

ISSN 0013-2993

ГОДИНА / YEAR
LXV
КНИЖКА / BOOK
3 • 2020

Икономическа мисъл Economic Thought

БЪЛГАРСКА АКАДЕМИЯ НА НАУКИТЕ
ИНСТИТУТ ЗА ИКОНОМИЧЕСКИ ИЗСЛЕДВАНИЯ

BULGARIAN ACADEMY OF SCIENCES
ECONOMIC RESEARCH INSTITUTE

СЪДЪРЖАНИЕ CONTENTS

Искра Христова-Балканска	Европейските банки след суверенната дългова криза: Стабилност, регулации и предизвикателства.....	3
Iskra Christova-Balkanska	The European banks after the sovereign debt crisis: Sustainability, regulations and challenges.....	36
Лъчезар Д. Борисов	Влияние на сливанията и поглъщанията върху ефективността на банките в България.....	66
Luchozar D. Borisov	The impact of mergers and acquisitions on the efficiency of banks in Bulgaria	
Алесандро Морсели	Неравенствата – между либералната доктрина и кейнсианската направлявана икономика на условията.....	86
Alessandro Morselli	Inequalities between liberal doctrine and Keynesian-oriented conventional economics.....	118
Любослав Костов	Влияние на производителността на труда върху работните заплати в ЕС.....	146
Lyuboslav Kostov	The impact of labor productivity on wages in the EU	
КОМЕНТАРИ / COMMENTS		
Ирена Георгиева	Обществените поръчки – стратегическо средство за насърчаване на научноизследователска и развойна дейност и иновации.....	159
Irena Georgieva	Public procurement – strategic means for encouraging scientific research, development and innovation	

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. GANCHO GANCHEV, PhD** (South-West University "Neofit Rilski"), **Prof. GARABED MINASSIAN, Dr. Ec. Scs.** (Economic Research Institute at BAS), **Prof. DARINA RUSCHEVA, PhD** (Economic Research Institute at BAS), **Prof. ZOYA MLADENOVA, PhD** (University of Economics - Varna), **Prof. YORDAN HRISTOSKOV, PhD** (Economic Research Institute at BAS), **Prof. JOSIF ILIEV, Dr. Ec. Scs.** (University of National and World Economy), **Assoc. Prof. KRISTIAN HADJIEV, PhD** (New Bulgarian University), **Prof. POBEDA LOUKANOVA, PhD** (Economic Research Institute at BAS), **Prof. ROSSITSA RANGELOVA, Dr. Ec. Scs.** (Economic Research Institute at BAS), **Prof. ROSSITSA CHOBANOVA, Dr. Ec. Scs.** (Economic Research Institute at BAS), **Prof. RUMEN BRUSARSKI, PhD** (University of National and World Economy), **Assoc. Prof. TSVETAN KOTSEV, PhD** (European Higher School 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), **Acad. Prof. VALERIY M. GEETS, Dr. Ec. Scs.** (Institut po ikonomika i prognozirane pri NANU - Ukraina), **Prof. VENIAMIN N. LIVCHITS, Dr. Ec. Scs.** (Institute for Systems Analysis - Russian Academy of Sciences), **Prof. JACQUES VILROKX, PhD** (Free University of Brussels), **Prof. YORGOS RIZOPOULOS, PhD** (Université Paris 7 Diderot), **Prof. ILIA BALABANOV, Dr. Ec. Scs.** (Economic Research Institute at BAS), **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 Higher School of Economics and Management - Plovdiv), **Prof. Dr. MIRJANA RADOVIC-MARKOVIC** (Institute of Economic Sciences - Belgrade), **Prof. PLAMEN ILIEV, PhD** (University of Economics - Varna), **Prof. TEODOR SEDLARSKI, PhD** (Sofia University "St. Kl. Ohridski"), **Prof. FUSAO ITO, PhD** (Tohoku University - Sendai, Japan), **Prof. YURY YAKUTIN, Dr. Ec. Scs.** (Gosudarstvennyy Universitet Upravleniya - Moscow)

Editor-in-charge **HRISTO ANGELOV**, Editor **NOEMZAR MARINOVA**, Editor in English **KALIOPA GORCHEVA**

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

Tel. (02) 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

2020

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

ЕВРОПЕЙСКИТЕ БАНКИ СЛЕД СУВЕРЕННАТА ДЪЛГОВА КРИЗА: СТАБИЛНОСТ, РЕГУЛАЦИИ И ПРЕДИЗВИКАТЕЛСТВА

Разкрити са особеностите на влиянието на глобалната финансова криза върху състоянието и поведението на европейските банки в следкризисния период. Анализирани са измененията в структурата на банковия баланс и как се променят приоритетите в тяхната дейност под влияние на трудната икономическа среда след кризата. В условия на изменения в глобализацията европейските банки се сблъскват с редица предизвикателства, свързани с необходимостта от внедряване на финансови иновации и с конкуренцията между големите международни банки и Fintech компаниите.

JEL: F15; F36; G2; G28

Ключови думи: дългова криза на ЕС; реструктуриране на европейските банки; показатели на банковите баланси; перспективи и предизвикателства пред европейските банки

През последните десетилетия европейските банки разнообразяват и разширяват дейността си, за което съдейства и благоприятната макроикономическа среда в ЕС, а и в целия свят до настъпването на глобалната финансова криза (ГФК). В Европа основната финансова структура на Икономическия и паричен съюз (Еврозоната) са големите европейски универсални банки, които доминират и са взаимосвързани по линия на кореспондентските отношения, предлагайки широк спектър от банково-платежни, застрахователни и инвестиционни услуги. С цел максимизиране на печалбата и увеличение на рентабилността те извършват сделки на сливания с банки в други държави-членки на ЕС и/или придобиват дялов капитал, като същевременно участват активно и в операции със структурирани финансови ценни книжа на капиталовите пазари.

Глобалната финансова криза (2007-2008 г.), както и европейската криза с държавните дългове обаче показва, че европейските банки са подценявали необходимостта от спазване на редица важни финансови показатели като съотношението на собствен капитал към привлечени средства, съотношението между депозитна база и раздадени кредити, изчистването на кредитните портфейли със съмнително качество и т.н. Оказва се също, че централните банки на държавите-членки на ЕС не са осъществявали достатъчен контрол над парично-кредитните институции, което още повече влошава ликвидното и платежното състояние на банките по време на кризите.

Ето защо в следкризисния период европейските банки започват да реструктурират своята дейност и да търсят по-ефективни бизнес модели, да преосмислят проектите, свързани със задгранична експанзия, да ограничават съмнителните кредитни дейности и т.н. Във връзка с това Европейската централ-

* ИИИ при БАН, секция „Международна икономика“, iskrachristova@abv.bg

на банка (ЕЦБ) и европейските институции въвеждат редица мерки, насочени към укрепване на ликвидната основа на банките, към засилване на надзора и на регулаторната рамка в тази сфера.

Отражението на ГФК и на суверенната европейска дългова криза върху европейските банки

До възникването на ГФК европейските банки разгръщат широка оперативна дейност с цел да максимизират печалбите си и да устоят на силната конкуренция на банките извън ЕС. Тази дейност обаче в много случаи е съпроводена с рискови операции, които влошават качеството на финансовите инструменти на банковите баланси. Банковите стандарти за предоставяне на кредити на домакинства и на компании се оказват непоследователни и непрозрачни, като често се прибягва до краткосрочно финансиране от капиталовия пазар. Банковият надзор, осъществяван от централната банка, невинаги отчита нарастаният рисков фактор при някои парични институции, особено когато това засяга краткосрочните оперативни сделки, носещи бързи печалби. Политиката на централната банка е насочена най-вече към дългосрочната устойчивост на възвръщаемостта на активите.

Глобалната финансова криза започва със спадането на цените на ипотеките в жилищния сектор на САЩ, което обуславя силната обезценка на структурираните дългови ценни книжа, обвързани с ипотечните заеми. С фалита на инвестиционната банка „Лемън Брадърс“ (15.09.2008 г.) по линия на банковите кореспондентски отношения финансовата криза се разширява, обхващайки други развити икономики, и придобива международен характер. Особено уязвими стават банките с висока степен на експозиции в подобен вид структурирани ценни книжа. Оказва се, че в управлението на редица банки не е съблюдавано стриктно изискването за наличието на достатъчно собствен капитал и на капиталови буфери.¹

Между 2003 и 2007 г. средният годишен растеж на банковите системи – членки на Комитета на глобалната финансова система (CGFS) към Банката за международни разплащания (БМР) в Базел, Швейцария, възлиза на около 12% в сравнение с 4% след 2008 г. (вж. Bank for international settlements, 2018). Кризата слага край на периода на бърз растеж на банковия сектор. Банките в САЩ, в Обединеното кралство, в континентална Европа започват да изпитват остър недостиг от ликвидни средства и са със затруднен достъп до източниците на финансиране. Банковият надзор и пруденциалната политика на централната банка не са в състояние да въздействат ефективно върху експанзионистичната

¹ Капиталовият буфер е наличието на задължителен капитал, който финансовите институции трябва да притежават в допълнение към другите минимални капиталови изисквания. Регламентите, които се отнасят до въвеждане на капиталовите буфери, са предназначени да намалят проциклическия характер на кредитирането чрез насърчаване на въвеждането на антициклически буфери, както е посочено в регулациите на Базел III на Комитета за банков надзор при Банката за международни разплащания.

банкова дейност. Спадането на ликвидността се дължи на декапитализацията на банките, на влошаването на съотношението основен капитал/рисково претеглени активи и на намаляването на цените на банковите активи на капиталовия пазар. Поради това в първоначалния период, за да се разрешат проблемите на банките в САЩ и в Европа, основната задача е да се спре изтичането на ликвидни средства и тяхната рекапитализация. Банките на нововъзникващите пазари остават донякъде изолирани от тези кризисни сътресения, защото дейността им е концентрирана на вътрешния банков пазар. След азиатската криза от 1995-1996 г. те изпълняват по-високи изисквания и регулации, което силно ограничава банковите политики, насочени към необезпеченото финансиране на местните компании.

Доказано е, че една от съществените причини за уязвимостта на банково-финансовите системи е мултиплицирането на новите финансови инструменти – дериватите, и секюритизацията на дълговите инструменти. Задълбочаването на ГФК е предизвикано до голяма степен от т.нар. сенчеста банкова система (*shadow banking system*), която се развива под въздействието на два основни фактора – финансовата либерализация и еволюцията на финансовите иновации. Главните участници в тази система са инвестиционните банки, спекулативните фондове и другите финансови организации, търгуващи с ценни книжа.²

Кризата се отразява крайно отрицателно върху икономическия растеж на европейските държави и нарушава банково-финансовата им стабилност. ГФК преобръща представите на международната икономическа и финансова общност, че банките са прекалено големи, за да фалират, и че дерегулацията на банковата система е най-верният път за преодоляване на външни и вътрешни шокове и за възстановяване на стабилността на банковата система. Променената икономическа среда изправя европейските банки пред редица сериозни предизвикателства – те трябва да се справят с липсата на ликвидност, с натрупването на необслужвани (лоши) кредити, с декапитализацията, с липсата на достъп до междубанковия и до капиталовия пазар. Бързото преодоляване на сътресенията на банковата сфера е от особено значение за универсалните европейски банки, които са най-уязвими по време на криза и възможните им фалити застрашават функционирането на икономиката.

Опити за стабилизиране на европейските банки след ГФК

По време на първата фаза на ГФК в САЩ и в Европа се прилагат сходни парични политики за справяне с изостреното положение, като официалните парични органи финансират изпадналите в ликвидна криза банки и така ограничават разпространението на кризата. Федералната резервна система (ФРС) и ЕЦБ, се опитват да намалят „ефекта на заразата“ в международната валутно-финансова система чрез:

² В много от случаите банките учредяват подобни финансови къщи, за да разширят източниците на печалба по линия на активното им участие на капиталовите пазари.

- предоставяне на обезпечено кредитиране на търговските банки за възстановяване на ликвидността им, както и чрез прилагане на други договорености;
- подкрепа на краткосрочните парични пазари на едро с цел финансиране на търговските банки (ТБ);
- засилване на гаранциите за депозитите на дребно и на други задължения;
- покупки на ценни книжа със сравнително ниско качество, които не се търсят на капиталовите пазари;
- рекапитализиране на банките и възстановяване на тяхната ликвидност с цел облекчаване на непосредствения натиск от намаляването на способността им да си набавят ликвидност поради силно избирателния междубанков пазар или липсата на бързо конвертируеми ценни книжа. В някои случаи официалните правителствени органи изкупуват миноритарни дялове на банки, които изпитват ликвиден недостиг, а в други – банките се обявяват в несъстоятелност и практически се национализират.

През втората „ограничителна“ фаза на разпространение на кризата централните банки предоставят ликвидност на ТБ и прилагат конвенционални и неконвенционални механизми на паричната политика, за да се отслаби кризисният натиск над капиталовите пазари и да се овладее намалението на цените на банковите активи. През този период, характеризиращ се не само с ликвидните проблеми на банките, но и със спад в икономиката на развитите държави, официалните парични мерки в САЩ и в ЕС се различават. Банките в САЩ емитират нови акции за стабилизиране на уязвимите банков баланси, а банковият надзор реагира по-ефективно, отколкото надзорните механизми на национално равнище на страните-членки на ЕС. В САЩ мобилизирането на ресурсите и рекапитализацията на банките протича по-бързо в сравнение с Европа, където няма съгласуваност на мерките на финансовата и на паричната политика, насочени към стабилизирането на банковия сектор.

Въпреки усилията на официалните парично-кредитни органи икономическата криза се задълбочава – следват фалити на предприятия, нарастване на безработицата, липса на достатъчно кредити за финансиране на икономиката и недостиг на свежи инвестиции. Правителствата на развитите икономики са изправени пред двойна дилема – от една страна, необходимостта от стабилизиране на банковия сектор и ограничаване на икономическия спад, а от друга – възобновяване на икономическата активност.³

През 2009-2010 г. европейските правителства прилагат финансови мерки на обща стойност от 200 млрд. EUR (1.5% от БВП на ЕС), за да стимулират икономиката. Паралелно с това централните банки използват конвенционални парични политики (политиката на открит пазар и намаляването на лихвените проценти). Към края на 2008 г., за да се влеят допълнителни ликвидни средства

³ През 2008-2009 г. във Франция фалитите възлизат на 20%, а от началото на 2008 до 2010 г. в САЩ са изгубени 8 млн. работни места, като безработицата нараства от 4.8 до 9.5% от активното население

в страните от Еврозоната, ЕЦБ понижава лихвения процент по рефинансирането на банките от 4.25 на 3.75%,. Прагът на застрахованите влогове за частни лица до над 50 000 EUR се повишава. Финансовата комисия на ЕК (ЕКОФИН) отпуска допълнително 50 млрд. EUR на страните от Еврозоната (2009 г.) за финансиране на платежните баланси и за преодоляване на дисбалансите в икономиките им. Тези мерки са насочени към намаляване на необслужваните кредити и на високорисковите активи спрямо собствения капитал на банките.

След като кризата се разширява и обхваща и други региони на света, в международен аспект се подобрява координацията на мерките за предотвратяване на негативните ефекти (ограничителната фаза) в сравнение с тези при предишни банкови и валутни кризи, например при азиатската криза от 1994-1996 г. (вж. Laeven and Valencia, 2013). Комитетът за европейски банков надзор на ЕС и Европейският банков орган (ЕБО) провеждат два кръга от стрес тестове, чиято основна цел е да се възстанови доверието към банките, които не са реструктурирали бизнес модела на управление и организация на банковата си дейност. През 2009 г. неудовлетворителните резултати показват, че стрес тестовете не са проведени на добро равнище и това пречи за идентифициране на рисковете от неизпълнение на банковите задължения на държавните институции и за открояването на държавния риск (sovereign risk).

През май 2010 г. Европейската комисия (ЕК) учредява Европейски фонд за финансова стабилност и Европейски механизъм за финансова стабилност за оказване на помощ на страни, които са на прага на финансов фалит, където се събират 750 млрд. EUR. През 2012 г. тези два инструмента са заменени от Европейския стабилизационен механизъм (ЕСМ) чийто капитал възлиза на около 500 млрд. EUR и се набира от вноски от страни-членки на Еврозоната. Най-голям дял постъпления идват от Германия, Франция, Италия и т.н. През същата година ЕЦБ провежда програма за практически неограничено изкупуване на държавни облигации с цел понижаване на цените и намаляване на разходите на страните при обслужване на суверенните дългове.

Финансирането на подкрепата за европейския банков сектор и на икономическата активност води до увеличаване на дефицита на държавния бюджет. Свиването на БВП на страните от ЕС поради икономическата криза намалява приходите от данъци и такси, което също задълбочава тази отрицателна тенденция. Натрупаният частен дълг се прехвърля върху публичния сектор на принципа на скачениите съдове, а съгласно ефекта на финансовите „кризи-близнаци“ – и върху икономиката. Банките и държавата попадат в „порочен кръг“ поради по-голямата задлъжнялост на страните от Еврозоната и нарасналите разходи на европейските банки по време на кризата. Банките акумулират в портфейлите си държавни ценни книжа (ДЦК), чиято стойност в периоди на криза спада. Така загубите се увеличават, защото цената на финансиране на банките зависи от цените на ДЦК. Впоследствие изтънялата ликвидност на междубанковия пазар се задълбочава още повече от дълговата криза в Еврозоната и от икономическата криза. Тези комбинирани отрицателни процеси затрудняват допълнително

изчистването на банковите баланси от необслужвани кредити и тяхното стабилизиране.

Частните задължения се прехвърлят на държавния бюджет и в редица страни (Ирландия, Испания, Португалия) държавните дългове нарастват.⁴ Свиването на покупателната способност поради въведените мерки за строги икономии на публичните разходи още повече повишава частните дългове, което утежнява дефицита на Испания, Ирландия и Обединеното кралство. Високият държавен дълг на Гърция (175% от БВП през 2013 г. спрямо 107% през 2007 г.), на Испания (92% от БВП срещу три пъти по-нисък дълг през 2007 г.), на Португалия (128% от БВП срещу 2 пъти по-ниско равнище през 2007 г.), на Италия (128% от БВП срещу 100% през 2007 г.) застрашава функционирането на Икономическия и паричен съюз на ЕС.

Европейският банков сектор получава съществена финансова помощ. През ноември 2010 г. на Ирландия е предоставен спасителен финансов пакет от ЕС и МВФ в размер на 85 млрд. EUR, от които 35 млрд. са за рекапитализиране на ирландските банки. През април 2011 г. Португалия губи достъп до пряко финансиране от международния капиталов пазар и ползва финансова помощ от ЕС и МВФ. Котирането на държавните дългови книжа на Гърция и Португалия на капиталовите пазари се понижава, което довежда до намаление на рейтинга на тези страни.

В средата на 2011 г. ЕЦБ изкупува държавни дългови ценни книжа, главно италиански и испански, чрез операции на открит пазар, като целта е да се спре спадът в цените на дълговите инструменти. Отпуснат е и втори спасителен план за Гърция (юли 2011 г.) на стойност 109 млрд. EUR, както и 49 млрд. EUR, набрани от частни заемодатели. През октомври 2011 г. частните банки-кредитори заличават около 50% от гръцкия дълг, натрупан в частни банки, в застрахователни дружества и в пенсионни фондове, срещу задължението за рекапитализиране на гръцките банки. През ноември 2012 г. гръцкият дълг е реструктуриран на основата на по ниски лихвени проценти, начислявани върху дълговите гръцки книжа.

За да се преодолеят дълговата криза и рецесията, към 2014 г. страните с високи дългове към БВП (с изключение на Гърция и на Кипър) пристъпват към изпълнение на програми за икономическо и финансово оздравяване, препоръчани от ЕС и МВФ. Към декември 2013 г. Ирландия първа излиза от особения надзор, а след нея това се случва и с Испания (януари 2014 г.) и Португалия (май 2014 г.). Ирландия е единствената страна, която възстановява икономиката си и през 2014 г. постига годишен икономически растеж от 5%. Португалия регистрира растеж от 1.5%, а испанската икономика отчита положителен икономически ръст след 2013 г. Въпреки че по време на програмите за възстановяване Ирландия и Португалия намаляват вътрешния си дълг до 120% от БВП, безработицата там остава доста висока. В Гърция тя възлиза на 23% от актив-

⁴ В Еврозоната публичният дълг се увеличава от 66% от БВП през 2007 на 88% през 2011 г.

ното население, в Испания – на около 23%, а младежката безработица клони към 50%. През март 2012 г. 25 страни от ЕС подписват Фискален общ договор (без Обединеното кралство и Чешката Република), задължавайки се да съблюдават бюджетна дисциплина в рамките на ЕС.⁵

В това отношение докладът „Лииканен“ е едно от основните важни събития, което бележи новия етап в реформирането на европейската банкова система (вж. The Liikanen Group, 2012). Въз основа на него на 3 юли 2013 г. Европейският парламент изготвя доклад „Реформа на структурата на банковата система на ЕС“ („Reforming the structure of the EU banking sector“), в който са разписани мерки за реформиране на големите универсални европейски банки, които са „твърде големи, за да фалират“. През януари 2014 г. предложенията се публикуват под формата на препоръки, озаглавени „Регулиране и структурни мерки за подобряване устойчивостта на кредитните институции на ЕС“ („Regulation on structural measures improving the resilience of EU credit institutions“).

Кризата на публичния дълг предизвиква несигурност и сътресения в Еврозоната, което оказва силно отражение върху финансово-банковата система на ЕС. Еврозоната очевидно е подложена на системен риск, а кризата е определена като „системна“. Индексите на ценните книжа на фондовите борси се сриват два пъти – през пролетта на 2010 г. и през лятото на 2011 г. Дълговата криза и връзката ѝ с банките води до сериозни сътресения в европейските парични институции. По данни на БМР към края на първото тримесечие на 2011 г. френските банки държат 1.543 млрд. USD дълг на страните от Еврозоната, от които 317 млрд. съставляват публичен дълг. Те държат 106 млрд. USD в италиански суверенни дългови ценни книжа, което е 10 пъти повече в сравнение с акумулираните гръцки дългови книжа. Ако към италианските ДЦК се прибавят и дълговете на италианския частен сектор, то експозициите на френските банки в италиански дългови книжа достигат 416 млрд. USD. Френските банки държат белгийски държавни облигации на обща стойност 230 млрд. USD, а белгийският държавен дълг спрямо БВП на страната достига 94%. Германските банки също са изложени на съществен риск поради акумулирането на държавни облигации на други страни от Еврозоната – те държат 177.5 млрд. испански държавни облигации, а банките от Обединеното кралство – 141 млрд. USD ирландски вътрешен дълг (вж. Banque des règlements internationaux, 2011).

Големите банки изкупуват местни ДЦК от държавата, в която се намира тяхната централа. През 2013 г. испанските банки притежават 42% от испанските държавни облигации в сравнение с 25% в началото на 2008 г. Акумулирането на ДЦК от италианските банки възлиза на 3% в началото на 2008 г. и достига до 17% в средата на 2013 г. Френските банки също увеличават дела на държавните облигации – от 7% към края на 2007 г. на 13% към октомври 2013 г.

⁵ Въведено е „златното правило“ за съблюдаване на бюджетната дисциплина и за уравнивяване на бюджетните сметки. Когато бюджетният дефицит към БВП надвиши 3% от БВП, влизат в сила автоматични строги санкции.

За да поддържа средносрочното равнище на цените в Еврозоната, през 2014-2015 г. ЕЦБ предприема мерки срещу кризата с държавните дългове, повишавайки изкупуването на ДЦК, като паричната ѝ политика има различни форми. Лихвените проценти в Еврозоната достигат до най-ниското си равнище – ЕЦБ понижава лихвения процент по рекапитализиране на европейските банки до 1%, а постепенно той спада и до нива, граничещи с 0%. Това означава, че конвенционалните парични мерки изчерпват влиянието си върху икономиката и финансовата система. За да ги подкрепи, ЕЦБ въвежда *неконвенционални парични мерки*. Първата е т.нар. количествено улеснение (*quantitative easing*), при което централната банка изкупува ценни книжа (ДЦК и корпоративни облигации), за да се осигури ликвидност на паричния пазар, и така понижава дългосрочните лихвени проценти. Изкупуват се дългови ценни книжа, емитирани от ТБ, с цел стабилизиране на балансите и повишаване на кредитния им потенциал в условия на продължителен период на много нисък икономически растеж и риск от дефлация. Европейската централна банка обаче отчита, че през 2014-2015 г. резултатите не са видими. Поради това като подкрепа се въвеждат *целевите операции за дългосрочно рефинансиране* (Targeted Long Term Refinancing Operations – TLTRO), благодарение на които търговските банки получават достъп до изгодни заеми, отпускани от централната банка. Тези операции осигуряват ликвиден ресурс на банките, при условие че те предоставят кредити на реалния сектор.

