиката, в които научните изследвания имат най-голямо влияние върху ненаучната практика. Дори и когато няма широк консенсус относно тълкуването на някои от резултатите, изследванията, започнати от Фама, Шилер и Хансен, водят до набор от най-обща емпирични констатации, които имат важно практическо приложение:

1. В краткосрочен план предвидимостта на доходността на акциите е много ограничена, което е логично от гледна точка на факта, че борсовите цени бързо отразяват новата публична информация за бъдещите парични потоци. Краткосрочната предвидимост е твърде ниска, за да могат да се извлекат печалби от нея поради транзакционните разходи.

2. В дългосрочен план е налице икономически значима предвидимост на доходността на акциите, която показва разлики в очакваните приходи и дисконтовите проценти. По-точно очакваните приходи в „добри“ времена (в пика на бизнес-цикъла, когато индикаторите за относителна стойност като коефициента цена-дивиденди са високи) са по-малки от очакваните в „лоши“ времена.

3. При моментното изследване на акции определени фактори като съотношението отчетна-пазарна цена позволяват прогнозирането на разлики в очакваната доходност. Акции с подобни експозиции спрямо тези фактори се движат заедно, загатвайки, че по-голяма възвръщаемост се получава при по-висок риск.

Ранните констатации за липсата на краткосрочна предвидимост на борсовите цени имат съществено практическо значение. Едно от заключенията е, че за инвеститорите, управляващи активи, би трябвало да е изключително трудно да генерират допълнителни приходи при регулиран риск. В едно от първите изследвания по въпроса Йенсен (Jensen, 1968) оценява представянето на взаимните фондове и открива, че повечето от тях не генерират допълнителни приходи при регулиран риск. Последващите изследвания на взаимните фондове не успяват да открият положителна допълнителна доходност след облагане (а често установяват отрицателна такава). Неотдавна Фама и Френч (2010) забелязват, че само извънредните части на активно управляваните взаимни фондове генерират значителна (съответно позитивна и негативна) допълнителна доходност преди облагане при регулиран риск, както и че съвкупното портфолио

на активните взаимни фондове всъщност е близко до пазарното портфолио. Това означава, че секторът носи отрицателна допълнителна доходност на инвеститорите.

Вдъхновени от изследванията на Фама, Йенсен и др., в началото на 70-те години започват да се формират т.нар. индекс-фондове.⁴⁹ Днес за множество индекси и видове активи са създадени пасивно управлявани фондове, включващи размера и съотношението отчетна-пазарна цена като индекс-фондове и борсово търгувани фондове (Exchange Traded Funds - ETF). През 2012 г. тези фондове управляват над 3.6 млрд. USD (в САЩ), като в тях са концентрирани 41% от световните парични потоци във взаимни фондове.

Изследванията по въпросите на пазарната предвидимост и моментните разлики в доходността по отношение на финансовите активи също оказват силно влияние върху практиката и допринасят за развитието на „количественото инвестиционно управление“, при което инвеститорите използват количествени фактори и статистическо моделиране при вземането на инвестиционни решения. Много професионални инвеститори например прилагат мултифакторни модели от типа на модела Фама-Френч при вземането на решенията си относно портфолиата, а дългосрочните институционални инвеститори често използват променливи, за които е доказано, че предвиждат средносрочна доходност на фондовите пазари, за да регулират частта от капитала си, свързана с облигациите в своите портфолиа.

Академичните изследвания относно детерминантите на моментната доходност имат съществено влияние и върху практиката на измерване на качеството на портфолиата. Ако един портфолио мениджър може да постигне по-голяма доходност от портфолиото си просто инвестирайки в активи с по-висок риск, той трябва да бъде оценяван на базата на доходност с регулиран риск. Йенсен (Jensen, 1968) въвежда мярка за качество на портфолиото при регулиран риск, т.нар. алфа на Йенсен, която по същество е пресичането на регресията на допълнителната доходност и рисковите фактори от типа на трите фактора на Фама-Френч.⁵⁰

Тъй като даден инвеститор може да постигне по-голяма доходност чрез инвестиране в активи с по-високи стойности на факторите на Фама-Френч, инвеститорите, управляващи портфолиа, трябва да бъдат възнаградени само за свързаното с тези фактори движение, т.е. за алфа. Алфа се превръща в стандартен инструмент за оценка на портфолио мениджърите и взаимните фондове (използвани например от Морнингстар). Освен това след изследванията на Фама и Френч стандартна практика става движението да се оценява спрямо

⁴⁹ Първият индекс-фонд в света е създаден от американската банка Уелс Фарго през 1971 г. и е управляван от името на корпорация „Самсонайт“ („The Samsonite Luggage Fund“). Няколко години след това, през 1975 г. Вангард стартира първия индекс-фонд, насочен към инвеститори на дребно (вж. Bernstein, 2005).

⁵⁰ В оригиналното си изследване Йенсен измерва съотношението на алфа към „пазарния модел“, т.е. към контролираната бета на CAPM.

индикаторите „размер“ и „стойност“, а не просто да се следи общата пазарна доходност.

Констатациите от емпиричните изследвания на цените на активите имат практическо приложение и извън управлението на инвестиции. Методологията за събитийен анализ на Фама, Фишер, Йенсен и Рол (Fama, Fisher, Jensen and Roll, 1969) става важен инструмент в правната практика за оценка на щетите при съдебни спорове, например в казуси, свързани с осигурителни измами (Mitchell and Netter, 1994). Събитийните анализи се използват и от органите за защита на конкуренцията при оценка на конкурентния ефект на сливанията чрез проучване на реакцията на цените на акциите спрямо дадено сливане на други фирми от един и същи бранш (например Beverley, 2007).

Друга област на практическо приложение е измерването на доходността на активите и ценовите индекси. Наборът от данни на Центъра за изследване на цените на ценните книжа, разработен в Университета в Чикаго, е първата подробна база данни за фондовия пазар. Тя има огромно значение не само за научните изследвания, но и за количествените инвестиционни стратегии, използвани в производството.

Освен за цените на акциите Кейс и Шилер (Case and Shiller, 1987) създават първите систематизирани висококачествени индекси за цените на жилищата в САЩ. S&P Case-Shiller сега е стандартният ценови индекс за недвижими имоти в страната, широко използван от практики и политици. Интересът на Шилер към конструирането на индекси е породен от идеята, че колебанията в цените на жилищата са голям риск за много домакинства. В книгата си от 1991 г. „Макро-пазари“ той подчертава факта, че срещу големите рискове за обществото като тези, свързани с цените на жилищата, няма застраховка въпреки важността им. Шилер смята, че развиващите се пазари за деривативни договори на базата на ценови индекси ще помогнат да домакинствата да възпрепятстват подобни рискове, давайки им възможност да спекулират срещу надценен пазар на жилищата. Шилер въвежда тези идеи и в практиката и помага за създаването на пазар за установени в брой фючърси за цени на жилищата на Чикагската стокова борса, основаващ се на индексите S&P Case-Shiller.

9. Заключение

Юджийн Фама, Ларс Петер Хансен и Робърт Шилер разработват емпирични методи, като ги използват, за да достигнат до важни и трайни идеи за определянето на цените на активите. Техните методи оформят последвалите проучвания в тази област, а констатациите им са с голямо значение както от академична, така и от практическа гледна точка. Изследванията, последвали приносите на лауреатите, са ключов пример за високопродуктивната връзка между теоретична и емпирична работа.

Цените на активите са много трудно предвидими в краткосрочен аспект, но следват определени тенденции в дългосрочен план, които биха могли да бъдат прогнозирани. Детерминантите на възвръщаемостта на различните активи

са по-ясно определени. Показани са нови фактори – по-специално съотношенията отчетна-пазарна стойност и цена-приходи, които разширяват значително разбирането на възвръщаемостта, основано на стандартния CAPM. Надграждайки над тези констатации, последвалите изследвания проучват зависимостта на цените на активите от риска и нагласите към него, както и от определени поведенчески фактори.

Използвана литература:

- Abel, A. B.* 1990. Asset pricing under habit formation and catching up with the Joneses. - *American Economic Review* 80, 38-42.
- Abreu, D. and M. Brunnermeier.* 2002. Synchronization risk and delayed arbitrage. - *Journal of Financial Economics* 66(2-3), 341-360.
- Abreu, D. and M. Brunnermeier.* 2003. Bubbles and crashes. - *Econometrica* 71(1), 173-204.
- Acharya, V. and L. H. Pedersen.* 2005. Asset pricing with liquidity risk. - *Journal of Financial Economics* 77, 375-410.
- Akerlof, G. and R. Shiller.* 2010. *Animal Spirits: How Human Psychology Drives the Economy, and Why It Matters for Global Capitalism*. Princeton University Press.
- Alexander, S.S.* 1961. Price movements in speculative markets: Trends or random walks. - *Industrial Management Review* 2, 7-26.
- Alexander, S.S.* 1964. Price movements in speculative markets: Trends or random walks. N 2. - In: Cootner, P. (ed.). *The random character of stock prices*. Cambridge: M.I.T.
- Amihud, Y. and H. Mendelson.* 1986. Asset pricing and the bid-ask spread. - *Journal of Financial Economics* 17, 223-249.
- Arellano, M., and S. Bond.* 1991. Some tests of specification for panel data: Monte Carlo evidence and an application to employment equations. - *Review of Economic Studies* 58, 277-298.
- Asness, C.S., T.J. Moskowitz, and L.H. Pedersen.* 2013. Value and momentum everywhere. - *Journal of Finance* 68, 929-985.
- Asquith P. and D.W. Mullins.* 1986. Signalling with dividends, stock repurchases, and equity issues. - *Financial Management*, Autumn, 27-44.
- Bachelier, L.* 1900. *Théorie de la Speculation*, Paris.
- Baker, M. and J. Wurgler.* 2007. Investor sentiment in the stock market. - *Journal of Economic Perspectives*, 21(2), 129-151.
- Ball, R.* 1978. Anomalies in relationships between securities' yields and yield-surrogates. - *Journal of Financial Economics*, 6, 103-126.
- Ball, R. and P. Brown.* 1968. An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers. - *Journal of Accounting Research*, 6, 159-178.
- Bansal, R. and A. Yaron.* 2004. Risks for the long run: A potential resolution of asset pricing puzzles. - *Journal of Finance*, 59(4), 1481-1509.
- Banz, R.W.* 1981. The relationship between return and market value of common stocks. - *Journal of Financial Economics*, 9, 3-13.
- Barberis, N., M. Huang, and J. Santos.* 2001. Prospect theory and asset prices. - *Quarterly Journal of Economics*, 116, 1-53.
- Barberis, N., A. Shleifer, and R. Vishny.* 1998. A model of investor sentiment - *Journal of Financial Economics*, 49, 307-343.

Нобелова награда за постижения в областта на икономическите науки за 2013 г.

- Barberis, N. and R. Thaler.* 2003. A survey of behavioral finance. - In: Constantinides, G.M., M. Harris, and R.M. Stulz (ed.). Handbook of the Economics of Finance, Vol. 1, ch. 18. Elsevier, 1053-1128.
- Basu, S.* 1977. Investment performance of common stocks in relation to their price-earnings ratios: A test of the efficient markets hypothesis - Journal of Finance, 32, 663-682.
- Basu, S.* 1983. The relationship between earnings yield, market value, and return for NYSE common stocks: Further evidence. - Journal of Financial Economics, 12, 129-156.
- Benartzi, S. and R.H. Thaler.* 1995. Myopic loss aversion and the equity premium puzzle - Quarterly Journal of Economics, 110(1), 73-92.
- Berk, J. B.* 1995. A critique of size-related anomalies. - Review of Financial Studies, 8, 2, 275-286.
- Bernstein, P.L.* 2005. Capital ideas: The improbable origins of modern Wall Street. John Wiley and Sons.
- Beverley, L.* 2007. Stock market event studies and competition commission inquiries, Mimeo. U.K. Competition Commission.
- Bhandari, L. C.* 1988. Debt/Equity ratio and expected common stock returns: empirical evidence. - Journal of Finance, 43, 507-528.
- Black, F.* 1972. Capital market equilibrium with restricted borrowing. - Journal of Business, 45, 444-455.
- Black F., M.C. Jensen, and M. Scholes.* 1972. The capital asset pricing model: Some empirical tests. - In: M. Jensen. (ed.). Studies in the theory of capital markets. Praeger.
- Black, F. and M. Scholes.* 1973. The pricing of options and corporate liabilities. - Journal of Political Economy, 81, 637-654.
- Blundell, R. W. and S. Bond.* 1998. Initial conditions and moment restrictions in dynamic panel data models. - Journal of Econometrics, 87, 115-143.
- Breeden, D. T.* 1979. An intertemporal asset pricing model with stochastic consumption and investment opportunities. - Journal of Financial Economics, 7, 265-296.
- Breeden, D. T., M. R. Gibbons, and R.H. Litzenberger.* 1989. Empirical tests of the consumption-oriented CAPM. - Journal of Finance, 44, 231-262.
- Brunnermeier, M.* 2009. Deciphering the liquidity and credit crunch of 2007-2008. - Journal of Economic Perspectives, 23(1), 77-100.
- Brunnermeier, M. and S. Nagel.* 2004. Hedge funds and the technology bubble. - Journal of Finance, 59, 2013-2040.
- Brunnermeier, M., and L. H. Pedersen.* 2009. Market liquidity and funding liquidity. - Review of Financial Studies 22(6), 2201-2238.
- Cagetti, M., L. P. Hansen, T. J. Sargent, and N. Williams.* 2002. Robustness and pricing with uncertain growth. - Review of Financial Studies, 15(2), 363-404.
- Campbell, J. Y.* 1987. Stock returns and the term structure. - Journal of Financial Economics, 18(2), 373-399.
- Campbell, J. Y.* 1993. Intertemporal asset pricing without consumption data. - American Economic Review, 83(3), 487-512.
- Campbell, J. Y and J. H. Cochrane.* 1999. By force of habit: a consumption-based explanation of aggregate stock market behavior. - Journal of Political Economy, 107, 205-251.
- Campbell, J. Y., C. Polk, and T. Vuolteenaho.* 2009. Growth or glamour: Fundamentals and systematic risk in stock returns. - Review of Financial Studies, 23(1), 305-344.

- Campbell, J. Y., S. Giglio, C. Polk, and R. Turley.* 2012. An intertemporal CAPM with stochastic volatility. NBER Working Paper 18 411.
- Campbell, J. Y. and R. J. Shiller.* 1987. Cointegration and tests of present value models. - *Journal of Political Economy*, 95, 1062-1088.
- Campbell, J. Y. and R. J. Shiller.* 1988a. The dividend-price ratio and expectations of future dividends and discount factors. - *Review of Financial Studies*, 1, 195-227
- Campbell, J. Y. and R. J. Shiller.* 1988b. Stock prices, earnings, and expected dividends. - *Journal of Finance*, 43, 661-676.
- Campbell, J. Y. and R. J. Shiller.* 1991. Yield spreads and interest rate movements: A bird's eye view, *Review of Economic Studies* 58, 495-514.
- Campbell, J. Y. and T. Vuolteenaho.* 2004. Bad beta, good beta. - *American Economic Review*, 94(5), 1249-1275.
- Carhart, M. M.* 1997. On persistence of mutual fund performance. - *Journal of Finance*, 52(1), 57-82.
- Case, K. E. and R. J. Shiller.* 1987. Prices of single family homes since 1970: New indexes for four cities. - *New England Economic Review*, September/October, 45-56.
- Case, K. E. and R. J. Shiller.* 1989. The efficiency of the market for single-family homes. - *American Economic Review*, 79(1), 125-137.
- Case, K. E. and R. J. Shiller.* 2003. Is there a bubble in the housing market? *Brookings Papers on Economic Activity*.
- Chen, H., R. Roll, and S.A. Ross.* 1986. Economic forces and the stock market. - *Journal of Business*, 56, 383-403.
- Cochrane, J. H.* 2001. *Asset Pricing*. Princeton University Press.
- Cochrane, J. H.* 2007. The dog that did not bark: a defense of return predictability. - *Review of Financial Studies*, 21, 1533-1575.
- Cochrane, J. H.* 2011. Presidential address: Discount rates. - *Journal of Finance*, 66(4), 1047-1108.
- Conrad, J. and G. Kaul.* 1988. An anatomy of trading strategies. - *Review of Financial Studies*, 11, 489-519.
- Constantinides, G. M.* 1990. Habit formation: A resolution of the equity premium puzzle. - *Journal of Political Economy*, 98, 519-543.
- Constantinides, G. M., and D. Duffie.* 1996. Asset pricing with heterogeneous consumers. - *Journal of Political Economy*, 104, 219-240.
- Cootner, P.* 1962. Stock prices: Random vs. systematic changes, *Industrial Management Review* 3, 24-45.
- Cootner, P.* 1964. *The Random Character of Stock Prices*. Cambridge: M.I.T.
- Coval, J. and E. Stafford.* 2007. Asset fire sales. and purchases in equity markets. - *Journal of Financial Economics*, 86, 479-512.
- Cowles, A.* 1933. Can stock market forecasters forecast? – *Econometrica*, 1, 309-324.
- Daniel, K., D. Hirshleifer, and A. Subrahmanyam.* 1998. Investor psychology and security market under- and over-reactions. - *Journal of Finance*, 53(6), 1839-1884.
- Dann, L. V.* 1981. Common stock repurchases: An analysis of returns to bondholders and stockholders. - *Journal of Financial Economics*, 9, 113-138.
- Davis, J. L, E. F. Fama, and K. R. French.* 2000. Characteristics, covariances, and expected returns: 1928-1997. - *Journal of Finance*, 55, 389-406.
- Deaton, A.* 1992. *Understanding Consumption*. Princeton University Press.