Ако съответната ТБ спазва политиката на ЕЦБ, тя ползва изгоден лихвен процент, начисляван при изплащането на заема на централната банка (*улесняващ лихвен процент*) – в противен случай плаща по-високи лихви. Улесняващият лихвен процент насърчава отпускането на кредити на реалния сектор, като целта е да се отстранят и ограничат спекулативните сделки, които носят по-високи печалби на банките. Отрицателните лихвени проценти целят също намаляване на лихвените проценти по депозитите на ТБ в централната банка и освобождаване на парични средства за увеличение на банковото кредитиране.

Намаляването на лихвения процент по рефинансирането на търговските банки се влияе пряко от паричната политика на ФРС (САЩ), поради което ЕЦБ възприема мерки за засилване на бъдещите ориентири (репери) на паричната политика (*forward guidance*). Въвеждането на неконвенционалните парични мерки обаче буди съмнение относно ползата от „наливането“ на ликвидни средства в икономиките на страните от Еврозоната поради несигурната икономическа среда и слабото търсене на банкови кредити от реалния сектор. В този смисъл важен елемент от оздравяването на банковата система е изчистването на балансите на търговските банки чрез консолидиране на балансите на банките с над 200 млрд. EUR (Draghi, 2015).

Целевото кредитно финансиране се отразява положително върху кредитната политика на банките, защото нараства конкуренцията за банкови кредити между кредитополучателите. Предишните широки маржове между лихвените проценти по кредити и депозити се стесняват, което води до намаляване на

лихвените проценти по банковите кредити, а това на свой ред повишава търсенето им от първокласните клиенти. Измененията в кредитната политика са най-видими при тези банки, използващи целевите операции за дългосрочно рефинансиране независимо от факта дали те са локализирани в страни с ниски или с високи държавни дългове, което сближава равнището на лихвените проценти по банковите кредити в държавите от Еврозоната. Мерките за овладяване на дълговата криза до някаква степен възпират нейното задълбочаване, но ограничителната икономическа и бюджетна политика, прилагана във високо-задлъжняелите страни, възпрепятства по-бързото излизане от кризата.

Към края на 2019 г. ЕЦБ продължава да прилага парична политика, характеризираща се с негативен лихвен процент по депозитите на ТБ в централната банка (-0.50% през септември 2019 г.). Лихвените проценти на основните операции по рефинансиране на банките и при улеснението на маргиналният заем остават съответно 0.00 и 0.25%. Основната цел на отрицателните лихвени проценти е задържането на инфлацията в Еврозоната под 2% годишно. *Програмата за закупуване на активи (APP)* също е насочена към уравнивяване на лихвените проценти на ЕЦБ. От 1.11.2019 г. продължава изкупуването на ценни книжа на стойност 20 млрд. EUR месечно. Реинвестициите, които представляват рамбурсиране на ценни книжа при падеж, изкупени в рамките на APP, няма да бъдат прекратени, за да се поддържат благоприятните условия за осигуряване на ликвидността на междубанковия пазар и на парична подкрепа на икономиката. В това отношение целевите операции за дългосрочно рефинансиране (TLTRO III), които се провеждат на всеки три месеца, съдействат за отпускането на благоприятни банкови заеми, както и за постигане на хармонична трансмисия и предвидимост на паричната политика.

Различните аспекти на ефекта на финансовите кризи върху реалната икономика са обект на редица теоретични икономически изследвания, подчертаващи, че след спекулативното нарастване на „финансовия балон“ следва внезапен колапс на финансовите индикатори, които рефлексират негативно върху икономическия цикъл и растеж. В тях се изтъква, че възстановяването на икономиката е трудно, защото банките са предпазливи при кредитиране на реалния икономически сектор и частните инвестиции са в застой (вж. Abiad et al., 2009; Reinhart et al., 2016; Chiappori, Yanelle, 2015). Следкризисното икономическо и финансово възстановяване в Европа се характеризира с продължителен период на слаб икономически растеж, ниска инфлация и почти нулеви, дори отрицателни лихвени проценти. Дълготрайният застой в инвестициите в основен капитал и недостатъчното кредитиране на компаниите и домакинствата от ТБ се дължи и на опитите на европейските банки да се освобождават от необслужвани кредити и задължения в дългосрочен период.

Следкризисно преустройство на европейските банки

Европейската дългова криза усложнява следкризисното възстановяване на европейските икономики и особено на тези с висок държавен дълг, поради

което икономическата конвергенция между страните-членките на ЕС се забавя. Показателно е, че Франция и Италия не са в състояние да овладеят бюджетните дефицити, дори и през 2015 г. След кризата общите активи на банковия сектор в Еврозоната се свиват значително, като през 2008-2016 г. в абсолютно измерение те намаляват с 15% към БВП на тези страни. Задлъжнялостта на банките спада, вкл. и в държави, където ливъриджът е бил по-висок. Докато задлъжнелите страни се опитват да възстановяват ликвидността на търговските банки и да постигнат икономическа устойчивост, макроикономическото състояние на Германия остава стабилно.

След световната финансова криза европейската банкова индустрия се реструктурира в две основни направления:

Първото структурно изменение засяга регулациите на европейския банков сектор – те не само се увеличават, но и се въвеждат механизми за по-стриктен надзор над тяхната дейност. Повишават се изискванията относно капиталовата основа на банките и съотношението между собствен и привлечен капитал, ограничават се операциите в ценни книжа, които водят до нарастване на дълговете, и се определят строги условия за равнището на ликвидността на банките. Целта е да се сведат до минимум рисковете при системно важни европейски парични финансови институции, за да се отстрани изцяло вероятността от неплатежоспособност (дифолт) на банките и финансирането им от държавата. Прилагат се и целенасочени мерки за укрепване на устойчивостта на паричните институции при външни кризисни шокове. При възникването на вероятност за фалит на голяма универсална банка банковата и финансовата система трябва да имат готовност да го преодолеят. Тези мерки задължават банките да спазват регулациите и да се освобождават от необслужвани кредити и дългови задължения на държави с висок публичен дълг. Приема се нова рамка за управление на банкови кризи.

Във връзка с промяната на институционалната структура на ЕС е създаден Европейски фонд за финансова стабилност (ЕФФС), който предоставя потенциална капиталова помощ, като продава облигации и финансира държавите-членки, а не пряко банките. Впоследствие ЕФФС е заменен с ЕСМ, чиято непосредствена задача е да финансира европейските банки, при условие че изпълняват програма за стабилизиране на финансите си. С въвеждането на единните механизми за надзор и единни решения се учредява Европейският банков съюз (ЕБС),⁶ но третият му стълб – Европейската схема за гарантиране на депозитите, все още не е влязъл в сила, а по линия на другите направления

⁶ Изграждането на ЕБС се основава на 3 стълба, които се въвеждат поетапно и постепенно, когато са постигнати целите, залегнали в предишен период. Първият стълб (в сила от 01.03.2014 г.) е Единният банков надзор. Чрез втория се постига общо управление на кризите. Третият стълб предвижда влизането в сила на Европейската гаранция на влоговете. Прекратява се практиката големите европейски банки да се финансират от държавни средства, което води до нарастване на вътрешния дълг на задлъжнелите държави, до понижаване на рейтинга на съответната страната, до прилагане на ограничаващи икономическата активност политики и в крайна сметка до рецесия.

няма особен напредък. Въпреки това структурното преустройство на наднационалните банково-финансови органи на ИПС е в ход и има стремеж към наднационално регулиране на финансовата европейска интеграция.

След ГФК и кризата на държавните дългове в Еврозоната европейските банки предприемат редица структурни промени, като изпълняват стриктно изискванията на ЕК съгласно Базел III. Европейските финансови институции използват структурни икономически и финансови подходи за намаляване на дълговете на нефинансовия сектор към банките и за тяхната рекапитализация. Поради разликите в банково-финансовата основа обаче при обявяването на банките в несъстоятелност не се следва една и съща юридическа процедура. В държавите-членки на Еврозоната от континентална Европа преобладава непрякото финансиране на компаниите, т.е. те зависят повече от получаването на банков кредит, докато в страни с развити капиталови пазари, прилагачи англосаксонски модел на банкиране, финансирането на компаниите е пряко обвързано с капиталовия пазар.

Във връзка с всичко това регулаторните органи се опитват да получават максимално точна информация за състоянието на банковия капитал и за банковите баланси, проследявайки рекапитализирането на големите парични институции от централните банки. Ежегодният мониторинг на кредитната дейност на банковата система показва възстановяването на балансите на европейските банки по линия на Надзора на качеството на активите от ЕК в рамките на Единния финансов механизъм (ЕФМ).

Второто измерение на структурните промени се отнася до постигането на договореност между универсалните банки и наднационалните европейски финансови органи за изчистване на портфейлите на банките от ценни книжа със съмнително качество, за организация и управление на оперативната дейност без поемането на особени рискове, за внедряване на иновативни технологии и за оценка на непрякото финансиране на банките. Тези изисквания отразяват затягането на регулациите, свързани с функционирането на европейската банкова система, от страна на официалните органи. Целта на европейските финансови институции е да се създадат наднационални органи за регулиране на банковата система и да се установи пълен финансов надзор над банките в страните-членки на ЕС и в частност в Еврозоната.

Резултатите от конкретните стъпки, насочени към задълбочаване на европейската банково-финансова интеграция, обаче са спорни, защото развитите икономики на ЕС, където са седалищата на големите европейски банки, вероятно ще защитават, макар и непряко, интересите на тези банки. Въпреки че големите европейски банкови групи са длъжни да спазват банковите регулации, когато последните са прекомерни и засягат непосредствено оперативните им цели, е твърде вероятно те да се ориентират към прехвърляне на активи чрез финансови операции в офшорни центрове, както и към разширяване на сенчестите банкови операции, които не са обект на надзор и регулиране от страна на европейските финансови органи. Известна е практиката, когато, за да

избегнат прекомерните регулации, банките поемат по-високи рискове, които биха компенсирали допълнителните им разходи, породени от изискванията на регулативните органи.⁷

Стрес тестовите първоначално се въвеждат като средство за управление на кризата през 2011 г. Постепенно те се превръщат в редовен и гъвкав инструмент на компетентните финансови власти в Европа за разкриване на устойчивостта на банките при кризисни шокове, както и на „остатъчни области на несигурност“, които също се нуждаят от прилагането на определени мерки.⁸ Разширените стрес тестове еволюират в годините, като следват развитието на финансовите пазари, реформите във финансово-банковата сфера и промяната в архитектурата на финансовия надзор на ЕС. В очакване на реформите на Базелския комитет за банков надзор европейската методология се отличава с консервативност при определянето на капитала, който е важен показател за достоверността на съответното изследване. През 2014 г. инструментите на стрес теста са не само основополагащи при въвеждане на Единния надзорен механизъм (Single Supervisory Mechanism), но те са и компонент на оценката, започнала преди неговото влизане в сила (т.е. прехвърлянето на надзора от национално равнище върху ЕЦБ). Целта е да се измери количествено определянето на недостига на капитал и съответното рекапитализиране на банковата система.

През 2016 г. банковият сектор на ЕС се възстановява и фокусът на изследванията се измества – набляга се върху идентифицирането на потенциалните слабости, а не толкова върху разрешаването на проблема с липсата на капитал. Макар че резултатите от проведения през 2016 г. от ЕЦБ годишен стрес тест за състоянието на най-големите банки в Европа са сравнително добри, те са твърде противоречиви, защото не отразяват реалните финансови затруднения на някои от тези парични институции. Оказва се, че европейските банки не разполагат с достатъчно ресурси, за да компенсират загубите на капитал, което показва, че отрицателните ефекти на кризата с държавните дългове не са напълно преодолени. Банките продължават да изпитват влиянието на макроикономическите дисбаланси, натрупали се в развитите икономики от ЕС по време и след кризите⁹, което означава, че те са изложени на риск при евентуално развитие на бъдеща банково-финансова криза. С други думи, системният риск, присъщ на международната финансова система, е постоянно действащ и не е овладян.

⁷ След излизането на Великобритания от ЕС предстои нов етап на реструктуриране на европейските банки. Сравнително по-малките печалби на европейските в сравнение с американските банки – едни от основните конкуренти на международния банков пазар, ще принуждават европейските парични институции да търсят начини за компенсиране на по-ниските печалби чрез провеждане на по-агресивна банкова политика, която би влязла в разрез с разпоредбите на ЕЦБ.

⁸ С публикуването на конкретните данни за състоянието на банките се подобрява прозрачността в европейската банкова система.

⁹ Финансовото и ликвидното състояние на италианските банки например поражда съмнения, тъй като те изпитват трудности при финансиране от капиталовия пазар.

Моделът, препоръчван от ЕЦБ за оценка на банките, е от долу нагоре, *Най-напред* се оценява как банките прилагат своите вътрешни модели, които са съсредоточени към изпълнението на техните оперативни дейности. Банковият баланс се разглежда като статична величина, към определена дата, без ръководството на банката да се намесва при овладяването на възможни кризисни събития. *След това* се въвеждат стрес тестове за платежоспособност, чрез които се проверява дали понижаването на ликвидността на банката се отразява върху цената на ценните ѝ книжа.

През 2018 г. в стрес теста на банките са включени Международните стандарти за финансово отчитане (МСФО), които поставят допълнително изискване – банките са задължени да отделят провизии срещу евентуални просрочия на кредити. Проявилите си през годините рискове също се отчитат в модела за оценка на платежоспособността на банката. Включват се и други изисквания (например параметър за несигурност), отстраняващи предварително рисковете при финансови инструменти, които не се котира на капиталовите пазари.¹⁰ Тестването на неблагоприятните сценарии е за период от три години (2018-2020 г.) и отразява оценката на главните рискове във финансовия сектор на Европейския съюз.¹¹

Резултатите от стрес теста, проведен сред 51 европейски банки през октомври 2018 г. (съгласно методологията на Fed)¹², сочат, че общият недостиг на капитал на банките, подложени на оценка при позитивен и при негативен сценарий на развитие, достига 123 млрд. EUR. При най-голямата германска парична институция Дойче банк например недостигът възлиза на 19 млрд. EUR. Резултатът от стрес теста, проведен от ЕБО, обаче разкрива, че капиталовата основа на банката е добра и тя може да устои на неблагоприятни кризисни събития. Тази разлика между собствения капиталов ресурс на банката и пазарните оценки на финансовите ѝ книжа показва, че експозициите на банката в структурирани финансови инструменти продължават да са с неясно качество, като непрозрачните финансови инструменти се оказват повече от очакваното равнище. Пазарната капитализация на Дойче банк е по-ниска от 17 млрд. EUR. Този стрес тест показва недостиг на капитали също и в „Сосиете Женерал“ (13 млрд. EUR) и БНП „Париба“ (10 млрд. EUR) – двете банки са с пазарна капи-

¹⁰ Финансови инструменти на Ниво 2 и Ниво 3 са финансови активи и задължения, които не се котира на активните капиталови пазари. Съгласно правилото на МСФО 13 стойността на финансовите ценни книжа се класифицира въз основа на доходността на тези активи.

¹¹ Неблагоприятният сценарий включва индикатори като отклонението на БВП на ЕС до -8.3%, спад на цените на финансовите активи с 26%, съпроводен с понижаване на цените на недвижимите имоти и на търговските ценни книжа.

¹² Методологията за провеждане на стрес тестовете първо се въвежда от ФРС и впоследствие се приема от ЕС като инструмент за управление на кризата през 2011 г. Подходът на ФРС по отношение на провеждането на стрес тестовете се оказва по-сигурен в сравнение с предлагания от ЕЦБ модел, оценяващ 51 европейски банки.

тализация съответно от 26 млрд. EUR и 55 млрд. EUR над допустимата теоретична разлика в капитала.¹³

Въпреки че ЕБО потвърждава положителните резултати от стрес теста относно оздравяването и устойчивостта на големите европейски банки, резултатите свидетелстват, че банките трябва да подобряват съотношението капитал/рисково претеглени активи, както и да съблюдават финансовите показатели, гарантиращи тяхната стабилност.

Структурните реформи на европейската банкова система надхвърлят временното разрешаване на кризисната ситуация – целта им е създаването на цялостна макропруденциална система, която да отстранява опасността от системен риск, застрашаващ банките и финансовата цялост на ЕС.

Банково-финансови показатели, характеризирани дейността на европейските банки

Консолидация и концентрация на европейската банкова система

Свиването на европейския банков сектор е в резултат от структурните изменения в организацията на банковата индустрия. През периода 2008-2016 г. броят на банките от Еврозоната намалява с около 25%, а след кризата в няколко европейски държави с цел по-ефективното използване на ресурсите се съкращават клоновите мрежи и броят на банковите служители (вж. Visco, 2017). Това е по-ясно очертано в банковите системи на страни, където банките играят значителна роля в икономиката, каквито са например Италия и Испания. Откриваща се тенденция е, че след кризите по-малките по размер банки закриват повече свои клонове, отколкото големите, както и че част от европейските банки ограничават участието си на някои сегменти от международните капиталови пазари.

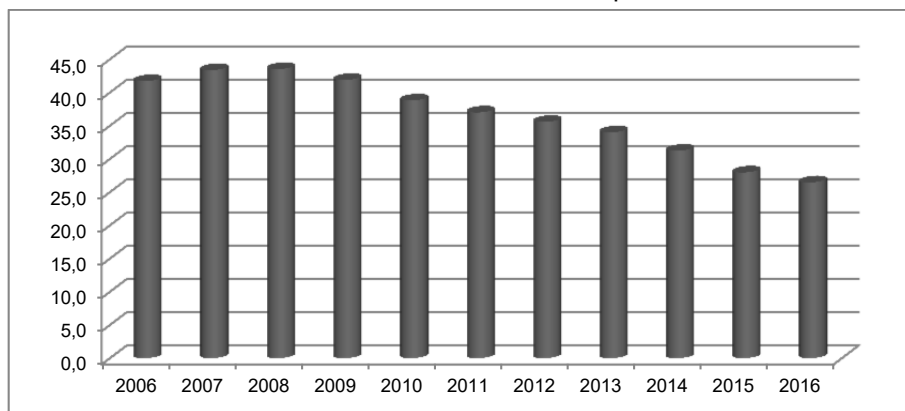
Активни и пасивни операции на европейските банки. Качество на активите

През 2006-2011 г. общите активи на банките от Еврозоната нарастват (вж. фиг. 1). Към края на 2016 г. те са 24.2 трлн. EUR на консолидирана база, а към края на 2018 г. – 29.9 трилиона EUR. През периода 2015-2016 г. общите банкови активи се увеличават незначително с 0.5 %, но в края на 2016 г. те спадат с 14% спрямо 2008 г. Ръстът им се различава по страни, като банките в Естония, Малта и Словакия регистрират двуцифрен растеж, а тези в Кипър, Гърция, Ирландия, Португалия и Словения продължават да укрепват своята капиталова база чрез освобождаването си от дългови финансови книжа (вж. ЕСВ, 2017).

¹³ Според проучване на Sascha Steffen от научноизследователския център ZEW съвместно с Университета по бизнес при Нюйоркския университет и с Университета в Лозана за изследване на резултатите от стрес тестовите на европейските банки, използвани от ФРС през 2016 г. и от ЕБО през 2014 г. с цел сравняване на разликите в капиталовата база на банките и ливъриджа.

Фигура 1

Активи на банковата система на Еврозоната, дял от общите активи на банките-членки на CGFS към БМР за периода 2006-2016 г.

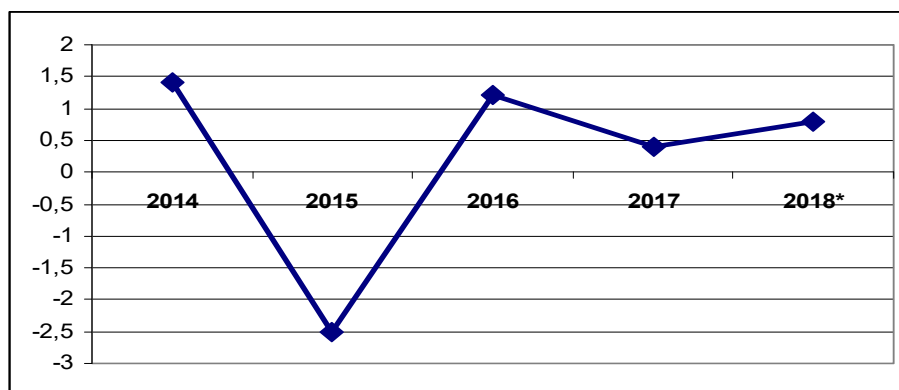


Източник. https://www.bis.org/publ/cgfs60/cgfs60_metadata.xlsx

Една от причините за намалението на общите активи на банките през 2015 г. и за общо взето, слабото им нарастване през 2017-2018 г. е сравнително ниската доходност от оперативната дейност на банките, обусловена от намаляването на кредитите за нефинансовия сектор (средно с над 10 млрд. EUR годишно), към който е насочена основната част от кредитите. Структурата на активите на европейските банки, чието седалище е в рамките на ИПС, е предимно от заеми на резиденти от Еврозоната.

Фигура 2

Темп на растеж на активите на банките от Еврозоната по години (2014-2018 г., второ тримесечие)



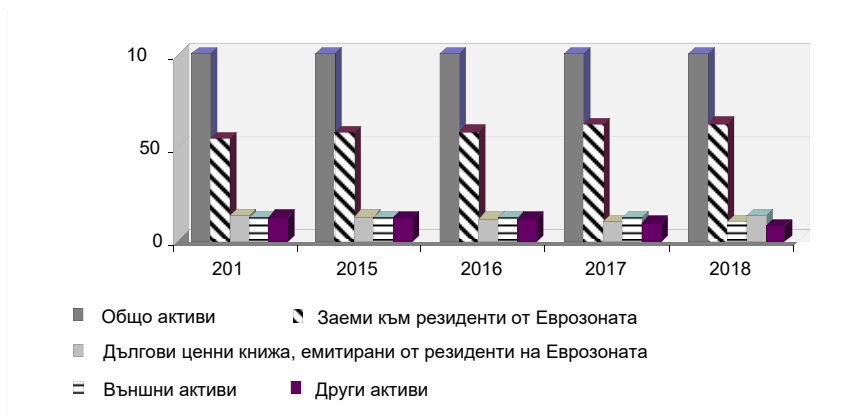
Източник. ECB, 2018a.

Темповете на нарастване на активите на европейските парични институции се влияят главно от макроикономическите показатели на отделната държава-членка и от икономическата стабилност на Еврозоната и на ЕС като цяло, но същевременно и от движението на финансовите показатели в САЩ (вж. фиг. 2).

През последните години структурата на активите се променя поради реструктурирането и свиването на банковия сектор на ЕС. Частта от агрегирания баланс на парично-кредитните институции от Еврозоната по години за 2014-2018 г. показва, че след понижението от 2014 г. кредитите нарастват с около малко над 2%. През този период заемите, предоставени на банките, възлизат средногодишно на над 5 млрд. EUR, докато отпуснатите на държавата се колебаят около малко над 1 млрд. EUR годишно. Заемите, предоставени на други парични финансови институции, нарастват от 7.1% през 2016 г. до 12.4% през 2017 г., а през второто тримесечие на 2018 г. отново се увеличават с 3.9% (вж. фиг. 3). Към юни 2018 г. заемите и авансите съставляват приблизително 63%, дълговите ценни книжа възлизат на 13%, паричните салда са 9%, а дериватите – 8% от общите активи на европейските банки.

Фигура 3

Заеми към резиденти, дългови ценни книжа, емитирани от резиденти на Еврозоната, външни активи, други активи като относителен дял от общата сума на активите на банките от Еврозоната



* Данните за 2018 г. са от второто тримесечие.