Нобелова награда за постижения в областта на икономическите науки за 2013 г.

DeBondt, W. F. M. and R. Thaler. 1985. Does the stock market overreact? - Journal of Finance, 40, 793-805.

DeLong, B., A. Shleifer, L. Summers, and R. Waldmann. 1990a. Noise trader risk in financial markets. - Journal of Political Economy, 98, 703-738.

DeLong, B., A. Shleifer, L. Summers, and R. Waldmann. 1990b. Positive feedback investment strategies and destabilizing rational speculation. - Journal of Finance, 45, 375-395.

Dolley, J. C. 1933. Characteristics and procedure of common stock split-ups. - Harvard Business Review, 11, 316-326.

Douglas, G. W. 1969. Risk in equity markets: an empirical appraisal of market efficiency. Yale Economic Essays.

Duffie, D. 2010. Asset price dynamics with slow-moving capital. - Journal of Finance, 65, 1237-1267.

Eichenbaum, M. S. and L. P. Hansen. 1990. Estimating models with intertemporal substitution using aggregate time-series data. - Journal of Business and Economic Statistics, 8(1), 53-69.

Eichenbaum, M. S., L. P. Hansen, and K. J. Singleton. 1988. A time-series analysis of representative agent models of consumption and leisure choice under uncertainty. - Quarterly Journal of Economics, 103(1), 51-78.

Engle, R. F. and C. W. J. Granger. 1987. Co-integration and error correction: Representation, estimation, and testing. - Econometrica, 55, 251-276.

Epstein, L. G. and M. Schneider. 2008. Ambiguity, information quality, and asset pricing. - Journal of Finance, 63, 197-228.

Epstein, L. G. and T. Wang. 1994. Intertemporal asset pricing under Knightian uncertainty. - Econometrica, 62, 283-322.

Epstein, L. G., and S. E. Zin. 1989. Substitution, risk aversion, and the temporal behavior of consumption and asset returns: A theoretical framework. - Econometrica, 57(4), 937-969.

Fama, E. F. 1963. Mandelbrot and the stable Paretian hypothesis. - Journal of Business, 36(4), 420-429.

Fama, E. F. 1965. The behavior of stock market prices. - Journal of Business, 38, 34-105.

Fama, E. F. 1970. Efficient capital markets: a review of theory and empirical work. - Journal of Finance, 25, 383-417.

Fama, E. F. 1976. Foundations of Finance: Portfolio Decisions and Securities Prices. New York: Basic Books.

Fama, E. F. 1984. Forward and spot exchange rates. - Journal of Monetary Economics, 14, 319-338.

Fama, E. F. 1991. Efficient capital markets II. - Journal of Finance, 46, 1575-1618.

Fama, E. F. 1998. Market efficiency, long-term returns, and behavioral finance. - Journal of Financial Economics, 49, 283-306.

Fama, E. F. and R. R. Bliss. 1987. The information in long-maturity forward rates. - American Economic Review, 77, 680-692.

Fama, E. F. and M. E. Blume. 1966. Filter rules and stock market trading. - Journal of Business, 39:II, 226-241.

Fama, E. F., L. Fisher, M. Jensen and R. Roll. 1969. The adjustment of stock prices to new information. - International Economic Review, 10, 1-21.

- Fama, E. F. and K. R. French.* 1988a. Dividend yields and expected stock returns. - Journal of Financial Economics, 22, 3-26.
- Fama, E.F. and K.R. French.* 1988b. Permanent and temporary components of stock prices. - Journal of Political Economy, 96, 246-273.
- Fama, E. F. and K. R. French.* 1989. Business conditions and expected returns on stocks and bonds. - Journal of Financial Economics, 25, 23-50.
- Fama, E. F. and K. R. French.* 1992. The cross-section of expected stock returns. - Journal of Finance, 47, 427-466.
- Fama, E. F. and K. R. French.* 1993. Common risk factors in the returns on stocks and bonds. - Journal of Financial Economics, 33, 3-56.
- Fama, E. F. and K. R. French.* 1995. Size and book-to-market factors in earnings and returns. - Journal of Finance, 50, 131-156.
- Fama, E. F. and K. R. French.* 1996. Multifactor explanations for asset pricing anomalies, Journal of Finance, 51(1), 55-84.
- Fama, E. F. and K. R. French.* 1998. Value versus growth: The international evidence. - Journal of Finance, 53(6), 1975-1999.
- Fama, E. F. and K. R. French.* 2010. Luck versus skill in the cross-section of mutual fund returns. - Journal of Finance, 65(5), 1915-1947.
- Fama, E. F., and R. Litterman.* 2012. An experienced view on markets and investing. - Financial Analysts Journal, 68(6), 1-5.
- Fama, E. F. and J. D. MacBeth.* 1973. Risk, return and equilibrium: empirical tests. - Journal of Political Economy, 81, 607-636.
- Fama, E. F. and G. W. Schwert.* 1977. Asset returns and inflation. - Journal of Financial Economics, 5, 115-146.
- French, K. R. and R. Roll.* 1986. Stock return variances: The arrival of information and the reaction of traders. - Journal of Financial Economics, 17, 5-26.
- Friedman, M.* 1953. The case for flexible exchange rates. - In: Essays in Positive Economics. Chicago University Press.
- Froot, K., and E. Dabora.* 1999. How are stock prices affected by the location of trade? - Journal of Financial Economics, 53, 189-216.
- Gibbons, M. R., S. A. Ross, and J. Shanken.* 1989. A test of the efficiency of a given portfolio. - Econometrica, 57(5), 1121-1152.
- Grossman, S. J. and R. J. Shiller.* 1981. The determinants of the variability of stock market prices. - American Economic Review, 71, 222-227.
- Grossman, S.J. and J.E. Stiglitz.* 1980. On the impossibility of informationally efficient markets. - American Economic Review, 70, 393-408.
- Hansen, B. E. and K. D. West.* 2002. Generalized method of moments and macroeconomics. - Journal of Business and Economic Statistics, 20(4), 460-469.
- Hansen, L. P.* 1982. Large sample properties of generalized method of moments estimators. - Econometrica, 50, 1029-1054.
- Hansen, L. P.* 1985. A method for calculating bounds on the asymptotic covariance matrices of generalized method of moments estimators. - Journal of Econometrics, 30, 203-238.
- Hansen, L. P., J. C. Heaton, and N. Li.* 2008. Consumption strikes back? Measuring long-run risk. - Journal of Political Economy, 116, 260-302.
- Hansen, L. P., J. C. Heaton, and M. Ogaki.* 1988. Efficiency bounds implied by multiperiod conditional moment restrictions. - Journal of the American Statistical Association, 83.

Нобелова награда за постижения в областта на икономическите науки за 2013 г.

Hansen, L. P., J. C. Heaton, and A. Yaron. 1996. Finite-sample properties of some alternative GMM estimators. - *Journal of Business & Economic Statistics*, 14.

Hansen, L. P. and J. A. Scheinkman. 1995. Back to the future: generating moment implications for continuous-time Markov processes. – *Econometrica*, 63, 767-804

Hansen, L. P. and R. J. Hodrick. 1980. Forward exchange rates as optimal predictors of future spot rates: an econometric analysis. - *Journal of Political Economy*, 88(5), 829-853.

Hansen, L. P. and R. Jagannathan. 1991. Implications of security market data for models of dynamic economies, *Journal of Political Economy* 99, 225-262.

Hansen, L. P. and R. Jagannathan. 1997. Assessing specification errors in stochastic discount factor models. - *Journal of Finance*, 52(2), 557-590.

Hansen, L. P., and S. F. Richard. 1987. The role of conditioning information in deducing testable restrictions implied by dynamic asset pricing models. – *Econometrica*, 55, 587- 613.

Hansen, L. P., and T. J. Sargent. 1980. Formulating and estimating dynamic linear rational expectation models. - *Journal of Economic Dynamics and Control*, 2, 7-46.

Hansen, L. P. and T. J. Sargent. 2001. Robust control and model uncertainty. - *American Economic Review*, 91(2), 60-66.

Hansen, L. P. and T. J. Sargent. 2008. Robustness. Princeton University Press.

Hansen, L. P. and K. J. Singleton. 1982. Generalized instrumental variable estimation of nonlinear rational expectations models. – *Econometrica*, 50(5), 1269-1286.

Hansen, L. P. and K. J. Singleton. 1983. Stochastic consumption, risk aversion, and the temporal behavior of asset prices. - *Journal of Political Economy*, 91(2), 249-265.

Hansen, L. P. and K. J. Singleton. 1984. Erratum: Generalized instrumental variable estimation of nonlinear rational expectations models. – *Econometrica*, 52(1), 267-268.

Harrison, J. M. and D. M. Kreps. 1978. Speculative investor behavior in a stock market with heterogeneous expectations. - *Quarterly Journal of Economics*, 92(2), 323-336.

Harrison, J. M. and D. M. Kreps. 1979. Martingales and arbitrage in multiperiod securities markets. - *Journal of Economic Theory*, 20, 381-408.

Heaton, J. and D. Lucas. 1992. The effects of incomplete insurance markets and trading costs in a consumption-based asset pricing model. - *Journal of Economic Dynamics and Control*, 16, 601-620.

Hong, H. and J. Stein. 1999. A unified theory of underreaction, momentum trading, and overreaction in asset markets. - *Journal of Finance*, 54(6), 2143-2184.

Huggett, M. 1993. The risk-free rate in heterogeneous-agent incomplete-insurance economies. - *Journal of Economic Dynamics and Control*, 17, 953-969.

Jagannathan, R., G. Skoulakis, and Z. Wang. 2002. Generalized method of moments: Applications in finance. - *Journal of Business and Economic Statistics*, 20(4), 470-481.

Jagannathan, R. and Z. Wang. 1998. An asymptotic theory for estimating beta-pricing models using cross-sectional regression. - *Journal of Finance*, 53(4), 1285-1309.

Jarrow, R.A. and M. Larsson. 2012. The meaning of market efficiency. - *Mathematical Finance*, 22(1), 1-30.

Jegadeesh, N. and S. Titman. 1993. Returns to buying winners and selling losers: Implications for stock market efficiency. - *Journal of Finance*, 48(1), 65-91.

Jensen, M. C. 1968. The performance of mutual funds in the period 1945-1964. - *Journal of Finance*, 23(2), 389-416.

- Kahneman, D. and A. Tversky.* 1979. Prospect theory: an analysis of decision under risk. – *Econometrica*, 47, 263-292.
- Kahneman, D. and A. Tversky.* 1984. Choices values and frames. – *American Psychologist*, 39, 341-350.
- Keim, D. B.* 1983. Size-related anomalies and stock return seasonality, *Journal of Financial Economics* 12, 13-32.
- Keim, D. B. and R. F. Stambaugh.* 1986. Predicting returns in the stock and bond markets. – *Journal of Financial Economics*, 17, 357-390.
- Kendall, M. G.* 1953. The analysis of economic time series, Part I: Prices. – *Journal of the Royal Statistical Society*, 96, 11-25.
- Kleidon, A. W.* 1986. Variance bounds tests and stock price valuation models. – *Journal of Political Economy*, 94(5), 953-1001.
- Kothari, S. P., and J. B. Warner.* 2007. Econometrics of event studies. – In: Eckbo, B.E.(ed.). *Handbook of Corporate Finance: Empirical Corporate Finance*, Vol. 1. Elsevier, 3-36.
- Kreps, D. M and E.L. Porteus.* 1978. Temporal resolution of uncertainty and dynamic choice theory. – *Econometrica*, 46, 185-200
- Lakonishok, J. and A. C. Shapiro.* 1986. Systematic risk, total risk and size as determinants of stock market returns. – *Journal of Banking and Finance*, 10, 115-132.
- Lakonishok, J., A. Shleifer, and R. W. Vishny.* 1994. Contrarian investment, extrapolation, and risk. – *Journal of Finance*, 49(5), 1541-1578.
- Lamont, O., and R. Thaler.* 2003. Can the market add and subtract? Mis-pricing in tech stock carve-outs. – *Journal of Political Economy*, 111(2), 227-268.
- Lee, C. M. C., A. Shleifer, and R. H. Thaler.* 1991. Investor sentiment and the closed-end fund puzzle. – *Journal of Finance*, 46(1), 75-109.
- Lehmann, B. N.* 1990. Fads, martingales, and market efficiency. – *Quarterly Journal of Economics*, 105(1), 1-28.
- LeRoy, S. F. and R. Porter.* 1981. The present-value relation: tests based on implied variance bounds. – *Econometrica*, 49, 55-74.
- Lettau, M. and S. Ludvigson.* 2001. Resurrecting the C)CAPM: A cross-sectional test when risk-premia are time-varying. – *Journal of Political Economy*, 109(6), 1238-1287.
- Lintner, J.* 1956. Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes. – *American Economic Review*, 46(2), 97-113.
- Lintner, J.* 1965. The valuation of risk assets and the selection of risky investments in stock portfolios and capital budgets. – *Review of Economics and Statistics*, 47, 13-37.
- Lo, A. W. and A. C. MacKinlay.* 1988. Stock market prices do not follow random walks: evidence from a simple specification test. – *Review of Financial Studies*, 1, 41-66.
- Lucas, R. E.* 1978. Asset prices in an exchange economy. – *Econometrica*, 46, 1429-1446.
- MacKinlay, A. C.* 1997. Event studies in economics and finance. – *Journal of Economic Literature*, 35(1), 13-39.
- Malloy, C. J., T. J. Moskowitz, and A. Vissing-Jorgensen.* 2009. Long-run stockholder consumption risk and asset returns. – *Journal of Finance*, 64(6), 2427-2479.
- Mandelbrot, B.* 1963. The variation of certain speculative prices. – *Journal of Business*, 36, 394-419.
- Mankiw, N. G.* 1986. The equity premium and the concentration of aggregate shocks. – *Journal of Financial Economics*, 17, 211-219.

Нобелова награда за постижения в областта на икономическите науки за 2013 г.