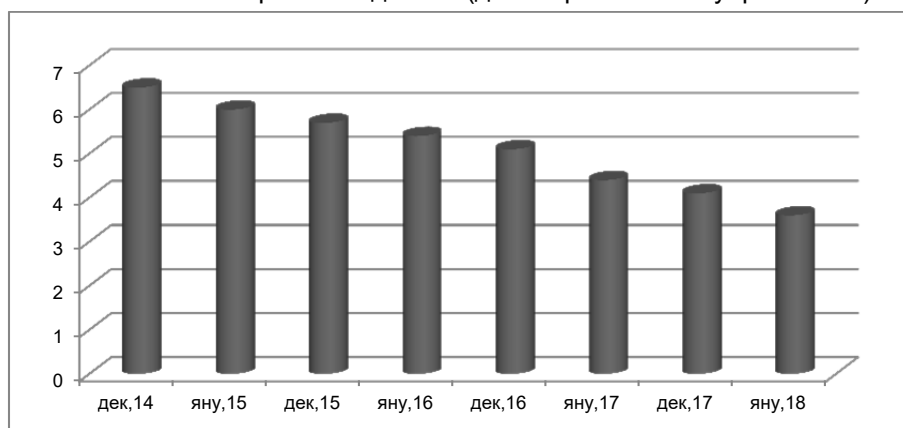
Източник. ECB, 2018a; собствени изчисления.

Качеството на активите на европейските банки се подобрява. След ГФК и кризата с държавните дългове *делът на необслужваните кредити* в Еврозоната в общите раздадени заеми рязко нараства. По данни на МВФ през 2015 г. необслужваните заеми на европейските банки са близо 1000 млрд. EUR, т.е.

нарастват двойно спрямо 2009 г. Във връзка с това МВФ предлага реформи, засягащи режимите за реструктуриране на дълговете и изпадането на длъжниците на банките в несъстоятелност, съчетани със строг банков надзор, които да позволят развитието на вторичен пазар на дългови ценни книжа. През 2017 г. общата сума на необслужваните кредити на банките от Еврозоната не намалява особено – тя възлиза на 921 млрд. EUR. Причина за бавния спад на тяхното равнище са малките печалби на предприятията и ниските доходи на домакинствата, засегнати от сътресенията в европейската банкова система. *В годините след кризите постепенното намаление на необслужваните кредити се дължи на свиването на банковия кредит за нефинансовия сектор и на застоя в макроикономическата и финансовата среда. Необслужваните кредити остават по-високи в страни със сериозна задлъжнялост като Италия и Испания.*

Фигура 4

Необслужвани кредити като % от общите активи на банките в ЕС в началото и в края на годината (декември 2014 - януари 2018 г.)



Източник. ECB, 2018a.

Необслужваните (лошите) кредити продължават да са проблемни и да затрудняват реалната оценка на европейските банки. МВФ, ЕЦБ, ЕБО и ЕСМ смятат, че хармонизирането на режима на банковите фалити в Еврозоната би дало по-ясна представа за състоянието на националната икономика и финанси на отделните страни-членки. Според ЕБО изчистването на балансите на банките от лоши кредити отнема около десет години. През периода 2014-2017 г. европейските банки са пласирали необслужвани заеми на стойност 200 млрд. EUR на инвеститори или пряко на банки, или са използвани специални финансови носители, както е в случая на Ирландия и Испания. През третото тримесечие на 2018 г. брутният размер на необслужваните кредити към банките е 3.6% – най-ниското равнище след 2014 г., като той е най-голям при малките и средните

предприятия – 9.8% средно за ЕС през юни 2017 г. Средният коефициент на покритие на необслужваните кредити е 46.0% (среднопретеглена стойност за юни 2018 г.), а покритието нараства с 1% годишно. По-високите коефициенти на покритие дават повече възможности на банките да намаляват необслужваните кредити чрез продажбата на дългови ценни книжа (вж. фиг. 4). Банките със съмнителни кредити усилено реструктурират баланса си, като продават просрочени дългови задължения на клиенти на вторичния капиталов пазар, както и като ги пласират на инвеститори.

Към сегашния момент страните от Еврозоната не постигат определени резултати относно разрешаването на въпроса с необслужваните кредити и това се дължи на факта, че големите европейски банки все още преодоляват ефектите на кризата с държавните дългови книжа. Делът на необслужваните кредити на шест страни-членки (Гърция, Италия, Кипър, Ирландия, Португалия и Словения) към общата сума на заемите надвишава 10%. В други държави от Еврозоната този проблем е незначим – например лошите кредити съставляват 3.5% от общите заеми на френските банки и 2.5% от тези на германските и холандските. Необслужваните кредити са по-скоро проблем на малките и средните по размер банки, а не на системните участници на междубанковия пазар.¹⁴

Икономическото следкризисно възстановяване на страните от Еврозоната влияе благоприятно за подобряване на качеството на активите и допринася за намаляването на необслужваните задължения към банките. В Италия – една от държавите, където проблемът с необслужваните заеми е най-остър, потокът от нови неплатени кредити спрямо общия им размер спада до предкризисните нива, като за тяхното намаление положително въздействие оказват и продажбите на дългови ценни книжа към 2018 г. от италианските банки. В тези случаи изтриването на подобни дългове от кредитния портфейл трябва да се обмисля така, че продажната пазарна цена на необслужваните кредити да позволява възстановяване на паричен ресурс. Продажбите на много ниски пазарни цени с цел по-висока възвръщаемост за банките се отразяват неблагоприятно върху балансите на банките, което ограничава възможността за отпускане на нови кредити за реалната икономика. В Италия делът на необслужваните кредити в портфейла на банките е висок и поради факта, че там съдебните процедури за възстановяване на средствата са много продължителни. Ето защо като постоянно действаща мярка (вкл. и в бъдеще) в страната се въвеждат реформи, насочени към ускорено възстановяване на необслужваните кредити.

Структурата на *пасивните операции* на банковия баланс на паричните институции на ЕС се състои главно от депозити на резиденти от Еврозоната и от дългови ценни книжа, емитирани от резиденти на Еврозоната, които през периода 2017-2018 г. леко намаляват (вж. фиг. 5 и 6).

¹⁴ Системна банка е тази, чиито банкови и оперативни дейности са значителни и разнообразни и евентуален фалит ще окаже отрицателен ефект върху световните финанси.

Фигура 5

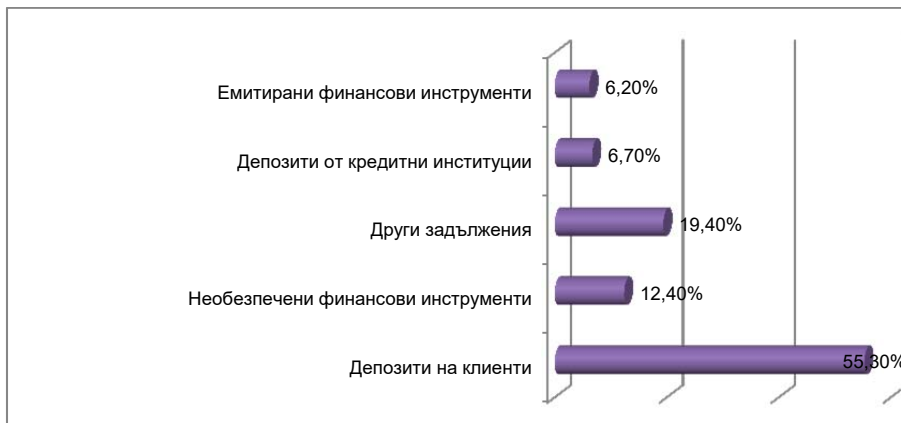
Пасивни операции на банките (млрд. EUR)



Източник. ECB, 2018a.

Фигура 6

Структура на пасива на банковите баланси на паричните институции от ЕС към юни 2018 г.



Източник. ECB, 2018a.

Най-големите вносители в банките са правителствата и нефинансовият сектор, като през 2014 г. депозитите нарастват с 1.5%, през 2016 г. – с 3.2%, а през второто тримесечие на 2018 г. – с 3.6%. През 2014-2016 г. движението на междубанковите заеми е отрицателно (средно около -3%), през 2017 г. нараства до 6.4%, за да спадне отново на 0.3% през второто тримесечие на 2018 г.

През периода 2014-2018 г. емисиите на дългови задължения са отрицателни, а през 2014-2017 г. капиталовата обезпеченост и резервите на банките са положителни и възлизат на около 4%, но през последните тримесечия на 2017 и 2018 г. са малко над 2%. В отделни периоди външните задължения на европейските банки се колебаят от 0.7% ръст през 2014 г. до спад от -5.3% през 2015 г., след което нарастват с 10.2% през 2016 г. и отново намаляват до 1.7% през 2017 г. Това показва, че банките се въздържат да теглят заеми от парични институции извън Еврозоната, а и извън Европа.¹⁵

*Тенденции в банковата структура и в резултатите.
Капиталови позиции*

През последните години европейските банки възстановяват и увеличават капитала и коефициентът му е стабилен (табл. 1).

Таблица 1

Индикатори за състоянието на капитала на европейските банки.
Банките от Еврозоната и от Европа общо (%)*

Капитал	Общо Европа	
	2015/12	2016/06
СЕТ1** в преходен период	13.54	13.64
СЕТ1 изпълнение	12.95	13.15
TIER1*** в преходен период	14.73	14.81
Капитал общо	17.7	17.79
<i>Печалби и загуби</i>		
Нетен доход от лихви (% от общия оперативен доход)	57.31	56.96
Доходи от нетни такси и комисиони (% от общите такси и комисиони)	26.8	26.64
<i>Качество на активите</i>		
Необслужвани кредити и аванси (% от общите заеми и аванси)	5.72	5.43
Нетни необслужвани заеми и аванси (% от общите заеми и аванси)	3.22	3.05
Натрупани обезценки на активите по необслужваните заеми (% от общите необслужвани заеми)	43.69	43.85
Натрупани обезценки на активите при обслужваните кредити (% от общите изпълнени заеми)	0.4	0.38

* Период на преглед на активите декември 2015 и юни 2016 г.

**СЕТ1 – основен капитал от първи ред, който включва главно обикновени акции, акумулирани в банка или в друга финансова институция. Съотношението СЕТ1 е основен капитал/рисково претеглени активи.

*** TIER1 включва СЕТ1 + допълнителен капитал от първи ред (АТ1), т.е. безсрочни ценни книжа, които лесно се конвертират в собствен капитал, когато възникне определена необходимост от неговото попълване.

Източник. ЕВА, 2016а.

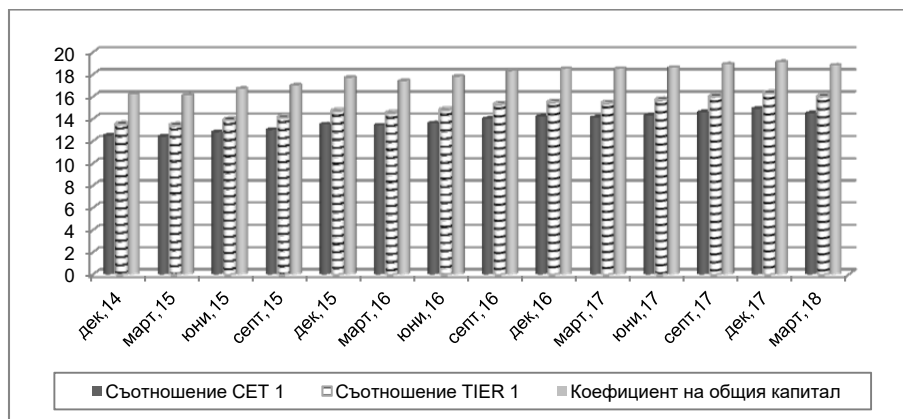
¹⁵ Трябва да се има предвид обаче, че системните банки са взаимнообвързани в кореспондентски и оперативни дейности с международните банки извън Европа. Ето защо е възможно част от трансграничните сделки да се записват извънбалансово, така че е трудно да се оценят реално външните задължения на европейските банки.

След финансовата криза през 2008 г. Базелският комитет към БМР въвежда международни стандарти за преглед и наблюдение на капиталовата адекватност на банките, известни като Базел III. Съгласно тези стандарти, за да се определи устойчивостта на банковия капитал при кризисни събития, се сравняват активите на банката с нейния капитал. Целта е банките да съумеят да преодоляват финансовите загуби при оперативната си дейност. Базел III затяга капиталовите изисквания, като ограничава включването на допълнителни средства в различните капиталови нива и структури.

След ГФК и кризата с държавните дългови книжа реакцията на финансовия пазар и на европейските надзорни органи налага по-силна капитализация на банките като съществен елемент за справяне с кризисните шокове. По-високите капиталови буфери целят да се подобри капиталовата основа на системните банки и да се намали опасността от разпространението на „зараза“ сред паричните институции.

Фигура 7

Коефициенти на капитал (преходни) декември 2014 - март 2018 г. (%)



Източник: ECB, 2018a.

Общият капитал от първи ред (CET1) е въведен през 2014 г. за защита на икономиката от финансова криза. Към 2019 г. всички банки трябва да изпълняват минималното изисквано капиталово съотношение от 4.50%.¹⁶ Към юни 2018 г.

¹⁶ Капиталът от първи ред се изчислява като капитал CET1 плюс допълнителен капитал от първи ред (AT1). Общият собствен капитал от първи ред включва основния капитал на банката, обикновените акции, излишъците в резултат от емитиране на обикновени акции, неразпределената печалба, обикновените акции, емитирани от дъщерни дружества и притежавани от трети страни, и натрупаният друг доход (AOCI). Допълнителният капитал от първи ред не е общият капитал, но отговаря на условията да бъде включен в този ред. (Капиталът AT1 е условно конвертируема или хибридна ценна книга, която може да се преобразува в собствен капитал при възникване на кризисно събитие.)

средното съотношение CET1 за банките в ЕС нараства до 14.5%, а общият капиталов коефициент се колебае между 18.8 и 16%. Въпреки подобряването на основния капитал от първи ред обаче разликите в съотношението на капитала на банките в ЕС остават големи. Някои банки в Централна, Източна и Северна Европа имат коефициент на основния капитал (CET1) доста над средния за ЕС, докато при редица банки от южноевропейски страни това съотношение е под средното за Съюза (вж. фиг. 7).

Прегледът на капитала на банките и съотношението на основния капитал, отнесен към рисково претеглените активи (CET1) по страни, показва, че това съотношение варира силно между европейските държави. От данните в табл. 1 и фиг. 7 се вижда, че придържайки се към Базел III от 2013 г., европейските банки достигат сравнително добро ниво на капитализация. Определяща е тенденцията към намаление на дела на необслужвани заеми, отнесени общо към всички кредити и аванси. Натрупаните обезценки на активите при необслужваните заеми обаче остават все още високи като следствие от кризите.

Проверката на прозрачността на банките в ЕС за 2018 г. оценява капиталовите позиции, размера на рисковите експозиции, експозициите по ливъридж и качеството на активите на 130 банки в 25 държави от ЕС и Европейското икономическо пространство (ЕИП). От 2011 г. насам ЕБО изследва прозрачността на банковите баланси на общоевропейско равнище на годишна база, като тази проверка е част от мерките за насърчаване на пазарната дисциплина на финансовия пазар на ЕС и допълва данните на банките по Стълб 3 на Директивата на ЕС за капиталовите изисквания (CRD). Заедно с набора от данни ЕБО предлага и широк спектър от интерактивни инструменти, които позволяват на потребителите да сравняват във времето и в конкретната страна, както и да правят съпоставки между отделните банки (вж. ЕВА, 2018а). Резултатите от проверката установяват, че капитализацията на търговските и на универсалните европейски банки, които са били силно засегнати от кризата, се подобрява. Намаляването на средните рискови тегла допринася за повишаването на капиталовите позиции на всички банки с различен бизнес профил. Измерена като дял на активите на банковата система, притежавани от най-големите пет банки от Евроната, *концентрацията на банковия капитал* нараства (с някои изключения), а средното съотношение на концентрацията между отделните държави-членки остава непроменено (с някои разлики между страните).

През последните години стабилното *финансиране на банките* е от първостепенно значение поради несигурността на капиталовия пазар и натиска, който оказват засиленият банков надзор и регулациите на ЕЦБ. В условия на нестабилност и повишени изисквания моделът на финансиране на банките се променя – те постепенно стесняват прякото финансиране от капиталовия пазар, търсейки начини за разширяване на традиционните форми на финансиране

Обръщането на ценните книжа в собствен капитал се случва, когато коефициентът на капитала CET1 падне под определен праг.

(като депозитно-кредитните операции), главно чрез привличането на депозити, за да увеличават ликвидността си. В това отношение ЕЦБ също оказва стимулиращо въздействие чрез механизмите на приспособимите парични политики, като продължава да прилага мерки на паричната политика, влияещи върху банковата дейност. Редица банки намаляват дела на финансирането на едро, като ограничават краткосрочното финансиране и междубанковите задължения. Някои европейски банки диверсифицират международната си инвестиционна основа, привличайки средства от други инвеститори като богати на парични средства корпорации, хедж фондове и др. Тенденцията е да се избягва финансирането от капиталовия пазар. След кризата натискът на пазарите и на надзорните органи е насочен към постигане на устойчива капитализация на банковата система, която е основен фактор за способността на банките да се справят с неблагоприятните външни и вътрешни шокове. Във връзка с това капиталовите буфери са от значение не само за отделната банка, но и на системно равнище, защото те намаляват опасността от разпространение на кризата в банковата система.

При търговията с финансови продукти (дейност, която е доста рискова в периода преди кризата) капитализацията на банките се подобрява при всички видове бизнес модели на универсалните банки в развитите европейски икономики. Спадът на средните рискови тегла допринася за намаляването на повисоките рискови капиталови позиции за всички банкови бизнес профили с изключение на търговските банки, които са имали висок процент раздадени кредити и е трябвало да изпълняват по-строги регулаторни капиталови изисквания относно пазарния риск и търговията със сложни финансови продукти.

Рентабилност на европейските банки

Десетилетието след глобалната финансова криза се характеризира с поддържане на ниски лихвени проценти за рефинансиране на универсалните банки и по депозитите, които те начисляват на клиентите си. Това се налага поради въздействието на различни фактори – както циклични, например ниската инфлация, така и структурни като производителността на труда, демографското положение и други изменени макроикономически показатели. В някои от европейските икономики доходите постепенно се възстановяват, но очакванията са, че те ще се увеличават бавно и ще се стабилизират на по-неблагоприятни равнища в сравнение с минали периоди. Ниската рентабилност на банките е един от основните рискове за финансовата стабилност на Еврозоната, защото тя се отразява отрицателно върху икономическия растеж. Същевременно негативен ефект върху икономиката оказват и продължителните периоди с по-висока от средната рентабилност на банките поради максимизирането на печалбите, наблюдавани в годините, предхождащи ГФК. Ето защо в следкризисния период ЕБО изисква от банките стриктно да прилагат мерки за определяне и осветляване на всички потенциални рискове, произтичащи от усилената им кредитна дейност.

Мярката за коригиране на риска на възвръщаемост на активите е *възвръщаемостта на рисково претеглените активи* (ВРПА), т.е. нетната печалба като процент от среднорисковите активи. Тя се подобрява, което се отразява благоприятно върху рентабилността на банките. *Нетните лихвени маржове* (НЛМ), т.е. нетният лихвен доход на банките като процент от средните активи, носещи доходи от лихвени проценти, остават стабилни за повечето европейски банки, повлияни от много ниските и дори отрицателни лихвени проценти в Еврозоната, от увеличението на ликвидните активи и стабилизирането на банковото финансиране. Нетният лихвен доход като дял от осреднените активи на банката е устойчив при големите европейски банки и в по-незначителна степен при по-малките по размер на капитала парични институции. Съотношението *разходи/приходи* (Р/П) също е важен финансов показател за определяне на рентабилността на банките, който показва цената на текущите операции спрямо оперативните приходи на банката (по-ниските коефициенти означават, че банката работи по-ефективно, а по-високото съотношение Р/П – че оперативните ѝ разходи са значителни). След кризата големите европейски банки подобряват ефективността на оперативните разходи, а разходите за персонал обикновено остават стабилни като дял от оперативните разходи (табл. 2).

Таблица 2

Рентабилност на банките от Еврозоната: възвръщаемост на рисково претеглени активи, нетен лихвен марж, съотношение разходи/приходи (2007-2016 г.)

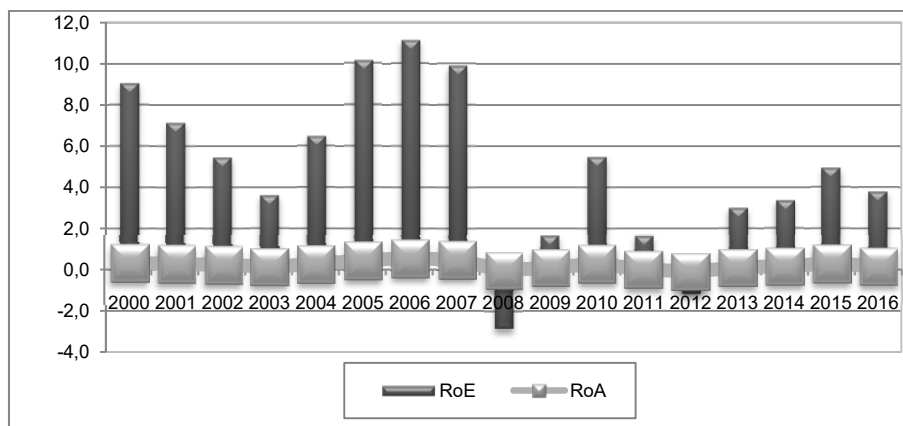
	2007 г.	2008 г.	2009 г.	2010 г.	2011 г.	2012 г.	2013 г.	2014 г.	2015 г.	2016 г.
ВРПА	1.2	-0.3	0.2	0.7	0.1	-0.2	0.4	0.5	0.8	0.6
НЛМ	0.8	0.9	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
Р/П	68.0	85.3	67.1	65.7	67.3	69.8	68.6	67.5	68.2	70.4

Източник. <https://www.bis.org/publ/cgfs60.metadata.xlsx>

Определянето на рентабилността на банките не зависи единствено от пазарната реализация на финансовите им инструменти, а също и от тяхната политика (доколко ефективно използва своите активи и собствен капитал, за да генерира печалби). В това отношение коефициентите на рентабилност – нетният лихвен доход, възвръщаемостта на активите на банките (нетна печалба като процент на активите – RoA) и възвръщаемостта на собствения капитал (нетна печалба като процент на средното равнище на капитала – RoE), показват оценката на банковите акции (вж. фиг. 8). Възвръщаемостта на активите на банките (RoA) се характеризира с по-малък спад след кризата, но той е по-незабележим поради относителните промени в ливъриджа на банките. Възвръщаемостта на собствения капитал показва до каква степен ръководството на банката използва активите си, за да създава печалба.

Фигура 8

Доходност на банките: възвръщаемост на активите на банките от Еврозоната и възвръщаемост на собствен капитал



Източник: <https://www.bis.org/publ/cgfs60.metadata.xlsx>

Преди кризата общата доходност от собствения капитал (RoE) се движи в диапазон от 10-15% – величина, която е исторически висока и в много случаи подкрепена от неустойчивите равнища на ливъридж и на операциите по поемане на риск. По време на ГФК и на кризата с държавните дългове европейските банки реализират сериозни загуби на капитал, а в следкризисния период рентабилността им значително намалява. Към март 2019 г. с най-висока възвръщаемост на собствения капитал в Европа е румънският банков сектор – 17.2%. През този период европейските банки реструктурират банковия бизнес, като се съсредоточават върху рентабилност, базирана на нискорискови оперативни дейности, и преминават към печалба, основана на нетните приходи от лихви. Трябва да се подчертае обаче, че противно на някои твърдения, според които по-голямата част от печалбите на банките идва по линия на приходи от нетни такси и комисиони, реализираните приходи от лихви като процент от общия оперативен доход са почти два пъти по-високи в сравнение с доходите от такси и комисиони.