- Mankiw, N. G., and M. D. Shapiro.* 1986. Risk and return: Consumption beta versus market beta. - Review of Economics and Statistics, 48, 452-459.
- Markowitz, H.* 1959. Portfolio Selection: Efficient Diversification of Investments. Yale University Press.
- Marsh, T. A. and R. C. Merton.* 1986. Dividend variability and variance bounds tests for the rationality of stock prices. - American Economic Review, 76(3), 483-498.
- Mehra, R. and E. Prescott.* 1985. The equity premium puzzle. - Journal of Monetary Economics, 15, 145-161.
- Merton, R. C.* 1973. An intertemporal asset pricing model. - Econometrica, 41(5), 867-887.
- Miller, E.* 1977. Risk, uncertainty, and differences of opinion. - Journal of Finance, 32(4), 1151-1168.
- Mitchell, M. L. and J. M. Netter.* 1994. The role of financial economics in securities fraud cases: Applications at the Securities and Exchange Commission. - Business Lawyer, February.
- Mitchell, M., T. Pulvino, and E. Stafford.* 2002. Limited arbitrage in equity markets. - Journal of Finance, 57(2), 551-584.
- Modigliani, F. and R. A. Cohn.* 1979. Inflation, rational valuation, and the market. - Financial Analysts Journal, 35(2), 24-44.
- Moskowitz, T. J. and M. Grinblatt.* 1999. Do industries explain momentum? - Journal of Finance, 54(4), 1249-1290.
- Mossin, J.* 1966. Equilibrium in a capital asset market. - Econometrica, 34(4), 768-783.
- Nelson, C. R. and M. J. Kim.* 1993. Predictable Stock Returns: The Role of Small Sample Bias. - Journal of Finance, 48, 641-661.
- Neyman, J. and E. S. Pearson.* 1928. On the use and interpretation of certain test criteria for purposes of statistical inference, Part II. Biometrika 20A, 263-294.
- Ofek, E. and M. Richardson.* 2003. DotCom mania: The rise and fall of internet stock prices. - Journal of Finance 58(3), 1113-1137.
- Osborne, M.F.M.* 1959. Brownian motion in the stock market. - Operations Research, 7, 145-173.
- Oskamp, S.* 1965. Overconfidence in case-study judgments. - Journal of Consulting Psychology, 29, 261-265.
- Pastor, L., and R. F. Stambaugh.* 2003. Liquidity risk and expected stock returns. - Journal of Political Economy, 111, 642-685.
- Pearson, K.* 1894. Contributions to the mathematical theory of evolution. Philosophical Transactions of the Royal Society of London, A 185, 71-110
- Pearson, K.* 1900. On the criterion that a given system of deviations from the probable in the case of a correlated system of variables is such that it can be reasonably supposed to have arisen from random sampling. - Philosophical Magazine 5th, Series 50, 157- 175.
- Reinganum.* 1981. Misspecification of capital asset pricing: Empirical anomalies based on earnings yields and market values. - Journal of Financial Economics, 9, 19-46.
- Roberts, H.V.* 1959. Stock-market patterns and financial analysis. Methodological suggestions. - Journal of Finance, 14, 1-10.
- Roll, R.* 1977. A critique of the asset pricing theory's tests Part I: On past and potential testability of the theory. - Journal of Financial Economics, 4(2), 129-176.
- Roll, R.* 1984. Orange juice and weather. - American Economic Review, 74, 861-880.

- Rosenberg, B., K. Reid, and R. Lanstein*. 1985. Persuasive evidence of market inefficiency. - *Journal of Portfolio Management*, 11, 9-17.
- Ross, S. A.* 1976. The arbitrage pricing theory of capital asset pricing. - *Journal of Economic Theory*, 13, 341-360.
- Ross, S. A.* 1978. A simple approach to the valuation of risky streams. - *Journal of Business*, 51(3), 453-475.
- Routledge, B. R. and S. E. Zin.* 2010. Generalized disappointment aversion and asset prices. - *Journal of Finance*, 65, 1303-1332.
- Rozeff, M. S. and W. R. Kinney.* 1976. Capital market seasonality: The case of stock returns. - *Journal of Financial Economics*, 3, 379-402.
- Samuelson, P. A.* 1965. Proof that properly anticipated prices fluctuate randomly. - *Industrial Management Review*, 6, 41-49.
- Sargan, J. P.* 1958. The estimation of economic relationships using instrumental variables. - *Econometrica*, 26, 393-415.
- Shanken, J.* 1992. On the estimation of beta-pricing models. - *Review of Financial Studies*, 5(1), 1-33.
- Sharpe, W. F.* 1964. Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk. - *Journal of Finance*, 19(3), 425-442.
- Sharpe, W. F.* 1966. Mutual fund performance. - *Journal of Business*, 39, 119-138.
- Shiller, R. J.* 1979. The volatility of long term interest rates and expectations models of the term structure. - *Journal of Political Economy*, 87, 1190-1219.
- Shiller, R. J.* 1981a. Do stock prices move too much to be justified by subsequent changes in dividends? - *American Economic Review*, 71, 421-436.
- Shiller, R. J.* 1981b. The use of volatility measures in assessing market efficiency. - *Journal of Finance*, 36(2), 291-304.
- Shiller, R. J.* 1982. Consumption, asset markets and macroeconomic fluctuations. *Carnegie Rochester Conference Series on Public Policy*, 17, 203-238.
- Shiller, R. J.* 1984. Stock prices and social dynamics. *Carnegie Rochester Conference Series on Public Policy*, 457-510.
- Shiller, R. J.* 1987. Investor behavior in the 1987 stock market crash: Survey evidence. NBER Working Paper No. 2446.
- Shiller, R. J.* 1988. Portfolio insurance and other investor fashions as factors in the 1987 stock market crash. *NBER Macroeconomics Annual*, 3, 287-297.
- Shiller, R. J.* 1989. *Market Volatility*. MIT Press.
- Shiller, R. J.* 2000. *Irrational Exuberance*, Princeton University Press.
- Shiller, R. J.* 2008. *The subprime solution: How today's global financial crisis happened, and what to do about it*. Princeton University Press.
- Shiller, R. J., J. Y. Campbell, and K.L. Schoenholtz.* 1983. Forward rates and future policy: interpreting the term structure of interest rates. - *Brookings Papers on Economic Activity* 1, 173-223.
- Shiller, R. J. and P. Perron.* 1985. Testing the random walk hypothesis: Power vs. frequency of observation. - *Economics Letters*, 18, 381-386.
- Shiller, R. J. and J. Pound.* 1989. Survey evidence on the diffusion of interest and information among investors. - *Journal of Economic Behavior and Organization*, 12, 47-66.
- Shleifer, A.* 1986. Do demand curves for stocks slope down. - *Journal of Finance*, 41(3), 579-590.
- Shleifer, A.* 2000. *Inefficient Markets: An Introduction to Behavioral Finance*. Clarendon Lectures in Economics. Oxford University Press.

Нобелова награда за постижения в областта на икономическите науки за 2013 г.

- Shleifer, A., and R. Vishny.* 1997. The limits of arbitrage. - *Journal of Finance*, 52(1), 35-55.
- Slovic, P.* 1972. Psychological study of human judgement: Implications for investment decision making. - *Journal of Finance*, 27(4), 779-801.
- Smith, V. L., G. L. Suchanek, and A. W. Williams.* 1988. Bubbles, crashes, and endogenous expectations in experimental spot market. -, *Econometrica*, 56(5), 1119-1151.
- Stambaugh, R. F.* 1999. Predictive regressions. - *Journal of Financial Economics*, 54, 375- 421.
- Statman, D.* 1980. Book values and stock returns. *The Chicago MBA: A Journal of Selected Papers*, 4, 25-45.
- Summers, L. H.* 1986. Does the stock market rationally reflect fundamental values? - *Journal of Finance*, 41(3), 591-601.
- Sundaresan, S. M.* 1989. Intertemporally dependent preferences and the volatility of consumption and wealth. - *Review of Financial Studies*, 2, 73-89.
- Telmer, C.* 1993. Asset-pricing puzzles and incomplete markets. - *Journal of Finance*, 48, 1803-1832.
- Thaler, R. H.* 1985. Mental accounting and consumer choice. - *Marketing Science*, 4, 199-214.
- Thaler, R. H. and S. Benartzi.* 2004. Save More Tomorrow™: using behavioral economics to increase employee saving. - *Journal of Political Economy*, 112 (supplement), S164- S187.
- Tirole, J.* 1985. Asset bubbles and overlapping generations. – *Econometrica*, 53, 1499-1528.
- Tversky, A., and D. Kahneman.* 1974. Judgement under uncertainty: Heuristics and biases. – *Science*, 185, 1124-1131.
- Weil, P.* 1989. The equity premium puzzle and the risk-free rate puzzle. - *Journal of Monetary Economics*, 24, 401-421.
- Wurgler, J., and E. Zhuravskaya.* 2002. Does arbitrage flatten demand curves for stocks? - *Journal of Business*, 75(4), 583-608.
- Xiong, W., and J. Yu.* 2011. The Chinese warrants bubble. - *American Economic Review*, 101, 2723-2753.
- Zweig, M.E.* 1973. An investor expectations stock price predictive model using closed-end fund premiums. - *Journal of Finance*, 28(1), 67-78.