Европейските банки все още не са в състояние да реализират достатъчно големи по обем печалби поради сравнително ниската доходност на финансовите ценни книжа. Възвръщаемостта на капитала на банките от Еврозоната се понижава под 5%, което трудно покрива очакваните разходи на капитал (вж. фиг. 8) Във връзка с тази тенденция в развитието на рентабилността на европейските банки БМР и ЕЦБ подчертават, че приходите от търговското банкиране се основават на депозитни операции и кредитно посредничество, а приходите от инвестиционно банкиране и от други нетрадиционни финансови източници намаляват.

Въпреки това в следкризисния период някои банки с по-висока капитализация разширяват приходите си. Основното обяснение е, че ниските лихвени проценти на ЕЦБ, целящи подкрепа на икономиката, след време дават обратни резултати. Това се дължи на факта, че банките предприемат предоговаряния на кредити, тъй като частните и/или корпоративните клиенти търсят по-добри условия за получаване на заеми. През 2017 г. този процес предизвиква нарастване на разходите по предоговаряне на сделки, начислявани на клиента, което покачва приходите на банката. След време обаче кредиторите ще трябва да управляват кредитните портфейли, които ще представляват набор от дългови задължения, но с твърде ниско котиране. Банките вероятно ще са принудени да увеличават разходите си, а приходите ще са малки. Такова развитие може да доведе до увеличаване на разликите в ликвидните възможности на силно зависимите от равнището на лихвените проценти при кредитирането банки, докато други парични институции ще имат възможност да реализират приходи от комисиони (консултации, структурирано финансиране и т.н.).

Сливания на банки и придобиване на дялов капитал на европейските банки

В средкризисния период дейността на международните банки се променя, като през 2007-2016 г. общите им консолидирани банкови вземания на чуждестранни финансови пазари спадат с около 16%. Глобалното намаление на чуждестранното банкиране вероятно се дължи на свиването на дела на европейските банки в трансграничните банкови операции – през този период общите чуждестранни вземания на европейските парични институции (с изключение единствено на испанските банки) се понижават с около 40%. Повечето европейски банки декларираят пред Банката за международни разплащания още по-ниски участия в чуждестранни институции. Намаляването на по-голяма част от исковете на европейските банки към чуждестранните парични институции се дължи на ограничаването на исковете към засегнатите от дълговата криза страни от Еврозоната. Европейските банки се оттеглят и от други региони в света, вкл. от САЩ. Съществена причина за стесняването на задграничните им операции е възникналата необходимост да отделят значителен ресурс за покриване на вътрешни липси, както и да вложат допълнителни средства за възстановяване на местните икономики. В търсене на по-голяма сигурност в оперативните сделки, по-нискорискови дейности и прозрачност на финансирането европейските банки се насочват към европейските банкови пазари. *Във връзка с това може да се каже, че следкризисните банкови бизнес модели целят най-вече постигането на висока консолидация на европейската банкова система, а не толкова участия на международните инвестиционни пазари.*

Перспективи пред развитието на европейския банков сектор

Измененията в институционалната рамка на управление на европейската банкова дейност, в която участват регулиращите органи на ЕС, банковите надзори на държавите-членки, както и самите европейски банки, показват, че

сериозните структурни реформи осъществяват целта си за постигане на устойчивост и прозрачност на европейския банков сектор. Остават открити обаче редица въпроси, свързани с отстраняването на уязвимите места, което определя и по-нататъшните действия на европейските институции за стабилизиране на европейския банков и финансов сектор.

Ниските лихвени проценти, начислявани от ЕЦБ при рекапитализиране на банките, целят възстановяването на икономиката. На първо време тази парична мярка има положителна роля за банковия сектор, защото съдейства за поддържане на кредита и на цените на дълговите книжа на облигационния пазар. Сега обаче ситуацията е различна и подобна парична политика води до механично намаление на възможността за реализиране на печалби от банките. Те стават по-уязвими при възникване на външни или вътрешни шокове, както и на шокове на предлагането. Това унищожава стойност, дейността на банките не допринася за разширяване на кредита, което се отразява върху икономическата и финансовата стабилност на редица европейски фирми, особено на малките и средните предприятия, а те определено се нуждаят от финансиране.

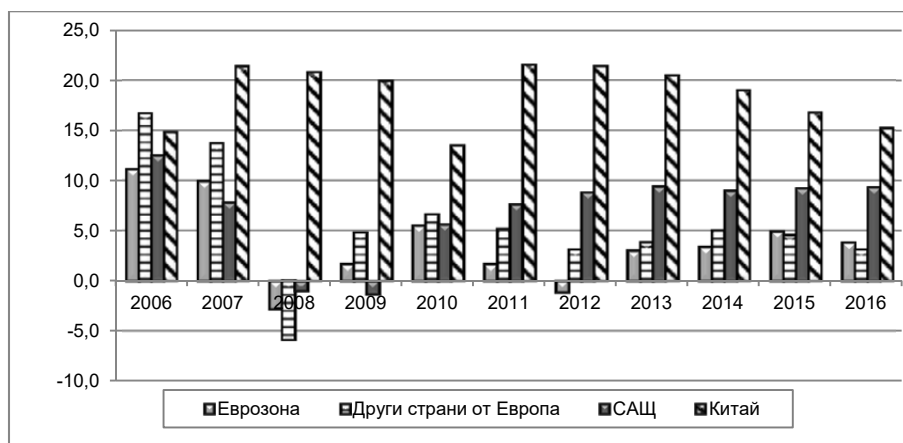
Както беше посочено, европейският банков сектор не реализира значителни печалби. Главната причина за ограничената доходност на европейските парични институции е все още ниската рентабилност на оперативните им дейности. Възвръщаемостта на собствения капитал на банките от Еврозоната все още не е възстановена след финансовата и суверенната дългова криза и остава ниска в сравнение с минали периоди и спрямо международните стандарти. Наблюдават се и съществени разлики между банките. Тези от тях, които са с по-малък обхват на дейност и предлагат определен кръг финансови услуги, изпитват трудности при съблюдаването на капиталовите изисквания и при ограничаването на необслужваните кредити от банковите си баланси, докато по-големите и мощни финансови посредници се възстановяват по-бързо. През 2017 г. нетните приходи от лихви на универсалните банки се подобряват, но нарастват и приходите от различни такси и комисиони като резултат от по-ефективното управление на банковите активи.

На практика може да се предположи, че след приключването на преходния период на изграждането на новия регулаторен европейски банков механизъм в лицето на Банковия съюз и Единната система за гарантиране на депозитите европейската банкова система ще бъде по-стабилна и предвидима за инвеститорите. В същото време обаче инвеститорите могат и да намалят участието си в банкови сделки поради по-ниската възвръщаемост на инвестициите им, която биха очаквали от банките. Възможно е европейската регулаторна рамка, натоварвайки банките с изпълнението на повишени изисквания, засягащи равнището на собствения капитал и очакваните дивиденди от тяхната дейност, да повлияе негативно върху пазарната оценка на собствения капитал на банките. Всъщност оценките на цената на капитала за европейските банки показват, че към началото на 2018 г. той намалява, въпреки че остава по-висок от средния в Италия и Испания, които са засегнати особено силно от финансовата криза.

За преодоляването на ниската доходност допринася увеличението на структурната рентабилност. Тя е особено важна за банки, изправени пред финансови трудности, както и за такива, които в момента изпълняват оздравяващи стабилизационни програми за подобряване на качеството на активите. В този случай се препоръчва банките да приемат бизнес модела на най-печелившите европейски парични институции, което би решило оптималното разпределение на разходите и на приходите им. От гледна точка на приходите от банковата дейност насоката е към по-голяма диверсификация на източниците на доход в полза на висококачествените финансови услуги, което може да спомогне за компенсиране на продължителното свиване на лихвените маржове поради ниските или отрицателни лихвени проценти. Въпреки че европейските банкови органи работят в това направление, диверсифицирането на банковите операции, носещи по-висока доходност, изоставя спрямо основните конкуренти на глобалния финансов пазар (фиг.9).

Фигура 9

Възвръщаемост на капитала на банките за периода 2006-2016 г.
(нетна печалба като % от средния капитал)



Източник: <https://www.bis.org/publ/cgfs60.metadata.xlsx>

Разширяването на небанковото финансиране и на това, основаващо се на предоставянето на финансови услуги чрез новите информационно-технологични носители, изисква от банките да внедряват свързани и допълващи се финансови услуги в областта на корпоративното финансиране и на управлението на активите, за да увеличат приходите и да подобрят рентабилността. Във връзка с тази цел се стимулира консолидирането на банковия капитал чрез сливането на компании и придобиването на дялов капитал, което позволява използването на икономии от обхвата и мащаба и улеснява инвестициите и достъпа до капиталовите пазари. Трансграничните операции на банките в рам-

ките на Европа също биха повишили рентабилността, като същевременно ще допринесат и за банково-финансовата интеграция в рамките на ЕС.

Европейските финансови институции насърчават банките да прилагат бизнес модели, които да подобряват оперативната ефективност на сделките. Както беше посочено, от началото на ГФК в ЕС съотношението на разходите и приходите се влошава и като резултат приходите от единица банкови активи намаляват, а разходите за някои банки нарастват до непоносими за тяхната платежоспособност размери. В Испания например са положени големи усилия за оптимизиране на клоновите мрежи, като след 2008 г. броят на клоновете спада с почти 40%. В Италия банковите клонове намаляват с 15%, но вероятно разходната част на баланса не е съкратена достатъчно, което проличава и от финансовите сътресения на италианските банки през последните две години.

Политиката на европейските банки започва да се ориентира към по-нататъшно оптимизиране на разходите, като освен ограничаването на броя на банковите клонове се понижават и разходите за труд на служителите. Целта е освободеният паричен ресурс от намалените разходи да се прехвърля към инвестиции в технологии и иновации в банковата дейност.

В бъдеще бизнес стратегията на европейските банки при тяхната оперативна дейност и свързаните с нея рискове ще се насочва към внедряване на набор от финансови инструменти, които биха могли да противодействат на външната несигурна и непредвидима икономическа и политическа среда, особено в условия на нови регулаторни изисквания и ниски лихвени проценти. За разлика от периода до ГФК сега европейските банки участват активно във финансови операции на капиталовия пазар и изпълняват ролята на финансови посредници, като заемат ресурс от капиталовите пазари и го пласират в нефинансовия сектор. След кризата небанковите финансови институции и капиталовите пазари започват да играят нарастваща роля при финансирането на големите нефинансови компании и въобще на реалния сектор.

В следкризисния период и десет години след ГФК европейските икономики са във фазата на икономическо оживление, но несигурността в международните икономически и политически отношения ги изправя пред значителни икономически и геополитически предизвикателства. Те дълго време не успяват да преодолеят последствията от кризите, което въздейства пряко върху състоянието на европейските банки. Някои големи банки (като Дойче банк) продължават да изпитват необходимост от структурни изменения, защото след ГФК не са изчистили кредитния си портфейл. Тези платежни проблеми пораждат опасност от възникване на нова банкова криза. Например прилагането на необосновани икономически политики от италианските правителства (на Марио Монти и на Матео Ренци), които водят до обедняване на населението, допринася за ограничаване на дейността на малките и средните предприятия, за увеличение на безработицата и респ. за нарастване на необслужваните кредити в балансите на банките. За разлика от Франция, където по-голяма част от заемополучателите на банките са институционални инвеститори, в Италия необслуж-

ваните кредити са задължения на частни лица и на малки и средни предприятия. Изпадането на италианските банки в криза и техният евентуален фалит ще доведе до неплатежоспособност на по-голямата част от италианците.

Препоръките и мерките за хармонизация на банковия сектор и за засилване на надзора над банковата дейност, въведени от европейските органи, са полезни, но реален ефект от тях има, когато в страната е налице положителен икономически растеж и подобрене на основните макроикономически показатели. В редица региони на света обаче икономическата политика на държавите се съсредоточава все повече към вътрешноикономически и търговскоориентирани стратегии и интереси, което буди тревога, че в международните икономически отношения се разпространяват протекционистични тенденции. ЕС също е изправен пред значителни предизвикателства, едно от най-главните сред които е напускането на Обединеното кралство. Това поражда редица опасения от нарастване на рисковете, свързани с внезапни шокове, които ще се отразяват на европейската икономика и финанси и не могат да бъдат пренебрегнати от европейските институции. Ето защо международните икономически организации и главно МВФ застъпват тезата, че европейските национални и наднационални официални органи трябва да съдействат за уравнивяване на фискалните дисбаланси, за структурни реформи и за задълбочаване на финансовата интеграция в ИПС.

През десетилетието след началото на ГФК в европейския банков сектор настъпват значителни структурни преобразувания. Кризата оказва силен ефект върху икономическото развитие и растежа на напредналите държави и в частност върху финансовата стабилност и дейността и печалбите на европейските банки. ГФК разкрива и сериозните слабости на големите международни банки, чиято практика в миналото се свързва с прекомерно кредитиране и поемане на рискове, които не се обезпечават с адекватни капиталови и ликвидни буфери. В сравнение с банките в САЩ обаче европейските парични институции не реализират по-високи приходи поради все още влияещата неблагоприятна макроикономическа среда, въпреки че след 2016-2018 г. европейската икономика се възстановява. Засилва се наднационалният пруденциален надзор и се ускорява изграждането на Единна система за гарантиране на депозитите чрез създаването на ЕБС.¹⁷ Силно въздействие върху структурата на банките има напредъкът в информационно-комуникационните технологии. Новите технологии, от една страна, водят до изменения в предлагането на традиционни банкови дейности, респ. изчезват работни места в банковия сектор. От друга страна, се повишава конкуренцията – навлизат нови финансови участници (небанкови финансови фирми), които предлагат широк спектър от финансови

¹⁷ Друг е въпросът, че прекомерното в началото си наднационално регулиране на банковата дейност се сблъсква с особеностите на националните банкови системи на страните от Еврозоната, с неясните прогнози относно способността на европейските банки да повишават рентабилността въпреки увеличените разходи за поддържане на изискванията за банкова стабилност, с наличието на изменения в европейското финансово пространство във връзка с Брекзит.

услуги и съперничат на банките. Промените в резултат от глобализацията във финансовата сфера тепърва предстоят и вероятно ще изправят европейския банков сектор пред още предизвикателства.

*

Глобалната финансова криза разкрива редица съществени слабости на европейската банкова система. Анализът на дейността на банките, водеща до прекомерно кредитиране и поемане на рискове в предкризисния период, показва, че надзорната рамка на европейските банки е била неефективна и не е съобразена с поддържането на адекватни буфери за капитал и ликвидност. В следкризисния период пруденциалната политика (стандартите за надзор), засягаща банките, се променя. Необслужваните кредити в европейския банков сектор намаляват поради капитализирането на банките и укрепването на балансите им. Наред с подобряването на капиталовата база на банките се поставят основите на интегриран банков надзор и се изгражда ЕБС като по-висша форма на банково-финансова интеграция.

Въпреки тенденциите към нарастване рентабилността на банките продължава да бъде много сериозен проблем. Ключови фактори за ниската рентабилност са конкуренцията (вкл. от FinTech фирмите), ниските маржове в основния бизнес на банките (обусловени от все още ниските лихвени проценти в много юрисдикции), както и повишените разходи. Същевременно технологичните промени в банковия сектор засилват небанковата конкуренция.

Измененията в глобализацията обаче са доста по-широки. Поради нарастване на рисковете от икономически, политически и финансов характер европейската банкова система е изправена пред много предизвикателства с различен характер. Едно от тях е свързано с факта, че в световната икономика се засилват протекционистичните тенденции, което изостря въпросите за националните търговски и икономически интереси. Друг проблем е конкуренцията от страна на големите банки от Югоизточна Азия, която води до сравнително стесняване на позициите на европейските банки при трансграничните сделки и до проникване на азиатските банкови капитали в Европа. И не на последно място, излизането на Обединеното кралство от ЕС, което ще предизвика реструктуриране на европейския банков сектор.

Използвана литература:

Божикин, И. (2013). Европейският механизъм за стабилност и неговите алтернативи за преодоляване на дълговата криза в еврозоната. *Икономически и социални алтернативи*, бр. 1, с. 128-142.

Йоцов, В. (2014). *Отражение на глобалната криза върху финансовия сектор на България*. С.: АИ „Проф. Марин Дринов“.

Неновски, Н., Ц. Маринова (2014). Сравнителен анализ на суверенните дългове на държавите от Източна и Южна Европа. *Икономически и социални алтернативи*, бр. 2, с. 33-44.

Abiad, A., E. Detragiache and T. Tressel (2010). A New Database of Financial Reforms. *IMF Staff Papers*, Vol. 57, N 2, pp. 281-302.

Avalos F., Marnatzakis E. (2018). *Euro area unconventional monetary policy and bank resilience*. Bank for International settlements. Monetary and Economic Department. Working Papers N 754.

Broda C., P. Ghezzi, E. Levy Yeyati (2009). *The new global balance: financial de-globalisation, saving drain and the US dollar*. Vox CEPR Policy Portal EU, <https://voxeu.org>

Chiappori, Ph.-Au., M.-Ou. Yanelle (2015). Le risque bancaire: un aperçu théorique. *Revue d'économie financière*, <http://www.persee.fr>

Couderc, N., O. Montel-Dumont (2012). Les mécanismes de la grande récession. Dans Comprendre les crises économiques. In: *Problèmes économiques Hors-série. La Documentation française*. Paris.

D'Arvisenet, Ph. (2011). *Conjoncture*, BNP Paribas, economic.Research. bnpparibas.com

Déot, St. (2013). Dette souveraine et bancaire: Etats et banques toujours liés. *Banque&Stratégie*, N 318.

Draghi, M. (2015). *Les récentes mesures de politique monétaire de la BCE, efficacité et défis*, www.ecb.europa.eu

Enria, A. (2018). *Fragmentation in banking markets: crisis legacy and the challenge of Brexit*. EBA.

Enria, A. (2018a). *What we have learnt from EU wide stress tests*. EBA.

Heider, F., F. Saidi, Gl. Shepens (2018). *Life below zero: bank lending under negative policy rates*. Working Paper N 2173, ECB.

Laeven, L., F. Valencia (2013). Systemic Banking Crises. *IMF Economic Review*, Vol. 61, Issue 2, pp. 225-270.

Plihon, D. (2012). Crises et systèmes financiers, Dans Comprendre les crises économiques. In: *Problèmes économiques Hors-série. La Documentation française*. Paris.

Raposo, I., G. B. Wolff (2017). *How the Banking Union changed mergers and acquisitions?* Bruegel Blog.

Reinhart, C. M., V. Reinhart, Ch. Trebesch (2016). Global Cycles: Capital Flows, Commodities, and Sovereign Defaults, 1815-2015. *American Economic Review: Papers & Proceedings*, 106(5), pp. 574-580, <http://dx.doi.org/10.1257/aer.p20161014>.

Visco, I. (2017). *Recent developments and open questions in the European banking industry*. Annual Convention of the Asociación de Mercados Financieros.

The Liikanen Group (2012). *Report of the European Commission's High-Level Expert Group on Bank Structural Reform*. October.

BIS (2018). *Structural changes in banking after the crisis*. January.

BIS (2018a). *Financial stability implications of a prolonged period of low interest rates*. Committee on the Global Financial System. Papers N 61, www.bis.org

Европейските банки след суверенната дългова криза: Стабилност, регулации и предизвикателства

BIS Data, <https://www.bis.org/publ/cgfs60.metadata.xlsx>

EBA (2018b). *Fragmentation in banking markets: crisis legacy and challenges of Brexit*.

IMF (2018). *Euro area policies. Financial System Stability Assessment*. Monetary and Capital Markets Department, June 27.

EBA. (2015). *Report on Asset Encumbrance*. September.

EBA (2016). *Report on the Dynamics and Drivers of non-performing exposures in the EU banking sector*. July 22.

EBA (2016a). *EU – Wide Transparency Exercise*.

EBA. Risk Dashboard Data (as of Q2 2017).

EBA (2018). *Report on Asset Encumbrance*. September.

EBA. Risk Dashboard Data (as of Q2 2018).

EBA Risk dashboard data (as for Q1 2019).

EBA (2018). *EU – Wide stress-tests: credit risk IRB*.

ECB. (2018a). *Monetary financial institutions balance sheets. Domestic and cross-borders positions of euro area MFIs (Excluding the Eurosystem)*. October 24.

ECB (2018b). *Financial stability review*. Overview, May.

EMU@10 (2008). *Successes and challenges after ten years of Economic and Monetary Union European*. Economy 2, European Commission Economic and Financial Affairs Directorate General.

7.01.2020 г.

THE EUROPEAN BANKS AFTER THE SOVEREIGN DEBT CRISIS: SUSTAINABILITY, REGULATIONS AND CHALLENGES

The peculiarities of the impact of the global financial crisis on the state and behaviour of European banks in the post-crisis period are revealed. The changes in the structure of the bank balances and how the priorities in their activity change under the influence of the difficult economic environment after the crisis are analysed. In the context of changes in globalisation, the European banks face a number of challenges in relation to the need to introduce financial innovations and the competition between the major international banks and the FinTech companies.

JEL: F15; F36; G2; G28

Keywords: EU sovereign debt crisis; restructuring of European banks; bank balance sheets indicators; prospects and challenges for the European banks

In recent decades, the European banks have diversified and expanded their operations, facilitated by the favourable macroeconomic environment in the EU and around the world until the onset of the global financial crisis (GFC). In Europe, the main financial structure of the Economic and Monetary Union (Eurozone) are the large European universal banks, which dominate and are interconnected through their correspondence relations, offering a wide range of banking, insurance and investment services. In order to maximize the benefits and increase the profitability, they carry out mergers with banks in other EU Member States, and/or acquire equity, while also actively participating in structured finance securities transactions in the capital markets.

However, the global financial crisis (2007-2008) and the European sovereign debt crisis show that European banks have underestimated the need to comply with a number of important financial indicators such as the ratio of own capital to attracted funds, the ratio between the bank deposit base and the granted credits, the clearing of credit portfolios of dubious quality, etc. It also turns out that the central banks of the EU Member States have failed to exercise sufficient control over the monetary institutions, further worsening the banks' liquidity and payment status during the crisis.

That is why, in the post-crisis period, European banks are beginning to restructure their activities and look for more efficient business models, they are rethinking their overseas expansion projects and limiting any dubious credit operations, and so on. In this regard, the European Central Bank (ECB) and the European institutions are introducing a number of measures aimed at strengthening the banks' liquidity base and improving the supervision and the regulatory framework in this area.

The impact of the global financial crisis and the European sovereign debt crisis on European banks

Up until the start of the GFC, the European banks were launching extensive operations in order to maximize their profits and to withstand to the strong competition

* Economic Research Institute at the BAS, International Economics Section, iskrachristova@abv.bg

from non-EU banks. However, in many cases, this activity was accompanied by risky operations that deteriorate the quality of the financial instruments of the banks' balance sheets. The banking standards for granting credits to households and companies proved to be inconsistent and non-transparent, often resorting to short-term capital market financing. Banking supervision by the Central Bank did not always take into account the increased risk factor for some monetary institutions, especially when it came to short-term operating transactions that generated fast profits. The Central Bank's policy was primarily focused on the long-term sustainability of the return on assets.

The global financial crisis began with the decline in mortgage prices in the US housing sector, which led to a sharp depreciation in the value of the structured debt securities linked to mortgage loans. With the bankruptcy of the Lehman Brothers Investment Bank (15.09.2008), through the banks' correspondent relations, the financial crisis began spreading to other developed economies and gradually became international. Banks with high levels of exposure to structured securities of this type were particularly vulnerable. It turned out that the management in a number of banks had not been strictly adhering to the requirement for sufficient own capital and the capital buffers.¹

Between 2003 and 2007, the average annual growth of the banking systems of the Committee on the Global Financial System (CGFS) at the Bank for International Settlements (BIS) in Basel (Switzerland) was about 12% as compared to 4% since 2008 (see *Bank for International Settlements, 2018*). The crisis put an end to the period of rapid growth of the banking sector. The banks in the United States, the United Kingdom and continental Europe began experiencing acute shortages of liquidity and were experiencing difficulties in accessing funding sources. The banking supervision and the prudential policy of the Central Bank were not able to effectively influence the expansionary banking activity. The drop in liquidity was the result of the decapitalisation of banks, the deterioration of the fixed capital/ risk-weighted assets ratio, and the decline in the prices of bank assets on the capital market. Therefore, during the initial period, in order to "resolve" the problems of the banks in the US and Europe, the main task was to stop the leakage of liquid assets and their recapitalisation. The banks on the emerging markets remained somewhat isolated from this turbulent turmoil because their operations were concentrated in the domestic banking market. Ever since the 1995-1996 Asian crisis, they had been meeting higher requirements and regulations, which severely limited banking policies aimed at securing financing for local companies.