Превод Едуард Маринов

НОВИТЕ ПРАВИЛА ЗА КОНКУРИРАНЕ

Защо да се преминава през рисково, сложно и ресурсоемко проектиране и предлагане на по-добри продукти и услуги, предлагащи по-висока стойност за клиента и обществото, като фирмата просто може да позиционира бизнеса си така, че чрез структурни бариери и ограничения да си осигури дългосрочни печалби над средното равнище? Този въпрос имплицитно присъства в последната книга на проф. д-р ик. н. Румен Георгиев.¹ Въпреки че авторът скромно позиционира своя труд като „учебник с монографичен характер“, ако перифразираме Марсел Пруст, публикуваното изследване представлява не търсене на нови пейзажи, а научен поглед с нови очи върху проблемите на конкурентоспособността и управлението чрез стратегии.

На какво ни учи авторът и дали целта на стратегията е да се избегне конкуренцията? Проф. Георгиев поддържа тезата, че времето на реализиране на устойчиви свръхпечалби в някои компании и индустрии поради наличието на структурни бариери пред конкуренцията е безвъзвратно отминало. В условията на турбулентност поддържането на устойчив „комфорт“ на нисък конкурентен натиск чрез откриване на благоприятна комбинация от фактори е химера. Стъпвайки на класическите постановки на управленеца Майкъл Портьър и репликирайки с препратки към някои по-съвременни изследователи на стратегическото управление, авторът ни налага неусетно разбирането, че предполагаемо устойчиво конкурентно предимство се постига не само (и не толкова) чрез анализ на съществуващата секторна и браншова структура на икономиката (постулат на ранния Портьър), а посредством създаване на стойност за клиента чрез оптимално съчетаване на ресурси и компетенции.

Авторът несъмнено излиза от своя дългогодишен управленски опит, преосмисляйки и представяйки с академични и дидактични изразни средства познати стратегически парадигми за по-успешно интегративно управление на бизнес-системите чрез създаване на стойност за клиента, заинтересуваните страни и цялото общество.

Дали управлението чрез стратегии е състезание и води ли то до устойчиви конкурентни предимства? В търсенето на отговори на този въпрос Проф. Георгиев оспорва идеята, че една бизнес-организация, заемаща позиция в даден сектор, който е добре защитен от структурни бариери за навлизане на нови конкуренти и/или продукти-заместители, задължително ще има „устойчиво конкурентно предимство“. Авторът систематично и ясно представя основните понятия, конструкти и ментални модели на теорията на стратегията. Преминавайки през дефиниране на основни понятия като „стратегия“, „конкуренция“, „конкурентни предимства“, „анализ на фирмената конкурентоспособност“ и „обзор на закономерностите при формирането на конкурентни

¹ Румен Георгиев (2013). Стратегияне и конкурентоспособност. С.: Изд. „ПринтМедия“.

предимства“, той разглежда същността и развитието на еталонните стратегии в стратегическия модел на Портър и построява опорни точки за неговото ползване.

Представяйки и критично осмисляйки теорията и аналитичната рамка на Портър, Р. Георгиев подсказва в своята книга, че тя е логична и точна, но само в ретроспекция. На практика и самият Портър умело избягва в своите публикации думата „прогнозиране“. Георгиев обаче сполучливо е уловил, че реалният принос за бизнеса (и за обучението по бизнес) от следването на подобен подход е да се даде смисъл на миналото, а не да се предскаже проекцията на бъдещето.

Доминиращото през последните десетилетия схващане за стратегирането като процес на създаване и запазване на устойчиви конкурентни предимства и като фокусиране върху това как да се защити бизнесът от други бизнес-съперници и как да се намери и осигури сигурно „убежище“ за бизнеса от „разрушителните сили на конкуренцията“, се разглежда от проф. Георгиев в ретроспекция. Стъпвайки на основополагащото прозрение на Питър Дракър, че единствено валидната цел на бизнеса е да се създаде клиент, авторът разглежда в самостоятелна глава проблемите при конкурирането за крайния потребител в среда на преживявания.

В днешната глобална пазарна среда бизнесът все по-трудно може да осигури устойчиви конкурентни предимства. Катастрофален начин на мислене при правенето на бизнес е да се смята, че целта на стратегията е да се „победи“ нечий бизнес-съперник, а не създаването на добавена стойност (реална или имажинерна) за клиентите. Основите на теорията на Портър за стратегирането се базира на проучвания на олигополни фирми през средата на миналия век, когато структурните бариери пред конкурирането са били широко разпространени, непристъпни и повече или по-малко постоянни. През последните десетилетия обаче тези бариери са пренебрегнати вследствие на процесите на глобализацията и разпространението на Интернет. Сега вече клиентът е този, от когото произтича и зависи устойчивостта на бизнеса. Клиентът е доминиращата сила в съвременните пазари.

С изключение на няколко области като здравеопазването, образованието и отбраната, където държавното регулиране предлага известна защита, вече не са налице каквито и да е безопасни убежища за бизнеса. Националните бариери са сринати. Знанието се превръща в стока. Новите технологии са основният източник на иновации. Навлизането в съществуващи пазари е тревожно лесно. Нови продукти и нови пазарни участници бързо и лесно предефинират индустрии и продуктови категории. Тези тенденции са уловени от Румен Георгиев. Чрез тяхното преосмисляне той извежда като постулат, че новата среда за бизнес налага коопериране и сътрудничество и че единственото безопасно място срещу разразилата вълна на иновации е да се присъединим към нея. Вместо да се гледа на стратегията като на средство за защита на интереси и/или като траектория за откриване на

„оазиси“ за извличане на предимства, авторът синтезира в интегративен модел стремежа чрез цели, позиции и стратегически действия да се добави стойност за клиенти на базата на непрекъснати иновации и намирането на нови начини за потребление чрез изживяване. Той съветва експериментът и иновациите да се превърнат в неразделна част от всичко, което прави бизнес-организацията, но не импулсивно, а чрез изграждането и използването на балансирана система от показатели за стратегически мониторинг и контрол. Принципите и архитектурата за изграждане на подобна система кореспондират с концепцията на Робърт Каплан и Дейвид Нортън, а системата от показатели се опира на систематизацията на Хервиг Фридаг и Валтер Шмид.

Книгата на проф. Р. Георгиев предлага интересен, полезен и необичаен баланс между области на стратегическото управление, които често са в противоречие помежду си (или още по-лошо – не се свързват една с друга). Препоръчвам я на всеки изследовател или мениджър в областта на стратегическото планиране и управление. Тези, които прочетат, разберат и осмислят написаното, вероятно ще бъдат много по-полезни за стопанската практика. Книгата е написана в достъпна форма и изпъстрена с много примери и задачи за самостоятелна работа. Тя би помогнала на читателите да развият аналитично и основано на доказателства мислене в областта на стратегирането, както и да избягнат клиширани подходи, непреминали през експертизата на висшия мениджмънт. Гарант за това е обстоятелството, че освен изявен учен, авторът дълги години е заемал висши ръководни постове както в бизнеса, така и в държавното управление.

Доц. д-р Тодор Кръстевич

В ПАМЕТ НА ЛОРЪНС РОБЪРТ КЛАЙН (1920 – 2013)

Лауреатът на Нобелова награда за икономически науки през 1980 г. Лорънс Робърт Клайн - икономистът, който прогнозира развитието на глобални икономически тенденции, почина на 93-годишна възраст на 20.10.2013 г.