It has been proven that one of the major reasons for the vulnerability of banking and financial systems is the multiplication of the new financial instruments – the

¹ The capital buffer is the availability of mandatory capital that financial institutions must hold in addition to other minimum capital requirements. The regulations concerning the introduction of capital buffers are intended to reduce the pro-cyclical nature of crediting by encouraging the introduction of counter-cyclical buffers, as outlined under the regulations of Basel III by the Banking Supervision Committee at the Bank for International Settlements.

derivatives and the securitisation of the debt instruments. The deepening of the GFC is caused largely by the so-called *shadow banking system* which is developing under the influence of two main factors – financial liberalisation and the development of financial innovations. The investment banks, the speculative funds and other financial institutions trading with securities are the main participants in this system.²

The crisis has had an extremely negative impact on the economic growth of the European countries and has disrupted their banking and financial stability. The GFC overturns the notion of the international economic and financial community that banks are too big to fail and that the deregulation of the banking system is the surest way to overcome external and internal shocks and to restore the stability of the banking system. The changing economic environment raises a number of serious challenges for European banks – they have to cope with the lack of liquidity, the accumulation of non-performing (bad) loans, the decapitalisation, the lack of access to the interbank market and the capital market. The rapid overcoming of the turmoil in the banking sector is of particular importance for the universal European banks, which are the most vulnerable during a crisis, and their possible bankruptcies threaten the functioning of the economy.

Attempts to stabilise the European banks after the GFC

During the initial phase of the GFC, similar monetary policies were implemented in the USA and Europe in order to deal with the aggravated situation, with the official monetary authorities financing the banks that were experiencing liquidity shortages, and thus they were restricting the spread of the crisis. The US Federal Reserve System, known as Fed, and the ECB were trying to limit the “contagion effect” in the international monetary system by:

- Providing secured lending to commercial banks in order to restore their liquidity, as well as through the implementation of other arrangements;
- Supporting short-term wholesale money markets in order to finance commercial banks (CBs);
- Strengthening the guarantees on retail deposits and other liabilities;
- Purchasing relatively low-quality securities which are not in demand on the capital markets;
- Recapitalising the banks and restoring their liquidity in order to alleviate the immediate pressure from the reduction of their ability to obtain liquidity due to the highly selective interbank market or the lack of rapidly convertible securities. In some cases, official government bodies buy minority shares in banks that are experiencing liquidity shortages, while other banks declare bankruptcy and become nationalised.

During the second “restrictive” phase of the spread of the crisis, the central banks provided liquidity to the commercial banks and applied conventional and unconventional monetary policy mechanisms in order to ease the crisis pressure on

² In many cases, banks set up similar financial houses in order to expand their sources of profit through their active participation in the capital markets.

the capital markets and curb the decline in bank assets prices. During this period, characterised not only by the banks' liquidity problems, but also by the downturn in the developed economies, the official monetary measures taken by the US and the EU differed. Banks in the United States issued new shares in order to stabilise vulnerable bank balances, and the banking supervision responded more effectively than the national supervisory mechanisms within the EU Member States. In the US, the resource mobilisation and the recapitalisation of the banks was faster than in Europe, where there was no coherence between the financial and monetary policy measures aimed at stabilising the banking sector.

Despite the efforts of the official monetary authorities, the economic crisis was deepening – followed by corporate bankruptcies, rising unemployment, lack of sufficient credits to finance the economy and a lack of fresh investment. The governments of the advanced economies were faced with a double dilemma – on the one hand, the need to stabilise the banking sector and curb the economic downturn and, on the other hand, the need to resume the economic activity.³

In 2009-2010, European governments implemented financial measures totalling EUR 200 billion (1.5% of the EU's GDP) in an attempt to stimulate the economy. In parallel, the central banks used conventional monetary policies such as open market policy and interest rate reductions. By the end of 2008, in order to infuse additional liquidity in the Eurozone countries, the ECB lowered the bank refinancing rate from 4.25% to 3.75%. The threshold for insured deposit for individuals of up to EUR 50,000 was raised. The Economic and Financial Affairs Council (ECOFIN) allocated an additional EUR 50 billion to the Eurozone countries (2009) to help them finance their balance of payments and overcome their economic imbalances. These measures were aimed at reducing non-performing loans and high-risk assets against the banks' own capital (see ECOFIN).

As the crisis extended to other regions of the world, the coordination of the measures for the prevention of its negative effects (the restrictive phase) was improving internationally compared to those during previous banking and currency crises, such as the 1994-1996 Asian crisis (see Laeven and Valencia, 2013). The EU Committee on Banking Supervision and the European Banking Authority (EBA) conducted two rounds of stress tests, the main purpose of which was to restore the confidence towards the banks which had not restructured their business model of management or the organisation of their banking activities. In 2009, the unsatisfactory results showed that the stress tests were not conducted properly, which in turn prevented the identification of the risks of non-fulfilment of the banking obligations of the state institutions and the identification of the sovereign risk.

In May 2010, the European Commission (EC) established the European Financial Stability Fund and the European Financial Stability Facility to assist countries on the verge of a financial failure, where EUR 750 billion was collected. In 2012, these

³ Bankruptcies in France reached 20% in 2008-2009, while in the United States 8 million jobs were lost between early 2008 and 2010, with unemployment rising from 4.8% to 9.5% of the active population.

two instruments were replaced by the European Stabilisation Mechanism (ESM), whose capital amounts to around EUR 500 billion and is raised through contributions by the Eurozone countries. Germany, France and Italy are the main contributors. In the same year, the ECB launched a program for practically unlimited sovereign debt repurchases in order to reduce prices and to decrease the costs for the countries during the servicing of sovereign debts.

The financing of the European banking sector and the economic activity led to an increase in the government budget deficit. The contraction of the EU countries' GDP due to the economic crisis reduced the tax revenues and fees, which also exacerbated this negative trend. The accumulated private debt was transferred to the public sector on the principle of docked vessels and, in accordance with the effect of the financial "twin crises", to the economy. The banks and the state fell into a "vicious circle", due to the higher indebtedness of the Eurozone countries and the increased costs for the European banks during the crisis. The banks accumulated government bonds in their portfolios, whose value fell in times of crisis. Thus, the losses increased because the cost of bank financing depended on the prices of the government bonds. Subsequently, the "thinner" liquidity in the interbank market was further exacerbated by the Eurozone debt and the economic crisis. These combined negative processes further complicated the "clearing" of the bank balance sheets of non-performing loans and their stabilisation.

The private debt was transferred to the state budget and the government debt was increasing in a number of countries (Ireland, Spain, and Portugal).⁴ The decrease in purchasing power due to the austerity policy measures introduced in order to diminish the public spending further increased the private debts, which in turn exacerbated the budget deficits of Spain, Ireland and the United Kingdom. The high government debt in Greece (175% of the GDP in 2013, compared to 107% in 2007), Spain (92% of the GDP, compared to the three times lower debt in 2007), Portugal (128% of the GDP, compared to the two times lower debt in 2007) and Italy (128% of the GDP, compared to 100% in 2007) threatened the functioning of the EU's Economic and Monetary Union (EMU).

The European banking sector received substantial financial assistance. An EU and IMF rescue package of EUR 85 billion was provided to Ireland in November 2010, of which EUR 35 billion was for the recapitalisation of the Irish banks. In April 2011, Portugal lost access to direct financing from the international capital market and received financial assistance from the EU and the IMF. Greece and Portugal's respective government debt securities on the capital markets were declining, which led to a downgrade of these countries.

In mid-2011, the ECB purchased government debt securities, mainly Italian and Spanish, through open market operations, with the aim of halting the fall in debt prices. A second rescue plan for Greece (July 2011) worth EUR 109 billion was also granted, as well as EUR 49 billion raised by private creditors. In October

⁴ In the Eurozone, public debt increased from 66% of the GDP in 2007 to 88% of the GDP in 2011.

2011, private creditors erased about 50% of the Greek debt accumulated in private banks, insurance companies and pension funds in exchange for the obligation to recapitalise Greek banks. In November 2012, the Greek debt was restructured on the basis of lower interest rates charged on Greek debt securities.

In order to overcome of the debt crisis and the recession, by 2014, the countries with higher debt to GDP (excluding Greece and Cyprus) began implementing economic and financial recovery programs recommended by the EU and the IMF. As of December 2013, Ireland was the first to exit the special supervision, followed by Spain (January 2014) and Portugal (May 2014). Ireland was the only country to recover its economy and in 2014 it achieved an annual economic growth of 5%. Portugal registered a 1.5% growth and the Spanish economy reported positive economic growth after 2013. Although Ireland and Portugal have reduced their domestic debt to 120% of the GDP during their respective recovery programs, their unemployment rates remain quite high. In Greece it amounts to 23% of the active population and in Spain it accounts for about 23%, while the youth unemployment rate is close to 50%. In March 2012, 25 EU countries (with the exception of the UK and the Czech Republic) signed the Fiscal Stability Treaty,⁵ pledging to observe budgetary discipline within the EU.⁶

In this respect, the Liikanen Report is one of the major milestones that mark a new stage in the reform of the European banking system (see The Liikanen Group, 2012). On this basis, on 3 July 2013, the European Parliament drew up a report on "Reforming the structure of the EU banking sector", which set out measures for reforming the large universal European banks, which are 'too big to fail'. In January 2014, the proposals were published in the form of recommendations entitled "Regulation on structural measures to improve the resilience of EU credit institutions".

The sovereign debt crisis caused uncertainty and turmoil in the Eurozone, which in turn had a strong impact on the EU's financial and banking system. Clearly, the Eurozone is subject to systemic risk, and the crisis itself was defined as "systemic". Stock indexes collapsed twice – in the spring of 2010 and in the summer of 2011. The debt crisis and its relationship with the banks have led to serious turmoil in the European monetary institutions. According to the Bank for International Settlements (BIS), at the end of the first quarter of 2011, the French banks held USD 1.543 billion in Eurozone countries debt, of which USD 317 billion was public debt. They held USD 106 billion in Italian sovereign debt securities, which is 10 times more than the accumulated Greek debt bonds. If the Italian government debt was added to the Italian private sector debt, the French banks' total exposures to Italian debt would be USD

⁵ Also known as the Treaty on Stability, Coordination and Governance in the Economic and Monetary Union (TSCG)

⁶ A so-called "golden rule" is introduced to observe the budgetary discipline and to balance the budgetary accounts. When the budget deficit to GDP exceeds 3% of the GDP, severe penalties will automatically come into force.

416 billion. The French banks held Belgian government bonds worth a total of USD 230 billion, with the Belgian government debt in relation to the country's GDP being 94%. The German banks were also at significant risk due to the accumulation of government bonds in other Eurozone countries – they held USD 177.5 billion in Spanish government bonds, while the UK banks held USD 141 billion in Irish domestic debts (see Banque des règlements internationaux, 2011).

The large banks bought local government securities from the country in which their headquarters are located. In 2013, Spanish banks held 42% of Spanish government bonds, compared to 25% at the beginning of 2008. The accumulation of government bonds by the Italian banks amounted to 3% in early 2008 and reached 17% in mid-2013. The French banks were also increasing the share of government bonds – from 7% at the end of 2007 to 13% in October 2013.

In order to maintain the medium-term price level in the Eurozone, in 2014-2015, the ECB took measures against the sovereign debt crisis by increasing the government securities purchases, with its monetary policy taking on different forms. The interest rates in the Eurozone reached their lowest levels – the ECB lowered the recapitalisation rate of the European banks to 1% and gradually dropped it to levels bordering 0%. This meant that conventional monetary measures had exhausted their impact on the economy and the financial system. The ECB was introducing *unconventional monetary measures* in order to support the abovementioned policies. The first one was the so-called *quantitative easing*, whereby the Central Bank buys securities (government securities and corporate bonds) to provide liquidity in the money market, thereby reducing the long-term interest rates. The debt securities issued by CBs were purchased in an attempt to stabilise the balance-sheets and to enhance their credit potential in the conditions of a prolonged period of very low economic growth and a risk of deflation. However, the ECB recognised that the results of these actions were not visible in 2014-2015. Therefore, Targeted Long-Term Refinancing Operations (TLTROs) were introduced in order to support the CBs, through which they gained access to favourable loans from the Central Bank. These operations provided banks with liquidity, so long as they delivered credits to the real sector.

If the CB adheres to the ECB's policy, it may use a favourable interest rate, charged on the repayment of the central bank loan (*facilitating interest rate*) – otherwise it must pay higher interest rates. The facilitating interest rate encourages the credit to the real sector, aiming to eliminate and curb speculative transactions that generate higher profits for banks. The negative interest rates are also aimed at reducing the CBs' interest rates on deposits in the Central Bank and releasing cash money to push up the banks' credits.

The decrease in the interest rates on the refinancing of the CBs is directly influenced by the Fed (USA) monetary policy, which is why the ECB is taking measures to strengthen the future benchmarks of its monetary policy (forward guidance). However, the introduction of the unconventional monetary measures raises doubts about the benefits of pouring liquidity into the economies of the Eurozone countries, due to the uncertain economic environment and the weak demand for

credits in the real sector. In this sense, an important element of the banking system's recovery is the clearing of the commercial banks' balance-sheets by consolidating the capital of the banks with more than EUR 200 billion (Draghi, 2015).

Targeted credit financing has a positive impact on the banks' credit policies, as the competition for bank credit between the borrowers increases. The previously broad margins between interest rates on credits and deposits are becoming narrower, leading to a reduction in the banks' interest rates credits, which in turn increases their demand among first-class clients. The changes in credit policy are most visible in those banks which use targeted long-term refinancing operations, regardless of whether they are located in countries with low or high government debt, which approximates the level of interest rates on bank credits in the Eurozone countries. The debt crisis management measures hinder the deepening of the crisis to some extent, but the restrictive economic and budgetary policies applied in the highly indebted countries limit the fast recovery.

Towards the end of 2019, the ECB continued to apply a monetary policy characterised by a negative interest rate on CB deposits with the Central Bank (-0.50% in September 2019). The interest rates on the basic refinancing operations and on the facilitation of the marginal loans remained at 0.00% and 0.25%, respectively. The main objective of the negative interest rates is to keep the annual inflation in the Eurozone below 2%. The Asset Purchasing Program (APP) is also aimed at balancing the ECB interest rates. As of 1.11.2019, the purchase of securities worth EUR 20 billion per month continues. The reinvestments (which represent reimbursements of securities at maturity, repurchased under the APP) will continue in order to maintain favourable conditions for securing liquidity in the interbank market and for the monetary support of the economy. In this respect, targeted long-term refinancing operations (TLTRO III), which are carried out every three months, contribute to the granting of favourable bank credits, as well as to the achievement of a predictability of the monetary policy.

The various aspects of the impact of financial crises on the real economy are the subject of a number of theoretical economic researches, pointing out that the speculative growth of the "financial bubble" is followed by the sudden collapse of the financial indicators, which negatively affects the economic cycle and growth. Arguments have been made that the economic recovery is difficult to reach because banks are wary of lending to the real economy and the private investment is stagnant (see Abiad et al., 2009; Reinhart et al., 2016; Chiappori, Yanelle, 2015). The post-crisis economic and financial recovery in Europe is characterised by a prolonged period of weak economic growth, low inflation and interest rates that are close to zero, or even negative. The long-term stagnation in fixed capital investment and the insufficient lending to companies and households by the CBs is also due to the European banks' attempts to get rid of non-performing loans and long term liabilities.

Post-crisis restructuring of the European banks

The European sovereign debt crisis is complicating the post-crisis recovery of the European economies, and especially those with high government debt, and

as a result the economic convergence between the EU Member States is slowing down. The fact that France and Italy were not able to cope with the budget deficits, even in 2015, is indicative. After the crisis, the total assets of the banking sector in the Eurozone contracted significantly, as in 2008-2016 they decreased in absolute terms by 15% to the GDP of these countries. The indebtedness of banks is declining, including in the countries where the leverage had been higher. While the indebted countries seek to restore the CBs' liquidity and to attain economic sustainability, Germany's macroeconomic situation remains stable.

Following the GFC, the European banking industry has undergone a restructuring in two main directions:

The first structural change concerns the regulations of the European banking sector – not only are they increasing, but also mechanisms are being introduced to oversee their activities. The requirements regarding the capital base of banks and the ratio between the own and the borrowed capital are increasing, transactions of securities which lead to debt increases are restricted, and strict conditions for the level of liquidity of banks are set. The aim is to minimise the risks for the systemically important European monetary financial institutions, in order to eliminate the likelihood of insolvency (default) of the monetary institutions and their financing by the state. Targeted measures are also being implemented in order to strengthen the banks' resilience to external crisis shocks. When a large universal bank is likely to go bankrupt, the banking and financial systems must be prepared to prevent it. These measures oblige the banks to comply with the regulations and to exempt countries with high public debt from their non-performing loans and debt securities. A new crisis management framework is currently being adopted.

A European Financial Stability Fund (EFSF) was set up in connection to the change in the institutional structure of the EU, which provided potential capital assistance by selling bonds and financing the Member States, and not the banks directly. The EFSF was subsequently replaced by the European Stability Mechanism (ESM), whose immediate task is to finance the European banks, provided that they implement a program for the stabilization of their finances. With the introduction of unified supervisory mechanisms and unified solutions, the European Banking Union (EBU)⁷ was set up; however, its third pillar, the European Deposit Guarantee Scheme, has not yet entered into force and there has been little progress in relation to the other initiatives. Nevertheless, the structural restructuring of the supranational banking and financial bodies of the EMU is underway and there is an aspiration for a supranational regulation of the European financial integration.

⁷ The construction of the EBU is based on 3 pillars, which are gradually introduced step by step when the goals set in the previous period are achieved. The first pillar (effective from 01.03.2014) is the Unified Banking Supervision. The second pillar achieves common crisis management. The third pillar provides for the entry into force of the European Deposit Guarantee Scheme. An end is put to the practice of financing major European banks through public funds, which leads to an increase in the debt of the indebted countries, to a downgrading of the concerned country, to the implementation of restrictive economic policies and ultimately to a recession.

Following the GFC and the sovereign debt crisis in the Eurozone, the European banks underwent a number of structural changes, strictly complying with the requirements of the European Commission under Basel III. The European financial institutions apply structural economic and financial approaches for reducing the non-financial sector's debts to banks and for their recapitalization. However, due to the differences in the banking and financial basis, the same legal procedure is not followed when the different banks declare bankruptcy. In the Eurozone Member States from continental Europe, the indirect financing of companies prevails, i.e. they depend more on obtaining a bank loan, whereas in countries with developed capital markets, which follow the Anglo-Saxon banking model, the financing of companies is directly linked to the capital market.

In this regard, the regulators seek to obtain the most accurate information on the state of the bank capital and the bank balance sheets by tracking the recapitalisation of large monetary institutions by the central banks. The annual monitoring of the credit activity of the banking system shows the restoration of the European banks' balance sheets under the supervision of the quality of the assets by the EC under the Single Financial Mechanism (SFM).

The *second dimension* of the structural change concerns reaching an agreement between the universal banks and European financial authorities in order to clear the banks' securities portfolios of dubious quality, to organise and manage their operations without taking particular risks, to deploy innovative technologies and to evaluate the indirect financing of banks. These requirements reflect the tightening of the regulations related to the functioning of the European banking system by the official government bodies. The aim of the European financial institutions is to create supranational regulatory authorities for the banking system and to establish full financial supervision of the banks in the EU Member States and especially in the Eurozone.

However, the results of the specific steps aimed at deepening the European banking and financial integration are controversial, because the developed EU economies, where the headquarters of major European banks are located, are likely to protect, albeit indirectly, the interests of these banks. Although the large European banking groups are obligated to comply with the banking regulations, if they are excessive and directly affect their operational objectives, they are very likely to focus on the transfer of assets through offshore financial operations in offshore centres and expand their shadow banking operations, which are not subject to supervision and regulation by the European financial authorities. There exists the well-known practice in which, in order to avoid excessive regulation, the banks assume higher risks, which would offset their additional costs caused by the regulatory requirements.⁸

The stress tests were initially introduced as a crisis management tool in 2011. They are gradually becoming a regular and flexible tool for the competent financial

⁸ After the UK leaves the EU, a new stage of restructuring of the European banks is soon to follow. The relatively lower profits of the European banks as compared to the US banks (one of the main competitors in the international banking market) will force the European monetary institutions to seek ways of offsetting the lower profits by pursuing a more aggressive banking policy that would clash with the ECB provisions.

authorities in Europe to determine the banks' resilience to crisis shocks and the "residual areas of uncertainty", which also require the implementation of certain measures.⁹ The extended stress tests have evolved over the years, following the development of the financial markets, the reforms in the financial and banking sector and the change in the architecture of EU financial supervision. In anticipation of the reforms of the Basel Committee on Banking Supervision, the European methodology is conservative in determining the capital, which is an important indicator of the reliability of the relevant research. In 2014, the stress test tools were not only fundamental to the introduction of the Single Supervisory Mechanism, but they were also a component of the evaluation that began before its entry into force (i.e. the transfer of the supervision from the national level to the ECB). The goal is to quantify the capital shortage and the corresponding recapitalisation of the banking system.

In 2016, the EU banking sector is recovering and the focus of the research is shifting – the emphasis is placed on identifying the potential weaknesses rather than on resolving the problem with the shortage of capital. Although the results of the ECB's 2016 annual stress test on the condition of Europe's largest banks are relatively positive, they are quite contradictory because they do not reflect the real financial difficulties which some of these monetary institutions face. It turns out that the European banks do not have enough resources to compensate for the capital losses, which indicates that the negative effects of the sovereign debt crisis have not been fully overcome. Banks continue to experience the impact of macroeconomic imbalances that have accumulated in the developed EU economies during and after the crises,¹⁰ which means that they are at risk in the event of a future banking and financial crisis. In other words, the systemic risk inherent to the international financial system is permanent and unmanaged.

The model recommended by the ECB for the assessment of banks starts from the bottom and ends at the top. *First*, it assesses how banks apply their internal models, which are focused on the performance of their operational activities. The bank's balance sheet is considered as a static value, at a certain date, without the management of the bank interfering with the management of possible crisis events. *Then*, the solvency stress tests are introduced to check whether a decrease in the bank's liquidity affects the price of its securities.

In 2018, the banks' stress test included the International Financial Reporting Standards (IFRS), which set an additional requirement – the banks were required to set aside provisions against possible overdue credits. The risks that have emerged over the years are also reported in the bank's solvency assessment model. Other requirements, (such as an uncertainty parameter) which eliminate the risks for financial

⁹ The publication of specific data on the status of banks improves the transparency of the European banking system.

¹⁰ The financial and liquidity situation of Italian banks, for example, raises doubts, as they are experiencing difficulties in obtaining financing from the capital market.

instruments that are not quoted on the capital markets in advance, are also included.¹¹ The testing of adverse scenarios is done for a period of three years (2018-2020) and reflects the assessment of the important risks in the EU financial sector.¹²

The results of the stress test conducted on 51 European banks in October 2018 (in accordance with the Fed methodology)¹³, indicate that the total capital shortfall of banks assessed in a positive and negative development scenario amounts to EUR 123 billion. For example, at Deutsche Bank, Germany's largest monetary institution, the shortage amounts to EUR 19 billion. However, the result of the stress test conducted by the EBA reveals that the bank's capital base is good and that it can withstand adverse crisis events. This difference between the bank's own capital stock and the market evaluations of its financial instruments indicates that the bank's exposures in structured financial instruments continue to be of unclear quality, with the non-transparent financial instruments being higher than expected. Deutsche Bank's market capitalisation is lower than EUR 17 billion. This stress test also showed a shortage of capital in Société Générale (EUR 13 billion) and BNP Paribas (EUR 10 billion) – with the two banks having a market capitalisation of EUR 26 billion and EUR 55 billion, respectively, above the permissible theoretical difference in capital.¹⁴

Although the EBA confirms the positive results of the stress test on the recovery and resilience of the large European banks, the results demonstrate that banks need to improve their proper capital/risk-weighted assets ratio and comply with the financial indicators that guarantee their stability.