Л. Клайн е роден е на 14 септември 1920 г. в Омаха, САЩ. Дългогодишният си успешен професионален път започва, след като завършва Калифорнийския университет (Бъркли) и получава докторска степен от Масачузетския технологичен институт (MIT). Голямо влияние върху научното му развитие оказва ръководителят на докторската му дисертация и бъдещ лауреат на Нобелова награда за икономически науки П. Самуелсън. Самият Л. Клайн определя присъствието на научния ръководител в израстването си като „незабравим опит“.¹

Работата си по икономико-математико моделиране и неговото компютърно приложение Л. Клайн започва през 1944 г., след като се присъединява към Комисията на Коулс (US Cowles Commission for Economic Research) на Чикагския университет. Той получава задача да продължи и да развие работата по разработване на динамични модели за целите на икономическия анализ, започната по-рано от лауреата на Нобелова награда за икономически науки Ян Тинберген (1969 г.). През 1947 г. Л. Клайн създава първият макроиконометричен модел на американската икономика, с който прогнозира бизнес-колебанията и изучава ефектите на социално-икономическата политика на правителството. Нещо повече, това е и първият систематизиран модел, който може да се ползва за целите на макроикономическото управление.

Задълбочената работа по разработване на иконометричните модели позволява на Л. Клайн да изгради силна икономическа интуиция и вярно да прогнозира развитието на икономическите процеси в САЩ след края на Втората световна война. Както предвижда бъдещият лауреат на Нобелова награда, търсенето на стоки и жилища нараства с бързи темпове, подкрепени от повишената покупателна способност на завръщащите се войници и стимулира растежа на американската икономика тогава, когато очакванията са били за продължителна рецесия. По-късно Л. Клайн също безпогрешно прогнозира, че края на Корейската война ще доведе само до слаба рецесия.

Блестящите разработки на Л. Клайн са търсени и прилагани от редица развити икономики за провеждане на макроикономическа политика. През лятото на 1947 г. той помага на канадското правителство да създаде първият

¹ Lawrence R. Klein - Biographical. Nobelprize.org. Nobel Media AB 2013. Web. 19 Nov 2013. <http://www.nobelprize.org/nobel_prizes/economic-sciences/laureates/1980/klein-bio.html>

от серия иконометрични модели. Малко по-късно в Мичиган Л. Клайн подновява работата си по макроикономическото моделиране и заедно с един от своите студенти - А. Голдбергер, създава моделът Клайн-Голдбергер, въз основа на който се разработват серия модели, известни като Мичигански модел. От 1954 г. Л. Клайн работи и преподава четири години в Оксфордския университет (Великобритания), където оказва силно влияние със създаването на известния *Оксфордски модел* (икономически модел на британската икономика). През 1958 г. той отново се завръща в САЩ по покана на бизнес-училище „Уортън“ към Пенсилванския университет, където преподава до 1991 г.

Иконометричните модели на Л. Клайн доказват приложимостта си като ефективен инструмент на икономическия анализ не само на макроравнище, но и за целите на фирмения мениджмънт. През 1960 г. той започва продажбата на иконометрични прогнози на частни и публични компании, за да увеличи финансовата подкрепа за по-широки научни изследвания в Катедрата по икономика на Пенсилванския университет. Голямото търсене на прогнозите постепенно разширява дейността до създаването на неправителствена организация, която по-късно е придобита от частна компания. Федералните власти също многократно се допитват до знанията и търсят съветите на Л. Клайн, а през 1976 г. е поканен да се присъедини към администрацията на бъдещия американски президент Дж. Картер. Верен на академичното си призвание, той отказва административната длъжност и се посвещава предимно на научно-изследователска и преподавателска дейност.

Пионер в създаването на иконометриката и емпиричното ѝ приложение Л. Клайн е награден с Нобелова награда за икономически науки през 1980 г. *„за създаването на иконометрични модели и тяхното приложение в анализа на колебанията на икономиките и икономическите политики“*² и става деветият американец, удостоен с това отличие.

Работата на Л. Клайн се отличава с изключителна приемственост в академичните среди. Иконометричните модели, разработени от него за американската и други икономики, са приети бързо и намират широко приложение в научните изследвания в световен мащаб. По тази причина Нобеловият комитет посочва, че *„са малцина емпиричните изследователи в областта на икономическите науки, които имат толкова много последователи и голямо влияние като Л. Клайн“*.³

В късните си разработки по икономическо моделиране Л. Клайн насочва усилията си върху взаимодействията между различни икономики и по-конкретно, върху тези, които възникват при движението на потоците на стоки, услуги и капитал между страните. Той работи усилено и след пенсионирането

² "Lawrence R. Klein - Facts". Nobelprize.org. Nobel Media AB 2013. Web. 20 Nov 2013. <http://www.nobelprize.org/nobel_prizes/economic-sciences/laureates/1980/klein-facts.html>

³ "The Prize in Economics 1980 - Press Release". Nobelprize.org. Nobel Media AB 2013. Web. 20 Nov 2013. <http://www.nobelprize.org/nobel_prizes/economic-sciences/laureates/1980/press.html>

В памет на Лорънс Робърт Клайн (1920 – 2013)

си в областта на макроикономическото моделиране и създава иконометрични модели с висока времева честота в рамките на месечни и тримесечни времеви интервали за много страни (САЩ, Япония, Мексико, Израел).

Приносът Л. Клайн е още по-съществен и поради непрекъснатия му стремеж да развива икономическото моделиране и да създава научно направление в тази област. Заедно с М. Моришима и Ш. Ичимура той е основател на сп. „*The International Economic Review*“, издавано съвместно от университетите на Пенсилвания и Осака. Във Филаделфия Л. Клайн формира изследователската група *Wharton Forecasting Econometric Associates*. Той е основател и главен изследовател на действащия и сега проект *LINK*, обединяващ работата на икономисти-моделиери от цял свят. Чрез този проект Клайн осъществява амбициозната цел да се създаде глобален иконометричен модел, комбиниращ модели на отделните икономики, така че изменението на икономиката на една страна да се отчете в модела на друга.

Някои от значимите публикации на Л. Клайн, които през следващите десетилетия указват посоката на развитие на приложната иконометрика и методите за прогнозиране и анализ на икономическите процеси са: „*Макро-икономика и теория на рационалното поведение*“ (1946), „*Кейнсианската революция*“ (1947), „*Икономически колебания, 1921-1941*“ (1950), „*Иконометричен модел на САЩ, 1929-1952*“ (1955 г.), „*Есе върху теорията на икономическата прогноза*“ (1971), „*Икономикс на предлагането и търсенето*“ (1983).

Проф. д-р ик. н. Гарабед Минасян,
гл. ас. д-р Димитрина Стоянчева

ГОДИШНО СЪДЪРЖАНИЕ НА СП. “ИКОНОМИЧЕСКА МИСЪЛ”

<i>Башев, Х.</i>	Управление на аграрния риск	2	50
<i>Ганчев, Г.</i>	Теория на обръщението на парите	1	3
<i>Григорова, В.</i>	Тенденции за развитие на българската енергетика до 2030 г.	4	94
<i>Гълъбов, Н.</i>	Бюджетните приходи на България и Европейския съюз (2000-2011 г.)	2	3
<i>Йоцов, В.</i>	Икономическият растеж през призмата на външния сектор	6	3
<i>Калчев, Е.</i>	Проблеми и перспективи на фискалния сектор в България	6	35
<i>Керемидчиев, С.</i>	Генезис и начално развитие на пазара на консултантски услуги в България	1	26
<i>Кирова, А.</i>	България в европейските класации за джандър равенството в академичните среди	5	3
<i>Коцева-Тикова, М.</i>	Възобновяеми енергийни източници в домакинствата в България: реалност и възможности	1	118
<i>Манов, Б.</i>	Дефицити в държавната пенсионна система и Сребърния фонд	3	3
<i>Марков, М.</i>	Съюз на институционализма с еволюционната теория	5	109
<i>Найденев, Н.</i>	Сравняване на националните модели в международното корпоративно управление: показатели за анализ и резултати	2	120
<i>Николов, Д., М. Анастасова, Е. Иванова</i>	Застрахователни продукти за земеделието и реакцията на земеделските производители	1	62
<i>Пантелеева, И.</i>	Промяна в ролите и поведението на мениджърите по управление на човешките ресурси в индустриалните бизнес-организации	3	82
<i>Паскалев, А.</i>	Децентрализацията в системата на средното професионално образование	1	134
<i>Пейчева, К.</i>	“Отбраната” като публично благо – същност, международни сравнения и обществени нагласи	3	121
<i>Пенчев, П.</i>	Професор Иван Кинкел като теоретик на стопанската история (критичен анализ)	3	97
<i>Петков, В.</i>	Икономическите сътресения след 2008 г. и отражението им върху географската структура на външната търговия на България	4	58
<i>Русенова, Л.</i>	Към създаване на истински режим за преобразуване на банки в Европейския съюз	6	68
<i>Стефанова, И.</i>	Банкова практика за сигурност на кредитите	5	90
<i>Стоянчева, Д.</i>	Българската банкова система 2008-2012: Търсене на сигурност при ограничена активност	5	46