The structural reforms in the European banking system surpass the temporary resolution of the crisis – their goal is to create a comprehensive macro-prudential system that eliminates the danger of systemic risk threatening the banks and the financial integrity of the EU.

The banking and financial indicators that characterise the activity of the European banks

Consolidation and concentration of the European banking system

The shrinking European banking sector is the result of the structural changes in the organisation of the banking industry. During the period 2008-2016, the number

¹¹ Level 2 and Level 3 financial instruments are financial assets and liabilities that are not quoted in active capital markets. In accordance with IFRS 13, the value of financial securities is classified based on the return on those assets.

¹² The unfavorable scenario includes indicators such as the deviation of EU GDP of up to -8.3%, a fall in the prices of the financial assets by 26%, accompanied by a fall in the prices of real estate and commercial securities.

¹³ The stress test methodology was first introduced by the Fed and subsequently adopted by the EU as a crisis management tool in 2011. The FRS' approach to stress testing proves to be more secure than the ECB's proposed model, which was used for assessing 51 European banks.

¹⁴ According to a study by Sascha Steffen of the ZEW Research Center in conjunction with the University of Business at New York University and the University of Lausanne which examines the results of the European banks' stress tests carried out by the Fed in 2016 and by the EBA in 2014 in order to compare the differences in the banks' capital base and leverage.

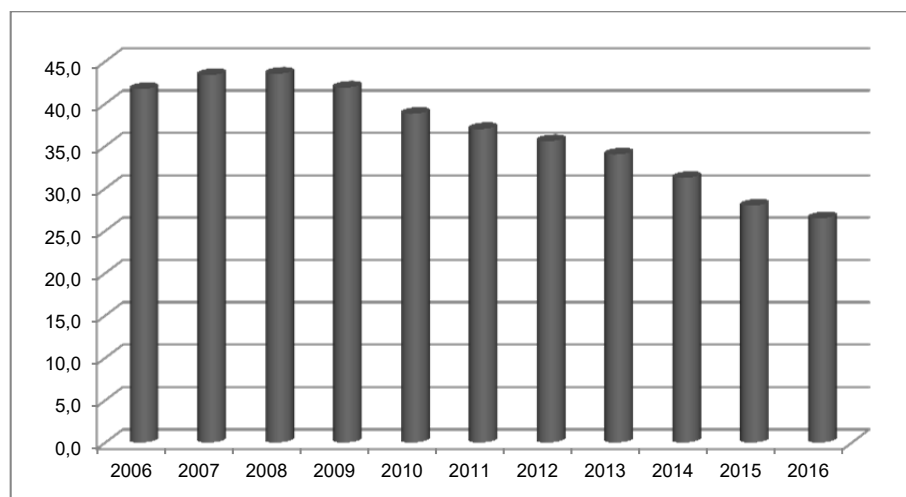
of Eurozone banks decreased by about 25%, and after the crisis, the banks' branch networks and the number of bank employees in several European countries decreased in order to use resources more efficiently (see *Visco, 2017*). This is more clearly outlined in the banking systems of countries where banks play a significant role in the economy, such as Italy and Spain. A prominent trend is that, following the crises, smaller-sized banks close more branches than the large ones, and that some European banks restrict their participation in certain segments of the international capital markets.

Active and passive operations of the European banks. Asset quality

In 2006-2011, the total assets of the banks in the Eurozone increased (Figure 1). At the end of 2016 they amounted to EUR 24.2 trillion on a consolidated basis, and by the end of 2018 they were EUR 29.9 trillion. Over the period 2015-2016, the total banking assets increased slightly by 0.5%, but at the end of 2016 they decreased by 14%, as compared to 2008. Their growth varies by country, with the banks in Estonia, Malta and Slovakia registering double digits in growth, while those in Cyprus, Greece, Ireland, Portugal and Slovenia continue to strengthen their capital base through the relief of their debt financial securities (see *ECB, 2017*).

Figure 1

The assets of the Eurozone banking system; the share of the total assets of CGFS member banks in the BIS for the period 2006-2016



Source: https://www.bis.org/publ/cgfs60/cgfs60_metadata.xlsx

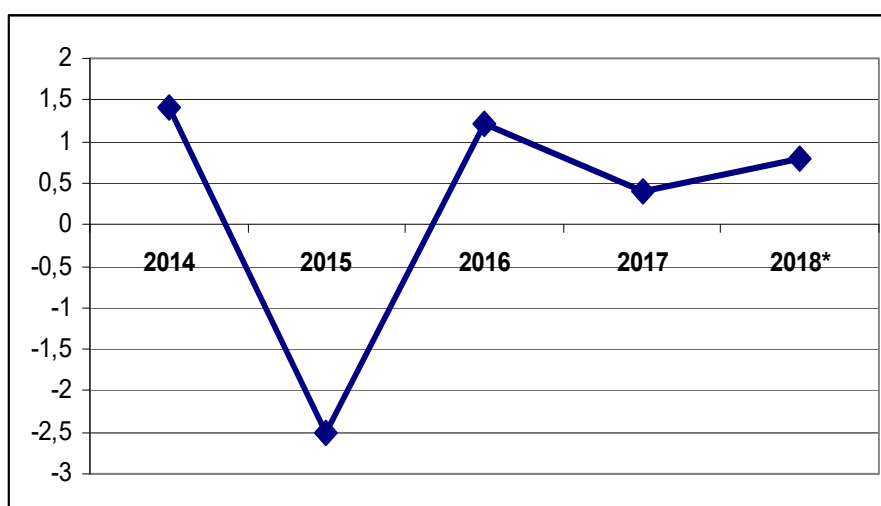
One of the reason for the decline in the banks' total assets in 2015 and for their weak growth in 2017-2018 in general is the relatively low profitability of the

banks' operating activities driven by the decline in credits to the non-financial sector (by more than EUR 10 billion a year on average), to which the bulk of the credits are directed. The asset structure of the European banks whose headquarters are located within the EMU consists mainly of credits to Eurozone residents.

The growth rates of the assets of the European monetary institutions are mainly influenced by the macroeconomic indicators of each Member State, as well as the economic stability of the Eurozone and the EU as a whole; however, they are also affected by the movement of the US financial indicators (Figure 2).

Figure 2

Growth rate of the assets of the banks in the Eurozone, by year
(2014-2018, Second Quarter)

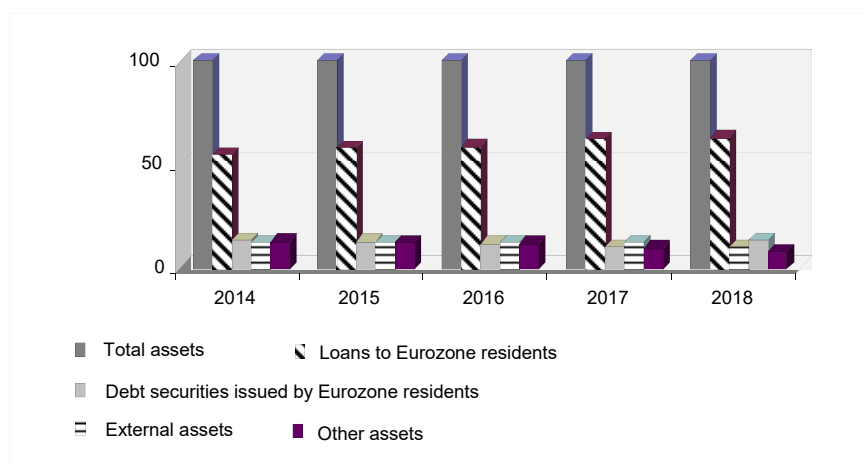


Source: ECB, 2018a.

In recent years, the asset structure has changed due to the restructuring and the contraction of the EU banking sector. The part of the aggregated balance of the Eurozone monetary institutions by year for the period 2014-2018 shows that after the decline in 2014 the credits increased by a little over 2%. During this period, the credits granted to banks amounted to over EUR 5 billion per year on average, while the credits granted to the government fluctuated around just over EUR 1 billion per year. Loans to other monetary financial institutions increased from 7.1% in 2016 to 12.4% in 2017, and then increased again by 3.9% in the second quarter of 2018 (see Figure 3). As of June 2018, loans and advances accounted for approximately 63%, debt securities accounted for 13%, cash balances stood at 9%, and derivatives accounted for 8% of the European banks' total assets.

Figure 3

Loans to residents, debt securities issued by Eurozone residents, external assets, and other assets as a relative share of the total assets of the Eurozone banks



* The data for 2018 are from the Third Quarter.

Source: ECB, 2018a; own calculations.

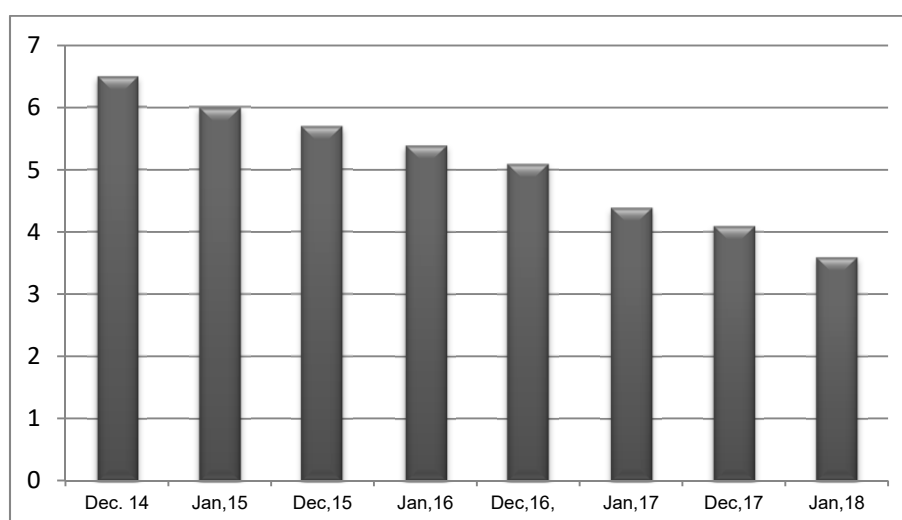
The quality of the assets of the European banks is improving. After the GFC and the sovereign debt crisis, the share of the non-performing loans in the Eurozone in the total loans has grown sharply. According to IMF data, in 2015, the European banks' non-performing loans amounted to nearly EUR 1000 billion, i.e. they have increased twice since 2009. In this context, the IMF proposes reforms affecting the debt restructuring regimes and the insolvency of debtors, combined with stringent banking supervision, which would allow for the development of a secondary debt securities market. In 2017, the total amount of the non-performing loans of the Eurozone banks did not decline significantly – it reached EUR 921 billion. The slow decline in their level is due to the low corporate profits and the low household incomes, all of which were affected by the shocks in the European banking system. *In the years following the crises, the gradual decline in non-performing loans is due to the contraction of bank lending to the non-financial sector and the stagnation in the macroeconomic and financial environment. Non-performing loans remain higher in countries with severe debt, such as Italy and Spain.*

Non-performing (bad) loans continue to be problematic and hamper the real assessment of European banks. The IMF, the ECB, the EBA and the ESM hold the opinion that the harmonization of the bankruptcy regimes in the Eurozone would give a clearer notion of the national economy and the finances of individual Member States. According to the EBA, the clearing of the banks' bad credit balances will

take about ten years. During the period 2014-2017, the European banks placed non-performing loans worth EUR 200 billion to investors or directly to banks, or used special financial vehicles, as was the case with Ireland and Spain. In the third quarter of 2018, the gross amount of non-performing loans to banks was 3.6% (the lowest level since 2014); with the highest one being that of the small and medium-sized enterprises – amounting to 9.8% on average in the EU in June 2017. The average coverage ratio for the non-performing loans is 46.0% (weighted average for June 2018) and the coverage increases by 1% annually. Higher coverage ratios give banks more opportunities to reduce non-performing loans through the sale of debt securities (Figure 4). The banks with questionable loans are heavily restructuring their balance sheets by selling overdue debt to clients on the secondary capital market and by placements of securities among their investors.

Figure 4

Non-performing loans as a % of the total assets of the EU banks at the beginning and end of the year (December 2014-January 2018)



Source. ECB, 2018a.

At present, the Eurozone countries are not achieving specific results in resolving the non-performing loans problem, and this is due to the fact that the large European banks are still struggling to overcome the effects of the sovereign debt crisis. The proportion of the non-performing loans of six Member States (Greece, Italy, Cyprus, Ireland, Portugal and Slovenia) to the total amount of loans exceeds 10%. In other Eurozone countries, this issue is insignificant – for example, bad loans account for 3.5% of the total loans of French banks and 2.5% of the total loans of

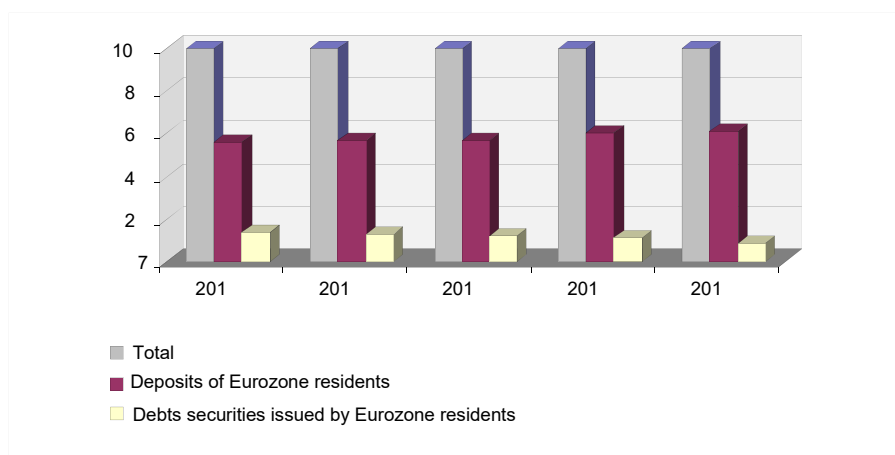
German and Dutch banks. Non-performing loans are a greater problem for small and medium-sized banks than for the systemic participants in the interbank market.¹⁵

The post-crisis economic recovery of the Eurozone countries has a favourable effect on improving asset quality and contributing to a reduction in the banks' outstanding debt. In Italy, which is one of the countries where the problem of non-performing loans is the most acute, the flow of new unpaid loans to their total amount fell to the pre-crisis levels, as this decrease was positively influenced by the sale of debt securities by the Italian banks in 2018. In such cases, the deletion of these debts from the credit portfolio should be considered in such a way that the selling market price of the non-performing loans permits the recovery of money resources. The sales at very low market prices for the sake of higher returns for the banks adversely affect the banks' balance sheets, which limits the ability to grant fresh credits to the real economy. In Italy, the non-performing loans in the banks' portfolio are high due to the fact that there are very lengthy court procedures for the repayment of the funds. To this end, reforms, oriented towards the acceleration of the recovery of the non-performing loans, are being introduced in the country as a permanent measure (including in the future).

The structure of the passive operations of the EU monetary institutions consists mainly of deposits from Eurozone residents and debt securities issued by Eurozone residents, which have declined slightly over the period 2017-2018 (see Figures 5 and 6).

Figure 5

Banks' passive operations (in EUR billion)

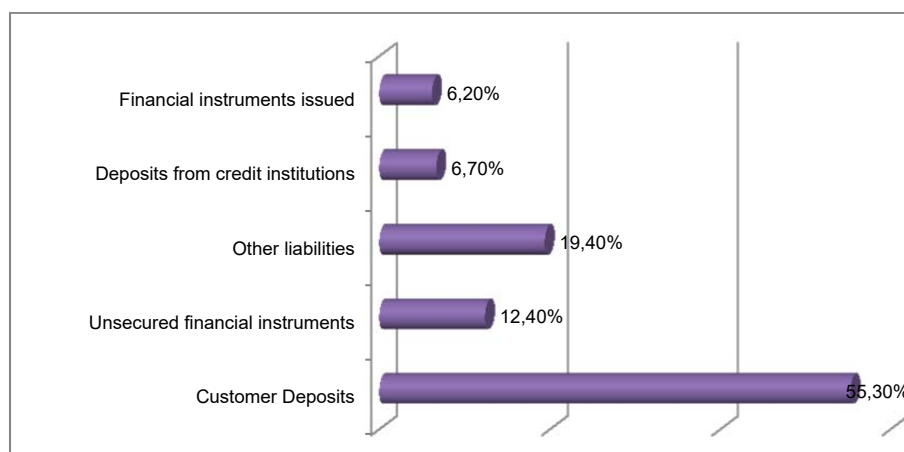


Source: ECB, 2018a.

¹⁵ A systemic bank is one whose banking and operating activities are significant and diversified, and whose eventual bankruptcy will have a negative impact on global finances.

Figure 6

Structure of the liabilities of the EU monetary institutions' bank balance sheets as at June 2018



Source: ECB, 2018a.

The governments and the non-financial sector are the largest contributors to banks, with deposits increasing by 1.5% in 2014, by 3.2% in 2016 and by 3.6% during the second quarter of 2018. In 2014-2016, the interbank lending movement was negative (at about -3% on average), rising up to 6.4% in 2017 only to fall again to 0.3% during the second quarter of 2018. Over the 2014-2018 period, the issuance of debt securities is negative, while in the 2014-2017 period, the banks' capital security and reserves are positive and amount to about 4%, but in the last quarters of 2017 and 2018 they are just over 2%. During the separate periods, the European banks' external liabilities fluctuate between a growth of 0.7% in 2014 to a fall of -5.3% in 2015, after which they increased by 10.2% in 2016 and again decreased to 1.7% in 2017. This shows that banks refrain from borrowing from monetary institutions outside the Eurozone, as well as outside Europe.¹⁶

Trends in banking structure and results. Capital positions

In recent years, European banks have restored and increased their capital and its ratio has been stable (see Table 1). Following the financial crisis in 2008, the BIS Basel Committee introduced international standards for reviewing and monitoring the capital adequacy of banks, known as Basel III. According to these

¹⁶ However, it should be noted that the systemic banks are interconnected in correspondence and operational activities with the international banks outside Europe. Therefore, it is possible that part of the cross-border transactions is recorded off-balance sheet, which makes it difficult to assess the external liabilities of the European banks in real terms.

standards, in order to determine the sustainability of the bank capital in the event of a crisis, the bank's assets are compared with its capital. The goal is for the banks to be able to overcome the financial losses in their operating activities. Basel III tightens capital requirements by limiting the inclusion of additional funds in different capital levels and structures.

Table 1

Indicators of the equity status of the European banks. The banks in the Eurozone and in Europe as a whole (in %)*

Capital	Total Europe	
	2015/12	2016/06
CET1* transition period	13.54	13.64
CET1 implementation	12.95	13.15
TIER1** transition period	14.73	14.81
Total capital	17.7	17.79
<i>Profits and losses</i>		
Net income from interest rates (as % of the total operating income)	57.31	56.96
Incomes from net taxes and commissions (as % of the total taxes and commissions)	26.8	26.64
<i>Asset Quality</i>		
Non-performing loans and advances (as % of the total loans and advances)	5.72	5.43
Net overdue loans and advances (as % of the total loans and advances)	3.22	3.05
Accumulated impairment of the assets from non-performing loans (as % of the total overdue loans)	43.69	43.85
Accumulated impairment of the assets from fully serviced loans (as % of the total serviced loans)	0.4	0.38

* Asset review period – December 2015 and June 2016.

** CET1 – Common equity Tier 1 capital, which includes mainly common shares accumulated in a bank or other financial institution. The CET1 ratio is the fixed capital/risk-weighted assets.

*** TIER1 includes CET1 + Tier 1 Additional Capital (AT1), i.e. endless securities that are easily converted to equity when a certain need arises for their completion.

Source. EBA, 2016a.

Following the GFC and the sovereign debt crisis, the reaction of the financial market and the European supervisory authorities requires a stronger capitalisation of banks as an essential element in coping with the crisis shocks. The higher capital buffers are aimed at improving the capital base of the systemic banks and reducing the risk of spreading the “contagion” amongst the monetary institutions.

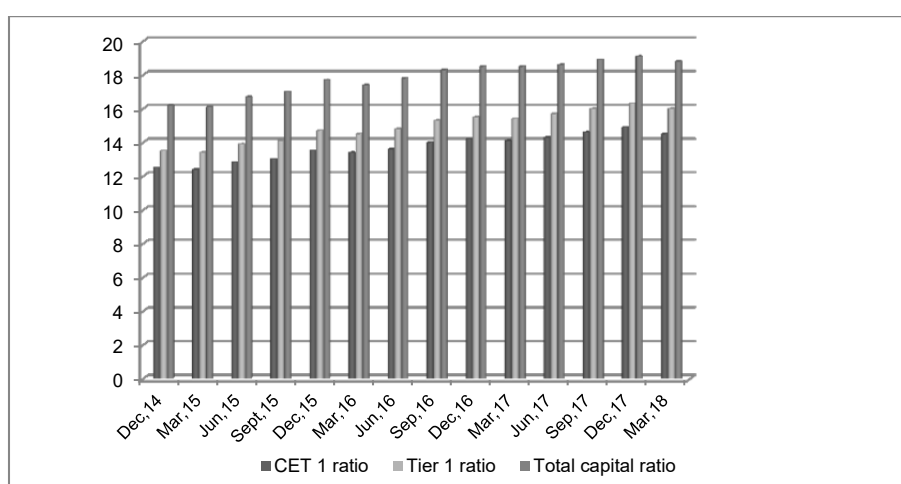
The common equity Tier 1 capital (CET1) was introduced in 2014 as a means to protect the economy from the financial crisis. As of 2019, all banks must meet the minimum required capital ratio of 4.50%.¹⁷ As of June 2018, the average CET1

¹⁷ Tier 1 capital is calculated as the sum of CET1 capital plus Tier 1 additional capital (AT1). The Tier 1 total equity includes the bank's share capital, ordinary shares, surpluses resulting from the issuance of ordinary shares, retained earnings, ordinary shares issued by subsidiaries and held by third parties, and other accumulated income (AOCI). Tier 1 capital is not total capital, but is eligible to be included in that line. (AT1 capital is a provisionally convertible or hybrid security that can be converted into equity in the

ratio for EU banks has increased to 14.5% and the total capital ratio fluctuates between 18.8% and 16%. However, despite the improvement in common equity Tier 1 capital, the differences in the capital ratio of the EU banks remain large. Some banks in Central, Eastern and Northern Europe have a fixed capital ratio (CET1) that is well above the EU average, while for a number of banks in Southern European countries this ratio is below the EU average (Figure 7).

Figure 7

Equity ratios (transitional) as of December 2014 - March 2018 (in %)



Source: ECB, 2018a.

The review of the banks' capital and the ratio of the fixed capital to the risk-weighted assets (CET1) by country show that this ratio varies greatly between the different European countries. The data in Table 1 and Figure 7 demonstrates that by complying with the Basel III norms since 2013, the European banks are reaching a relatively good level of capitalisation. The tendency of the downward trend of the non-performing loans, attributable to all loans and advances, is decisive. However, the accumulated depreciation of assets on non-performing loans remains high as a result of the crises.

The 2018 EU-wide banking transparency assessment evaluated the capital positions, the risk exposures, the leverage exposures and the asset quality of 130 banks in 25 EU countries and the European Economic Area (EEA). Since 2011, the EBA has been examining the transparency of bank balances at a pan-European level on an annual basis, as part of the measures to enhance the market discipline in

event of a crisis.) The conversion of securities into equity occurs when the CET1 capital ratio falls below a certain threshold.

the EU financial market and complement the data of the banks under Pillar 3 of the EU Capital Requirements Directive (CRD). In addition to the data set, the EBA also offers a wide range of interactive tools that allow to the consumers to make comparisons over time and across countries, as well as across the different banks. The results of the assessment show that the capitalisation of the commercial banks and the universal European banks, which have been hit hard by the crisis, is improving. The reduction of the average risk weights contributes to the increase in the capital positions of all banks with a different business profile. Measured as a proportion of the banking system's assets held by the five largest banks in the Eurozone, the concentration of bank capital is increasing (with some exceptions), while the average concentration ratio between the separate Member States remains unchanged (with some differences between countries).

In recent years, *the sustainable funding for banks* has been extremely important because of the uncertainty of the capital market and the pressure exerted by the banking supervision and the ECB regulations. In the face of the volatility and increased demands, the banks' financing model is changing – they are gradually narrowing down the direct capital market financing, seeking ways to expand the traditional forms of financing (such as the deposit lending operations), mainly through the attraction of deposits in order to increase their liquidity. In this respect, the ECB also exerts a stimulating effect through the flexible monetary policy mechanisms, and by continuing to apply monetary policy measures which affect the banking activity. A number of banks are reducing the proportion of wholesale financing, limiting short-term financing and interbank liabilities. Some European banks are diversifying their international investment base by attracting funds from other investors such as cash-rich corporations, hedge funds and more. The tendency is to avoid financing from the capital market. After the crisis, the pressure exerted by the markets and the supervisory bodies has been focused on achieving a sustainable capitalisation of the banking system, which is a key factor in the banks' ability to cope with the adverse external and internal shocks. In this regard, the capital buffers are important not only for the individual bank, but also at the systemic level, because they reduce the danger of spreading the crisis in the banking system.

In financial product trading (an activity that was rather risky in the pre-crisis period), the bank capitalisation is improving across all types of universal bank business models in the developed European economies. The decline in the average risk weights contributes to the reduction of higher risk capital positions for all banking business profiles except for the commercial banks, which have a high percentage of granted credits and have to meet stricter regulatory capital requirements in relation to market risk and the trade in complex financial products.

Profitability of the European banks

The decade after the GFC has been characterised by the maintaining of low interest rates for refinancing the universal banks and those charged on the deposits of their clients. This is due to the impact of various factors – both cyclical, such as

low inflation, and structural, such as labour productivity, demographics and other changed macroeconomic indicators. In some European economies, incomes are gradually recovering, but they are expected to increase slowly and to stabilise at less favourable levels than in previous periods. The low profitability of banks is one of the major risks for the financial stability of the Eurozone because it has a negative impact on the economic growth. At the same time, the long periods with higher than the average bank profitability have a negative effect on the economy due to the maximisation of profits observed in the years preceding the GFC. That is why, in the post-crisis period, the EBA requires banks to strictly apply measures to identify and highlight any potential risks arising from their enhanced credit activity.

The measure that is used to adjust the risk of the return on assets is the return on risk weighted assets, i.e. the net profit as a percentage of the average risk assets. It is improving, which has a positive impact on the profitability of the banks. The *net interest margins* (NIM), i.e. the banks' net interest income as a percentage of the average interest-bearing assets, remain stable for most the European banks, influenced by the very low and even negative interest rates in the Eurozone, due to the increase in the liquid assets and the stabilisation of the bank financing. The net interest income as a share of the bank's average assets is stable in the large European banks and, to a lesser extent, in the smaller monetary institutions. The cost/income ratio (C/I) is also an important financial indicator for determining the bank's profitability. It shows the cost of current operations relative to the operating incomes of the bank – a lower C/I ratio means that the bank is operating more efficiently and a higher C/I ratio means that its operating costs are significant. Following the crisis, the large European banks have improved the efficiency of their operating costs, and the staff costs usually remain stable as a proportion of the operating costs (Table 2).

Table 2

Profitability of the banks in the Eurozone: return on risk-weighted assets, net interest margin, cost/income ratio (2007-2016)

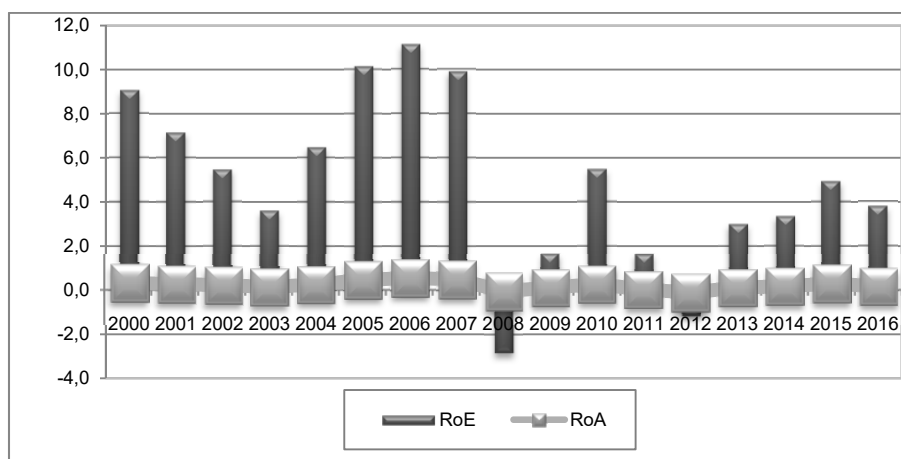
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Return on risk-weighted assets	1.2	-0.3	0.2	0.7	0.1	-0.2	0.4	0.5	0.8	0.6
Net interest margin	0.8	0.9	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
C/I	68.0	85.3	67.1	65.7	67.3	69.8	68.6	67.5	68.2	70.4

Source: <https://www.bis.org/publ/cgfs60.metadata.xlsx>

The determination of the banks' profitability depends not only on the market realisation of their financial instruments, but also on their policies (how effectively they use their assets and equity to generate profits). In this regard, the profitability ratios: the net interest income, the return on the banks' assets (net profit as a percentage of the assets – RoA) and return on equity (the net profit as a percentage of the average level of capital – RoE) show the valuation of bank shares (Figure 8).

Figure 8

The profitability of banks: the return on assets and the return on equity of banks in the Eurozone



Source: <https://www.bis.org/publ/cgfs60.metadata.xlsx>

The data in Figure 8 shows that the banks' return on assets (RoA) is characterised by a smaller decline after the crisis, but it is less noticeable due to the relative changes in the banks' leverage. The return on equity shows the extent to which the bank's management uses its assets to make a profit. Before the crisis, the total return on equity (RoE) ranged between 10% and 15% – a value that is historically high and, in many cases, supported by unsustainable levels of leverage and risk-taking operations. During the GFC and the European sovereign debt crisis, the European banks realised strong capital losses, and in the post-crisis period their profitability declined significantly. As of March 2019, the Romanian equity sector has the highest return on equity in Europe at 17.2%. During this period, the European banks restructured their banking business by focusing on profitability based on low-risk operating activities and shifting to profit based on net interest income. However, it should be emphasized that, contrary to some claims, according which most of the banks' profits come from net fees and commissions, the realised interest incomes as a percentage of the total operating income is almost twice higher than the fees and commissions incomes.

The European banks are not yet in a position to realise larger enough profits because of the relatively low revenue of the financial securities. The return on equity of the banks in the Eurozone declined below 5%, which hardly covers the expected capital expenditures (see Figure 8). In connection with this trend in the development of the European banks' profitability, the BIS and the ECB emphasise that commercial banking revenues are based on deposit operations and credit intermediation, while the revenues from investment banking and other non-traditional financial sources are

declining. Nonetheless, in the post-crisis period, some banks with higher capitalisation expanded their incomes. The main explanation is that the ECB's low interest rates aimed at supporting the economy may lead to the opposite result over time. This is due to the fact that banks undertake credits renegotiations, as their private and/or corporate clients seek better conditions for obtaining credits. In 2017, this process led to an increase in the costs of the renegotiation transactions charged to the client, which increased the bank's revenues. However, over time the creditors will have to manage their loan portfolios full of low quoted debt obligations. Banks will probably be forced to increase their costs, and the revenues will be lower. Such developments may lead to the widening of the liquidity gap between the banks, which are highly dependent on interest rates in the process of crediting, while the other monetary institutions will have the opportunity to earn commissions (consultations, structured finance, etc.).

Bank mergers and the acquisitions of the share capital of the European banks

In the post-crisis period, the activity of the international banks changed, with their total consolidated bank claims on foreign financial markets falling by about 16% in the 2007-2016 period. The global decline in foreign banking is likely the result of the shrinking share of European banks in cross-border banking operations – the total foreign currency claims of European monetary institutions (except only those in Spain) have fallen by about 40% during this period. Most of the European banks reports even lower holdings in foreign institutions to the Bank for International Settlements. The decline in the majority of the European banks' claims on foreign monetary institutions is due to the limitation of claims to the countries in the Eurozone which were affected by the debt crisis. The European banks are also withdrawing from other regions of the world, including from the USA. An important reason for the narrowing of their overseas operations is the need to devote considerable resources to cover domestic deficiencies, as well as to invest additional funds for the recovery of the local economies. In search of a greater security in the operational transactions, lower-risk activities and transparency of financing, the European banks are targeting the European banking markets. *In this regard, it can be said that the post-crisis banking business models are aimed primarily at achieving a higher consolidation of the European banking system, rather than participations in international investment markets.*

Prospects for the development of the European banking sector

The changes in the European banking institutional management framework, in which the EU regulators are involved, the banking supervision authorities in the Member States' and European banks themselves show that the deep structural reforms are achieving their objective of achieving sustainability and transparency of the European banking sector. However, a number of issues must still be addressed in relation to the removal of vulnerabilities, which also defines the European institutions' further activities to stabilise the European banking and financial sector.

The low interest rates charged by the ECB for the recapitalisation of banks are aimed at recovering the economy. *At first*, this monetary measure had a positive influence on the banking sector because it helped in maintaining the credit and the prices of the debt securities on the bond market. However, at present, the situation is different, and such a monetary policy leads to a mechanical reduction in the ability of the banks to realise profits. They become more vulnerable to external or internal shocks, as well as supply shocks. This destroys the value – the activity of the banks does not contribute to the extension of the credit, which affects the economic and financial stability of many European companies, especially those of small and medium-sized enterprises, which are definitely in need of financing.

As mentioned above, the European banking sector is not making significant profits. The main reason for the limited profitability of the European monetary institutions is the still low profitability of their operating activities. The return on equity of the Eurozone banks has not yet recovered following the financial and sovereign debt crises and it remains low compared to previous periods and when measured against international standards. There are also significant differences between the banks. Those with a smaller scope of activity and offering a smaller range of financial services have difficulties in meeting the capital requirements and decreasing the non-performing loans in their balance-sheets, while the larger and more powerful financial intermediaries recover quickly. In 2017, the net interest income of the universal banks improved, but the revenues from various fees and commissions also increased as a result of the more efficient management of the bank assets.

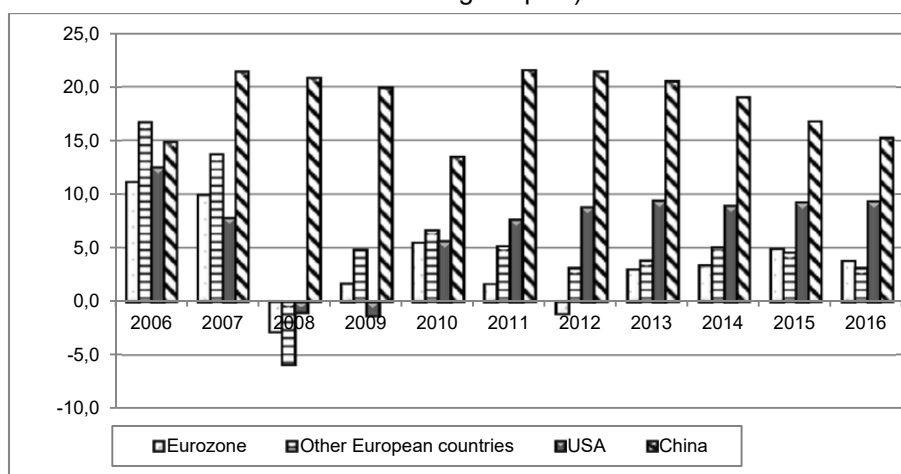
In practice, it can be assumed that, after the transitional period in the construction of the new regulatory European banking mechanism in the face of the Banking Union and the European Deposit Guarantee Scheme, the European banking system will be more stable and predictable for investors. Although, the investors may reduce their participation in banking transactions, due to the expectation of lower return on their investments on the part of the banks. The European regulatory framework, which obligates the banks to comply with the increased requirements affecting the level of equity and the expected dividends of their business, may adversely affect the market valuation of the banks' equity. Indeed, the estimates of the cost of the capital of European banks show a decline by the beginning of 2018, although it remains higher than the average in Italy and Spain, which have been hit especially hard by the financial crisis.

Increasing structural profitability contributes to overcoming low profitability. It is particularly important for banks facing financial difficulties as well as for those currently implementing stabilisation programs to improve asset quality. In this case, it is recommended that banks adopt the business model of the most profitable European monetary institutions, which would decide the optimal allocation of their costs and revenues. In terms of banking revenues, the focus is placed on the greater diversification of the sources of income in favour of high quality financial services, which can help offset the continued contraction in interest margins due to low or negative interest rates. Although the European banking authorities are working in this direction, the

diversification of higher-yielding banking operations is lagging behind its main competitors in the global financial market (Figure 9).

Figure 9

RoE of banks for the period 2006-2016 (net profit as a % of the average capital)



Source: <https://www.bis.org/publ/cgfs60.metadata.xlsx>

The expansion in non-bank financing and financing based on the provision of financial services through the new IT devices requires banks to implement related and complementary financial services in the areas of corporate finance and asset management in order to increase their revenues and improve their profitability. To this end, the bank capital consolidation is stimulated through mergers of companies and the acquisition of share capital, which allows the use of the economies of scope and scale and facilitates investment and the access to the capital markets. The cross-border banking operations across Europe would also increase profitability while contributing to an EU-wide banking and financial integration.

The European financial institutions are encouraging banks to apply business models that improve the operational efficiency of their transactions. As mentioned above, since the beginning of the GFC in the EU, the cost/income ratio has been deteriorating and, as a result, the income per unit of bank assets has decreased and the costs for some banks have increased to unbearable amounts. In Spain, for example, great efforts have been made to optimize branch networks, with the number of branches falling by almost 40% since 2008. In Italy, the number of bank branches has fallen by 15%, but it is likely that the expenditure side of the balance sheet has not been cut enough, as evidenced by the financial turmoil which the Italian banks have been experiencing over the last two years.

The policies of the European banks are beginning to move towards more significant cost optimization and, in addition to limiting the number of bank branches,

the staff costs are also being reduced. The goal is to transfer the money resource freed up by the reduced costs to investments in technology and innovations in the banking industry.

In the future, the European banks' business strategy in their operational activities and the risks that accompany them will be geared towards implementing a range of financial instruments that could counteract the external uncertain and unpredictable economic and political environment, especially in the face of new regulatory requirements and low interest rates. Unlike the period before the GFC, the European banks are now actively involved in financial transactions on the capital market and play the role of financial intermediaries, by borrowing resources from the capital markets and redirecting them to the non-financial sector. After the crisis, the non-banking financial institutions and the capital markets began to play an increasing role in the financing of large non-financial corporations and the real sector in general.

In the post-crisis period and ten years after the GFC, the European economies are in a phase of economic recovery, but the uncertainty in the international economic and political relations presents significant economic and geopolitical challenges. They have for a long time failed to overcome the effects of the crises, which has had a direct impact on the condition of the European banks. Some major banks (such as Deutsche Bank) continue to need structural changes because they have not cleared their loan portfolios after the GFC. These payment problems create the risk of a new banking crisis. For example, the implementation of unjustified economic policies by the Italian governments of Mario Monti and Matteo Renzi, which lead to the impoverishment of the population, contributes to limiting the activity of the small and medium-sized enterprises, increasing unemployment and respectively increasing the non-performing loans in the balance sheets of the banks. Unlike France, where most of the banks' borrowers are institutional investors, in Italy the non-performing loans are liabilities of individuals and SMEs. The collapse of the Italian banks and their possible bankruptcy will lead to the insolvency of the vast majority of Italians.

The recommendations and the measures for the harmonization of the banking sector and for the strengthening of the banking supervision introduced by the European authorities are useful, but they have a real effect when there is a positive economic growth and an improvement in the key macroeconomic indicators of the country. However, in many regions of the world, the economic policies of countries are increasingly focusing on domestic economic and trade-oriented strategies and interests, which raise concerns that protectionist tendencies are spreading in the international economic relations. The EU also faces significant challenges, one of the most important being Brexit. This raises a number of concerns about the increased risks of sudden shocks, which will affect the European economy and finances and cannot be ignored by the European institutions. That is why the international economic organisations, and especially the IMF, argue that the European national and supranational official bodies should help balance the fiscal imbalances, implement structural reforms and deepen the financial integration of the EMU.

In the decade after the start of the GFCs, significant structural transformations have taken place in the European banking sector. The crisis has had a profound effect on the economic development and growth of the advanced countries and on the financial stability and the performance and profits of the European banks in particular. The GFC also reveals the significant weaknesses of major international banks, whose practice in the past has been associated with excessive credits and risk-taking, which are not backed by adequate capital and liquidity buffers. However, compared to US banks, the European monetary institutions do not generate higher revenues due to the still unfavourable macroeconomic environment, although the European economy has been recovering since after 2016-2018. The supranational prudential supervision is increasing and the creation of the European Deposit Guarantee Scheme is accelerated by the establishment the European BU.¹⁸ The progress in the development of the ICT sector has had a strong impact on the structure of banks. On the one hand, the new technologies lead to changes in the supply of the traditional banking activities, meaning that the jobs in the banking sector are disappearing. On the other hand, the competition is increasing – the new financial bodies (non-banking financial firms) are entering the market, offering a wide range of financial services and competing with banks. The changes in the financial sector as a result of globalisation lie ahead, and the European banking sector will likely be faced with even more challenges in the future.

*

The global financial crisis reveals a number of significant weaknesses in the European banking system. An analysis of the banks' activity, with their excessive crediting and risk-taking in the pre-crisis period, shows that the supervisory framework of the European banks was inefficient and did not comply with the maintenance of the adequate capital and liquidity buffers. In the post-crisis period, the prudential policy (supervisory standards) affecting banks has changed. Non-performing loans in the European banking sector are down due to the capitalisation of banks and the strengthening of their balance sheets. Along with improving the banks' capital base, the foundations of the integrated banking supervision are being laid and the European BU is being built as a higher form of banking and financial integration.

Despite rising trends, the profitability of banks remains a very serious problem. Key factors for the low profitability are the competition (including from FinTech companies), the low margins in the core business of banks (driven by still low interest rates in many legal systems), and the increased costs. At the same time, technological changes in the banking sector have intensified non-banking competition.

¹⁸ A separate issue altogether is the fact that the initially excessive supranational regulation of banking activities was faced with the peculiarities of the national banking systems of the countries in the Eurozone, the vague predictions about the ability of the European banks to increase their profitability despite the increased cost of maintaining the requirements for banking stability, and the evidences of changes in the European financial area in relation to Brexit.

However, the changes in globalisation are much larger. Due to the increasing economic, political and financial risks, the European banking system faces many different challenges. One of them is related to the fact that protectionist tendencies are increasing in the world economy, which exacerbates questions about national trade and economic interests. Another problem is competition from major Southeast Asian banks, which leads to a comparatively narrower position of the European banks in cross-border transactions and to the penetration of the Asian bank capitals in Europe. And last but not least, the UK's exit from the EU will trigger the restructuring of the European banking sector.

References:

- Abiad, A., E. Detragiache and T. Tressel (2010). A New Database of Financial Reforms. *IMF Staff Papers*, Vol. 57, N 2, pp. 281-302.
- Avalos Fr., E. Marnatzakis (2018). *Euro area unconventional monetary policy and bank resilience*. Bank for International settlements. Monetary and Economic Department. Working Papers N 754.
- Bozhikin, I. (2013). The European Stability Mechanism and its alternatives for overcoming the debt crisis in the Eurozone. *Economic and social alternatives*, N 1, pp. 128-142 (in Bulgarian).
- Broda C., P. Ghezzi, E. Levy Yeyati (2009). *The new global balance: financial de-globalisation, saving drain and the US dollar*. Vox CEPR Policy Portal EU, <https://voxeu.org>
- Chiappori, Ph.-Au., M.-Ou. Yanelle (2015). Le risque bancaire: un aperçu théorique. *Revue d'économie financière*, <http://www.persee.fr>
- Couderc, N., O. Montel-Dumont (2012). Les mécanismes de la grande récession. Dans Comprendre les crises économiques. In: *Problèmes économiques Hors-série. La Documentation française*. Paris.
- D'Arvisenet, Ph. (2011). *Conjoncture*, BNP Paribas, economic.Research. bnpparibas.com
- Déao, St. (2013). Dette souveraine et bancaire: Etats et banques toujours liés. *Banque&Stratégie*, N 318.
- Draghi, M. (2015). *Les récentes mesures de politique monétaire de la BCE, efficacité et défis*, www.ecb.europa.eu
- Enria, A. (2018). *Fragmentation in banking markets: crisis legacy and the challenge of Brexit*. EBA.
- Enria, A. (2018a). *What we have learnt from EU wide stress tests*. EBA.
- Heider, F., F. Saidi, Gl. Shepens (2018). *Life below zero: bank lending under negative policy rates*. Working Paper N 2173, ECB.
- Laeven, L., F. Valencia (2013). Systemic Banking Crises. *IMF Economic Review*, Vol. 61, Issue 2, pp. 225-270.
- Nenovski, N., T. Marinova (2014). Comparative analysis of the sovereign debts of the countries in Eastern and Southern Europe. *Economic and social alternatives*, N 2, pp. 33-44 (in Bulgarian).

Plihon, D. (2012). Crises et systèmes financiers, Dans Comprendre les crises économiques. In: *Problèmes économiques Hors-série. La Documentation française*. Paris.

Raposo, I., G. B. Wolff (2017). *How the Banking Union changed mergers and acquisitions?* Bruegel Blog.

Reinhart, C. M., V. Reinhart, Ch. Trebesch (2016). Global Cycles: Capital Flows, Commodities, and Sovereign Defaults, 1815-2015. *American Economic Review: Papers & Proceedings*, 106(5), pp. 574-580, <http://dx.doi.org/10.1257/aer.p20161014>.

Visco, I. (2017). *Recent developments and open questions in the European banking industry*. Annual Convention of the Asociación de Mercados Financieros.

Yotsov, V. (2014). The impact of the global crisis on the financial sector in Bulgaria. Sofia, "Marin Drinov" Publishing House (*in Bulgarian*).

The Liikanen Group (2012). *Report of the European Commission's High-Level Expert Group on Bank Structural Reform*. October.

BIS (2018). *Structural changes in banking after the crisis*. January.

BIS (2018a). *Financial stability implications of a prolonged period of low interest rates*. Committee on the Global Financial System. Papers N 61, www.bis.org

BIS Data, <https://www.bis.org/publ/cgfs60.metadata.xlsx>

EBA (2018b). *Fragmentation in banking markets: crisis legacy and challenges of Brexit*.

IMF (2018). *Euro area policies. Financial System Stability Assessment*. Monetary and Capital Markets Department, June 27.

EBA. (2015). *Report on Asset Encumbrance*. September.

EBA (2016). *Report on the Dynamics and Drivers of non-performing exposures in the EU banking sector*. July 22.

EBA (2016a). *EU – Wide Transparency Exercise*.

EBA. Risk Dashboard Data (as of Q2 2017).

EBA (2018). *Report on Asset Encumbrance*. September.

EBA. Risk Dashboard Data (as of Q2 2018).

EBA Risk dashboard data (as for Q1 2019).

EBA (2018). *EU – Wide stress-tests: credit risk IRB*.

ECB. (2018a). *Monetary financial institutions balance sheets. Domestic and cross-borders positions of euro area MFIs (Excluding the Eurosystem)*. October 24.

ECB (2018b). *Financial stability review*. Overview, May.

EMU@10 (2008). *Successes and challenges after ten years of Economic and Monetary Union European*. Economy 2, European Commission Economic and Financial Affairs Directorate General.