Фесчиан, Д.	Европейска система от хармонизирани счетоводни стандарти за публичния сектор	4	106
Хаджиев, В.	Микрокогнитивно функциониране и управленско поведение	3	38
Хубенова-Делисивкова, Т.	Клъстерите в регионалното устойчиво развитие: подходи и политики за прилагането им	4	3
Цанева, Р.	Характеристика на инвестиционната дейност на пенсионните фондове в България	2	100
Чолаков, Н.	Функциите на полезност като модел на отношението към риска	1	103
	КОНСУЛТАЦИИ		
Димова, Н.	Бранд мениджмънтът - катализатор в съвременния бизнес	5	122
	ПРЕГЛЕДИ		
Балева, Д.	Динамика на публично-частното партньорство	2	136
Маринев, Е.	Стокова структура на външната търговия на регионалните интеграционни общности в Африка	4	117

	Нобелова награда за постижения в областта на икономическите науки за 2013 г.	6	117
	РЕЦЕНЗИИ, ОТЗИВИ		
Атанасова-Калайджиева, Т.	Задълбочено изследване на влиянието на икономическата криза в България	3	150
Гаврилов, Ив.	САЩ - криза и необходимост от реформиране на икономиката	1	156
Тодор Кръстевич	Новите правила за конкуриране	6	172
Марков, М.	Нов поглед към организационната структура на индустриалните сектори	2	149
Матев, М.	Актуално изследване върху знанието като икономически ресурс	4	152
Тодоров, В.	Иновативност на националната икономика	5	141
	КОМЕНТАРИ		
Каменов, К.	Тълпата – коректив или източник на управленска политика	6	102
Порязов, Д.	Размисли за икономиката и икономическата система	3	139

Стоянов, В.	Проф. д-р Делчо Порязов на 80 години	1	151

Минасян, Г., Д. Стоянчева	В памет на Лорънс Робърт Клайн (1920 – 2013)	6	175
	IN MEMORIAM		
	Пенка Попова (1936 – 2013)	6	182

ANNUAL CONTENTS OF "ECONOMIC THOUGHT"

<i>Bachev, H.</i>	Management of agrarian risk	2	76
<i>Hadjiev, V.</i>	Microcognitive functioning and managerial behaviour	3	60
<i>Houbenova-Delisivkova, T.</i>	Clusters in the regional sustainable development: approaches and policies for their implementation	4	31
<i>Feschian, D.</i>	European system of harmonized accounting standards for the public sector	4	106
<i>Galabov, N.</i>	Budget revenues of Bulgaria and of the European Union (2000-2011)	2	27
<i>Ganchev, G.</i>	The theory of the monetary circuit	1	15
<i>Grigorova, V.</i>	Trends in the development of the energy sector in Bulgaria until 2030	4	94
<i>Kalchev, E.</i>	Problems and perspectives of fiscal sector in Bulgaria	6	52
<i>Keremidchiev, S.</i>	Genesis and initial development of consulting market in Bulgaria	1	45
<i>Kirova, A.</i>	Bulgaria in the European ratings for gender equality in the academic circles	5	26
<i>Kotseva-Tikova, M.</i>	Renewable energy sources in households in Bulgaria: reality and opportunities	1	118
<i>Manov, B.</i>	Deficiencies in the state pension system and the Silver Fund	3	21
<i>Markov, M.</i>	Merging institutionalism and the Evolution theory	5	109
<i>Naydenov, N.</i>	Comparison of the national models of international corporate governance: indicators for analysis and results	2	120
<i>Nikolov, D., M. Anastassova, E. Ivanova</i>	Insurance products in agriculture and farm insurance behaviour	1	84
<i>Panteleeva, I.</i>	Changing roles and behaviour of human resources managers in the industrial businesses	3	82
<i>Paskalev, A.</i>	Decentralization of the secondary vocational education system	1	134
<i>Penchev, P.</i>	Professor Ivan Kinkel – theoretician in economic theory (critical analysis)	3	97
<i>Petkov, V.</i>	The economic shocks after 2008 and their impact on the geographic structure of Bulgaria's foreign trade	4	77
<i>Peycheva, K.</i>	Characteristics of the public good "defense" and the attitude of the society to the defense expenditures	3	121
<i>Roussenova, L.</i>	Towards establishing a genuine resolution regime for banks in the European Union	6	87
<i>Stefanova, I.</i>	Bank practices for loan security	5	90
<i>Stoyancheva, D.</i>	Bulgarian banking system 2008-2012: Striving for confidence under lower activity	5	70

Годишно съдържание на сп. "Икономическа мисъл"

<i>Tcholakov, N.</i>	Utility functions as a model of attitude towards risk	1	103
<i>Tsaneva, R.</i>	Characteristic features of the investment activities of the pension funds in Bulgaria	2	100
<i>Yotzov, V.</i>	Economic growth through the prism of the external sector	6	20
	<i>CONSULTATIONS</i>		
<i>Dimova, N.</i>	Brand management – catalyst in current business	5	122
	<i>REVIEWS</i>		
<i>Baleva, D.</i>	Public-private partnership dynamics	2	136
<i>Marinov, E.</i>	International trade commodity structure of African regional integration communities	4	135

	The 2013 Nobel Prize in Economics	6	117
	<i>REFERENCES</i>		
<i>Atanasova-Kalaydjieva, T.</i>	Detailed study of the impact of the economic crisis in Bulgaria	3	150
<i>Gavrilov, I.</i>	The USA – crisis and necessity of reforming the economy	1	156
<i>Krastevich, T.</i>	New competition rules	6	172
<i>Markov, M.</i>	New approach on the organization structure of industrial sectors	2	149
<i>Matev, M.</i>	Most recent study on knowledge as an economic resource	4	152
<i>Todorov, V.</i>	Innovativeness of the national economy	5	148
	<i>COMMENTS</i>		
<i>Kamenov, K.</i>	The crowd – corrective tool or source of management policy	6	102
<i>Poryazov, D.</i>	Reflections on the economy and economic system	3	139

<i>Stoyanov, V.</i>	80 th Anniversary of Prof. Delcho Poryazov	1	151

<i>Minassian, G., D. Stoyancheva</i>	In memory of Lawrence Robert Klein	6	175
	<i>IN MEMORIAM</i>		
	Penka Popova (1936 – 2013)	6	182

IN MEMORIAM

**ПЕНКА ПОПОВА
(1936-2013)**

На 19.XI.2013 г. почина дългогодишният редактор и отговорен секретар на сп. „Икономическа мисъл” Пенка Тодорова Попова - Христова.

Родена е на 19.XI.1936 г. в София. Завършва висше образование през 1960 г., специалност „Икономика на селското стопанство” във ВССИ „Г. Димитров” – София. Работила е като ръководител на овощен разсадник в Ботевград. През 1967 г. преминава на работа към Института по овощарство в Костинброд като ръководител на опитно поле, а по-късно в секция „Икономика и райониране на овощарството”. Работи по специалността си и в опитната станция в с. Негован, Софийско.

От 1.VI.1971 г. е назначена с конкурс за редактор-икономист към селскостопанските научни списания при АСН. От 1974 г. е редактор на икономическа литература към Издателството на БАН. Има редактирани повече от сто икономически книги, като многократно е награждавана за отличната ѝ работа. От 1982 г. е редактор в сп. „Икономическа мисъл” към Икономическия институт на БАН, а от 1989 г. до края на 1991 г. е отговорен секретар на списанието. През 1988 г. Съюзът на българските журналисти ѝ присъжда втора квалификационна степен „редактор”. Има публикувани много научно-популярни статии, информации, отзиви и очерци в наши списания и вестници, сътрудничила е и на Радио София.

Със своята ерудиция и интелект и като редактор, и като отговорен секретар на сп. „Икономическа мисъл” Пенка Попова допринесе много за издигане авторитета и научното равнище на списанието.

Поклон пред светлата ѝ памет!