7.01.2020

Лъчезар Д. Борисов*

ВЛИЯНИЕ НА СЛИВАНИЯТА И ПОГЛЪЩАНИЯТА ВЪРХУ ЕФЕКТИВНОСТТА НА БАНКИТЕ В БЪЛГАРИЯ

С помощта на непараметричния метод анализ на обвиване на данните (DEA) е изследвано въздействието на сливанията и поглъщанията в банковия сектор в България през 2007-2018 г. върху ефективността на банковите единици. Резултатите от анализа на ефективността на банките, преминали през тези процеси, показват, че след вливането на съответните банкови единици придобиващите банки успяват да повишат ефективността от мащаба и няколко години след сливането достигат до технологично оптимален мащаб на производство. Установява се също, че повечето от тях съумяват да реализират и максимална техническа ефективност и участват във формирането на границата на ефективността на цялата банкова система.¹

JEL: G34; G21; C14

Ключови думи: сливания и поглъщания; банкова ефективност; непараметричен метод анализ на обвиване на данните (DEA); банки

През последното столетие в глобалната икономика протича активен процес на сливания и поглъщания, чиито ефекти се изследват както на ниво компания и потребители, така и на макроикономическо равнище. Това е и причината, поради която в икономическата теория и практика се създава доста сложна и разклонена система, включваща закони и конкретни действия, които да регулират тези процеси. С тяхна помощ се реализира намесата на държавата при дефиниране на областта на развитие и функциониране на пазарите, регулиране на конкуренцията на стопанските субекти, както и при осъществяване на приоритетни за икономическата система цели. В съвременните условия правителствата и съответните регулаторни органи все повече се стремят да въздействат върху темповете и характера на сливанията и поглъщанията – както чрез законодателството, така и чрез различни други форми на регулиране като парично-кредитна и данъчна политика, държавни поръчки, финансиране на научни изследвания, субсидиране, лицензиране и издаване на патенти. По такъв

* Докторант във ВУЗФ, l.borisov@mi.government.bg

¹ Luchezar D. Borisov. THE IMPACT OF MERGERS AND ACQUISITIONS ON THE EFFICIENCY OF BANKS IN BULGARIA *Summary:* The "Data Envelopment Analysis" (DEA) non-parametric approach is used to study the impact of mergers and acquisitions in the banking sector in Bulgaria during the 2007-2018 period on the efficiency of banking units. The results of the analysis of the efficiency of the banks that went through this process show that, after the merger of the respective banking units, the acquiring banks manage to increase their scale efficiency and reach a technologically optimal scale of production several years after the merger. In addition, the findings show that most of them manage to reach maximum technical efficiency and are involved in shaping the boundary of efficiency of the entire banking system. *Keywords:* mergers and acquisitions; bank efficiency; "Data Envelopment Analysis" (DEA) non-parametric approach; banks.

начин политиката, насочена към регулиране на сливанията и поглъщанията, се превръща във важен елемент от цялостната икономическа политика.

През последните години обемът на сделките по сливания и поглъщания (M&A) в световен мащаб нараства значително, като от началото на XXI век техният брой е най-голям в банковия сектор. Подобни процеси на консолидация променят природата на банковия бизнес и водят до реструктуриране на сектора, повишавайки неговата ефективност и адаптирайки го към новите технологични предизвикателства. Глобалната финансова криза от 2007-2008 г., както и последвалите мерки за справяне с нея също поставят редица въпроси относно необходимостта от реструктуриране на кредитните институции с цел да се промени ролята на държавата², за да се подобри ефективността на банковото посредничество.

Един от способите на реструктуриране без намеса на държавата са сливанията и поглъщанията в банковата индустрия. Те оказват позитивно влияние върху банковата ефективност, която е от съществено значение за икономическото развитие на страната, тъй като гарантира финансова стабилност. Зависимостта между сливанията и поглъщанията и ефективността на банките може да се използва от централната банка и от правителството при определянето на политиката, която ще се провежда, и надзорните правила, които ще се прилагат и приемат. Ефектите от тях обаче и конкретно в банковия сектор в България все още не са достатъчно проучени.

Тезата, която се защитава в изследването, е, че сливанията и поглъщанията оказват положително въздействие върху банковата ефективност, която е от голямо значение за икономическото развитие на страната, тъй като подобряването на ефективността на кредитните институции гарантира финансова стабилност. За доказването на тезата е използван инструментариумът на анализа на обвиване на данните (Data envelopment analysis – DEA).

Сливанията и поглъщанията в банковия сектор в България през периода 2007-2018 г.

В изследването са анализирани сливанията и поглъщанията в банковия сектор в България през 2007-2018 г. Изборът на времеви интервал е обусловен от обстоятелството, че в резултат от глобалната финансова криза от 2008 г. и необходимостта от по-строги регулации в банковия сектор, които засягат и българските банки, през този период у нас се наблюдава по-интензивен процес на сливания и поглъщания. За това неминуемо допринасят и завишените изисквания, вкл. и капиталови, свързани с дейността на банковите институции, заради приноса им в разрастването на финансовата криза, започнала в САЩ през 2007 г. Върху процеса на консолидация съществено влияние оказва и конкуренцията в сектора. Във връзка с това в изследването са анализирани

² Показателен в това отношение е фактът, че държавните помощи, предоставени на финансовия сектор в ЕС от 2008 до 2011 г., достигат общо 1.6 трилиона EUR, или 13% от БВП на Съюза.

ефектите от концентрацията на 13 банкови единици, опериращи в България през периода 2007-2018 г.³ По-конкретно анализът обхваща:

- вливането на „Ейч Ви Би Банк Биохим“ АД и „Банка Хеброс“ АД в „Булбанк“ АД и преименуването на приемащата банка на „Уникредит Булбанк“ АД (27.04.2007 г.);
- вливането на „ДЗИ Банк“ АД в „Българска пощенска банка“ АД и преименуването на банката на „Юробанк И Еф Джи България“ АД (01.11.2007 г.);
- вливането на „Юнионбанк“ ЕАД в „Първа инвестиционна банка“ АД (04.03. 2014 г.);
- поглъщането на търговското предприятие на клона на Алфа банк в България от Пощенска банка с юридическо име „Юробанк България“ АД (09.03.2016 г.);
- вливането на „СИБАНК“ ЕАД в „Обединена българска банка“ АД (5.02.2018 г.);
- вливането на ТБ „Виктория“ ЕАД в „Инвестбанк“ АД (21.11.2018 г.).

В началото на ноември 2018 г. „Юробанк България“ АД (Пощенска банка) обявява, че ще купи „Банка Пиреос“, а в средата на ноември 2018 г. Управителният съвет на Българската народна банка одобрява придобиването на „Сосиете Женерал Експресбанк“ АД от страна на „Банка ДСК“ ЕАД. Тези сливания и поглъщания не са предмет на анализ в изследването, тъй като окончателно вливане на банките не е извършено и все още няма данни от счетоводните баланси на консолидираните единици.

Методология на изследването

При измерването на ефективността на банките могат да се използват разнообразни методи, вкл. и такива, които разглеждат банките като производствени предприятия, разполагащи със своите ресурси и произвеждащи съответния продукт от дейността си. Могат да се използват т.нар. традиционни методи, които стъпват на първичната информация от балансите на търговските банки и отчетите им за приходите и разходите, като се изчисляват отделни показатели и съотношения, показващи тяхната рентабилност, ликвидност и др. (вж. по-подробно Борисов, 2017). Друг метод е банките да се разглеждат като производствени единици и да се прилагат сложни математически и статистически модели, основаващи се на производствените граници, за чието оценяване се използват иконометрични техники и математическо програмиране. При дефинирането на производствените граници се определят най-добре представилите се банкови единици, които формират границата на ефективността. Същевременно за целите на изчисляването на ефективността на банките се определят съответните входящи ресурси, които се използват при производството, и съответните изходящи продукти, получени в резултат от реализираното от тях производство.

³ Изследването не обхваща концентрацията на „Банка Пиреос България“, която през 2007 г. закупува частично търговско предприятие, а именно „ритейл“ портфейла на ING Bank България – клон София, тъй като тази концентрация не е мащабна.

Най-често използваният метод за измерване на ефективността е непараметричният метод анализ на обвиване на данните (Data Envelopment Analysis – DEA), въведен от Charnes et al. (1978), които се базират на изследването на Farrell (1957). DEA е непараметричен метод за линейно програмиране, оценяващ ефективността на отделните производствени единици (в случая банковите) по отношение на определен бенчмарк на ефективността, който се извежда от най-ефективните единици в оценявания модел.

При прилагането на DEA е необходимо да се определят входящите ресурси и изходящите продукти. В икономическата литература има множество подходи за определянето на тези променливи, но няма единно мнение за това кой е най-добрият подход за дефинирането им (вж. Berger and Humphrey, 1997; Andries, Cocris, 2010). За дефинирането на входящите ресурси и изходящите продукти могат да се използват подходите: на посредничеството; на добавената стойност; производствен подход; потребители-разходи; подход към активите. Някои автори посочват, че най-често използваният и подходящ подход за определянето на входящите ресурси и изходящите продукти е подходът на посредничеството, особено ако търговските банки се занимават основно с привличане на депозити и предоставяне на кредити в страната (вж. Andries, Cocris, 2010).

Като подходящ за целите на изследването е избран подходът на посредничеството, защото в България банковата система е организирана и оперира предимно в сферата на кредитирането и акумулирането на привлечени средства под формата на депозити. В края на 2018 г. делът на кредитите и авансите в банковата система възлизат на 63.3% от общата стойност на актива, а депозитите са 85% от общата стойност на пасива. За сравнение през 2007 г. 76% от актива на търговските банки у нас са кредити, а делът на депозитите в структурата на пасивите е 88.3%.⁴ При подхода на посредничеството за входящи ресурси обикновено се определят капиталът, трудът и привлечените средства под формата на депозити, а за изходящи продукти – кредитите и ценните книжа, но се срещат и някои разновидности (например в Sargu и Roman (2012) изходящият продукт „ценни книжа“ е заместен с нетен лихвен доход при определянето на ефективността на банките в Румъния и България).

В изследването са използвани официално публикуваните данни на сайта на БНБ, поместени в рубриката „Банков надзор“, където има налични баланси и отчет за приходите и разходите за всички банки в България поотделно.

⁴ Трябва да се отбележи, че досега не е правено цялостно изследване на резултатите от сливанията и поглъщанията в банковата система в България чрез прилагане на непараметричния метод DEA. Самият метод е използван за анализ на техническата ефективност на банките в България в няколко разработки (вж. например Nenovsky, Chobanov et al., 2009; Tochkov, Nenovsky, 2009; Nenovsky, Ivanov, Mihaylova, 2008; Томова и Ненкова, 2003), в които се проучва кои видове банки са по-ефективни в цялата банкова система. Михайлова-Борисова (2014) изследва какво е влиянието на международната финансова криза и на дълговата криза в Еврозоната върху ефективността на банките в страната, а в (2014а) разглежда влиянието на международната финансова криза върху производителността на отделните групи банки – чуждестранни и местни частни банки.

Трябва да се има предвид, че тъй като са обхванати сливанията и поглъщанията от 2007 г. насам (поради по-активния процес на консолидация след световната финансова криза), е разгледан един доста продължителен период от над 10 години. В рамките на този период БНБ променя формата на баланса и отчета за приходите и разходите на банките, но в изследването е направена съпоставка на балансите и са използвани точните данни, за да се осигури съответствие между годините. За прилагането на подхода на посредничеството е необходимо да има показател, измерващ труда и капитала. За измерването на труда обикновено се взема предвид броят заети лица в банковата единица. Поради липса на публична информация обаче, за да се оцени този показател, тук, подобно на други изследвания, са използвани административните разходи (вж. например Nenovsky, Mihaylova, Ivanov, 2008) или общата сума на активите (вж. Rossi, Schwaiger, Winkler, 2005). За оценка на капитала служат материалните и нематериалните активи, с които оперират търговските банки в България. По отношение на изходящите продукти в балансите на търговските банки в страната има точни измерители за обема на предоставените кредити на домакинства, финансови и нефинансови предприятия, както и за притежаваните от тях ценни книжа.

За да се проследи ефективността на банковите единици преди и след сливането, е добре да се обхване дори по-дълъг от разглеждания период (2007-2018 г.), предхождащ първата консолидация в банковия сектор. В икономическите изследвания се посочва, че съществува „негласно споразумение между експертите, че около половината от ползите от дадено сливане се реализират до една година от извършването му, а останалите – до три години след него“ (вж. Sufian, 2006, p. 19). Поради тази причина тук е възприет подходът да се проучи ефектът от сливането три години преди и три години след първото сливане в анализирания период.

Във времевия интервал 2007-2018 г. първата консолидация у нас е свързана с вливането на „Ейч Ви Би Банк Биохим“ АД и „Банка Хеброс“ АД в „Булбанк“ АД и преименуване на приемащата банка на „Уникредит Булбанк“ АД на 27 април 2007 г. Поради това, за да се изчислят ефектите от тази консолидация, обхванатият в изследването период за оценка на ефективността на банковите единици е по-дълъг – 2004-2018 г. В Приложение 1 е представена дескриптивната статистика на входящите ресурси и изходящите продукти.

Въз основа на представената методология за прилагането на метода DEA е изчислена ефективността на всички банки в България, след което са взети резултатите за тези от тях, които са участвали в процеса на консолидация през 2007-2018 г. Оценка на техническата ефективност (technical efficiency – TE) на банковите единици в българската банкова система⁵ е извършена с помощта на програмата DEAP 2.1 (вж. Coelli, 1996). При анализа на данните за

⁵ Методът DEA изчислява техническата ефективност на банковите единици както при постоянна възвръщаемост от мащаба (CRS), така и при променлива възвръщаемост от мащаба (VRS). Възможно е и калкулирането на възвръщаемостта от мащаба, която представлява отношение на ефективността при постоянна и при променлива възвръщаемост от мащаба.

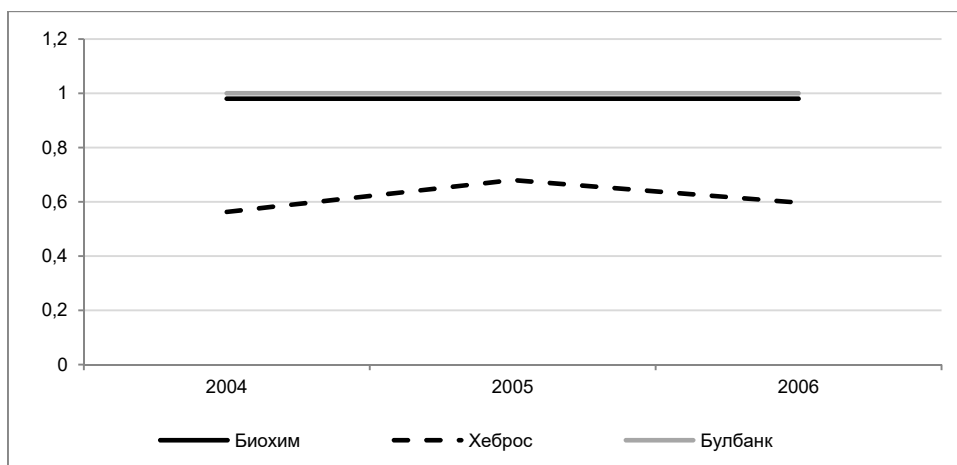
ефективността на банките е използвана техническата ефективност при променлива възвръщаемост от мащаба, тъй като банките не могат да оперират при постоянна възвръщаемост поради липсата на съвършена конкуренция, наложените надзорни регулации за дейността на банковата система и други фактори.

Ефекти на сливанията и поглъщанията върху ефективността на банките в България

Резултатите от изчисленията на ефективността от непараметричния метод DEA са представени и анализирани по банки, като се започва от първото сливане през разглеждания период 2007-2018 г. Както беше посочено, едно от най-големите сливания и придобивания в банковия сектор в България, извършено през 2007 г., е свързано с вливането на „Ейч Ви Би Банк Биохим“ АД и „Банка Хеброс“ АД в „Булбанк“ АД и преименуването на приемащата банка на „Уникредит Булбанк“ АД (27 април 2007 г.) Три години преди вливането „Ейч Ви Би Банк Биохим“ АД и правопреемната банка „Булбанк“ АД имат максимална техническа ефективност, т.е. те са на границата на ефективността за банковата система през всяка една от годините преди сливането. Единствено „Банка Хеброс“ АД отчита ниска ефективност – около 0.68 през 2005 г., която спада допълнително до 0.597 през 2006 г. (вж. фиг. 1). Това означава, че банката използва неефективно около 40% от своите входящи ресурси. Само тя би могла да спечели от вливането ѝ в „Булбанк“ АД, тъй като това може да повиши ефективността на банковата единица „Уникредит Булбанк“ АД.

Фигура 1

Техническа ефективност на „Биохим“, „Хеброс“ и „Булбанк“ преди сливането им

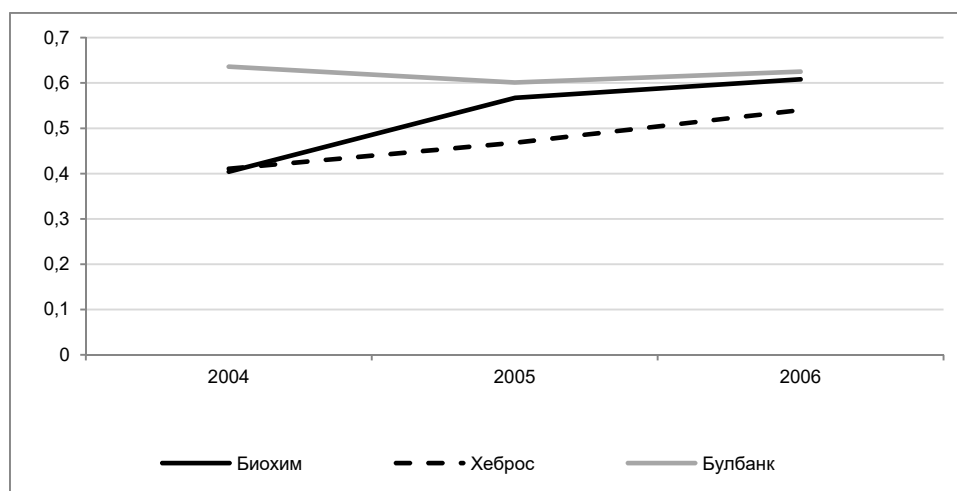


Източник. Собствени изчисления.

Преди сливането и трите банки имат ефективност от мащаба под единица и работят при намаляваща възвръщаемост от мащаба, т.е. не оперират при технологично оптимален мащаб на производство (фиг. 2).

Фигура 2

Ефективност от мащаба на „Биохим“, „Хеброс“ и „Булбанк“ преди сливането им



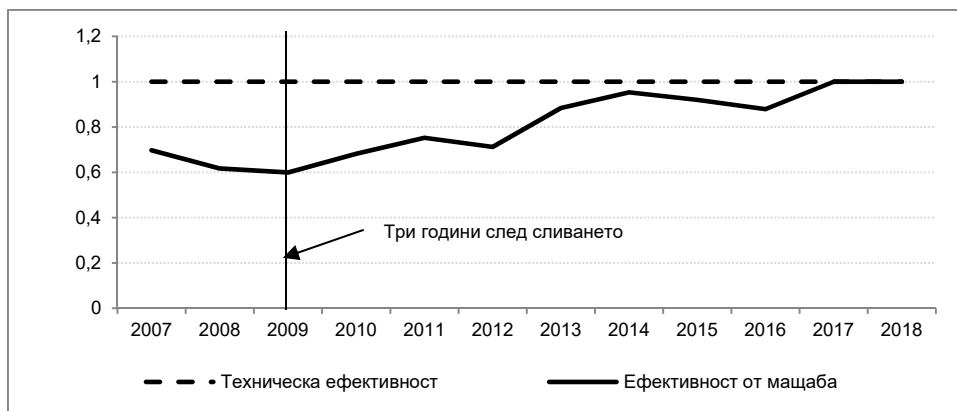
Източник. Собствени изчисления.

Ефектите от сливането на трите банки се проявяват веднага и се отразяват върху техническата ефективност на банковата единица „Уникредит Булбанк“ АД. Още в годината на сливането – 2007 г., техническата ефективност на консолидираната банкова единица нараства до 1, т.е. тя лежи върху границата на ефективността и продължава да отчита максимална ефективност до края на разглеждания период (вж. фиг. 3). Освен това „Уникредит Булбанк“ АД не оперира при технологично оптимален мащаб на производство и след сливането. Дори през първите три години ефективността от мащаба спада от 0.7 през 2007 г. на 0.6 през 2008 г. Това намаление може да се обясни с факта, че преди консолидацията и трите банки оперират при намаляваща възвръщаемост от мащаба. За да могат да подобрят своята ефективност от мащаба, те би трябвало да разделят дейностите си в отделни производствени единици.

През следващите години „Уникредит Булбанк“ АД се опитва да подобри алокацията на входящите ресурси с цел да произвежда и при технологично по-оптимален мащаб. През 2017 г. тя вече успява да оперира при технологично оптимален мащаб на производство. Крайните ефекти от сливането се проявяват след няколко години, когато банката постига максимални резултати и по отношение на техническата ефективност, и по линия на ефективността от мащаба.

Фигура 3

Техническа ефективност и ефективност от мащаба на „Уникредит“ след сливането им

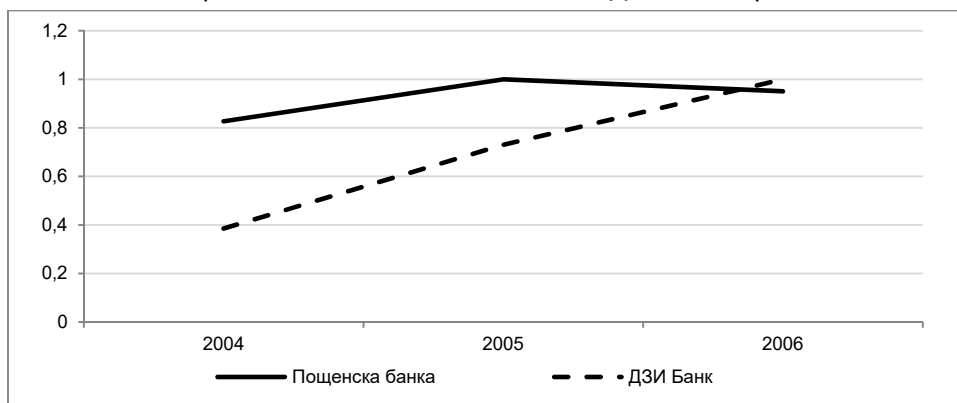


Източник. Собствени изчисления.

В края на 2007 г. се извършва още едно вливане – на търговска банка „ДЗИ Банк“ АД в „Българска пощенска банка“ АД, като следва и преименуване на банката на „Юробанк И Еф Джи България“ АД. Три години преди това вливане банките имат почти максимална техническа ефективност. В края на 2006 г. „Българска пощенска банка“ АД не използва ефективно 5% от своите входящи ресурси, докато „ДЗИ Банк“ АД лежи на границата на ефективността и използва ефективно всички налични входящи ресурси (фиг. 4). Следователно сливането на тези банки е от полза за „Българска пощенска банка“ АД.

Фигура 4

Техническа ефективност на Пощенска банка и „ДЗИ Банк“ преди сливането

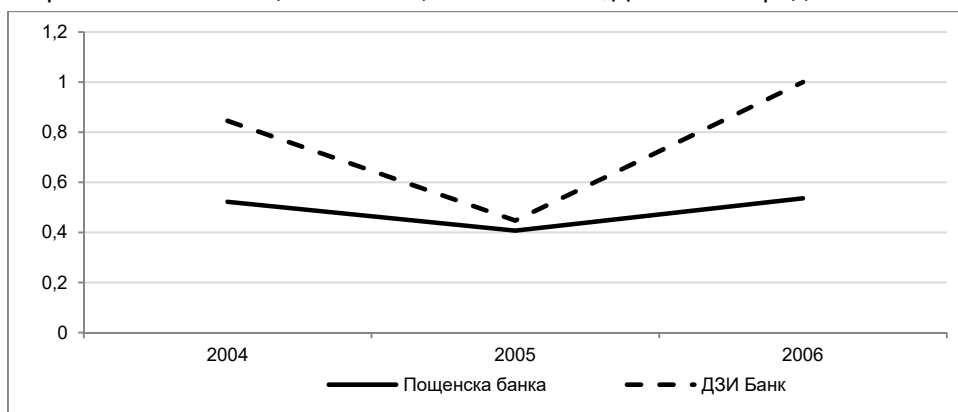


Източник. Собствени изчисления.

По отношение на ефективността от мащаба и двете банки работят при намаляваща възвръщаемост от мащаба и не оперират при технологично оптимален мащаб на производство (фиг. 5).

Фигура 5

Ефективност от мащаба на Пощенска банка и „ДЗИ Банк“ преди сливането

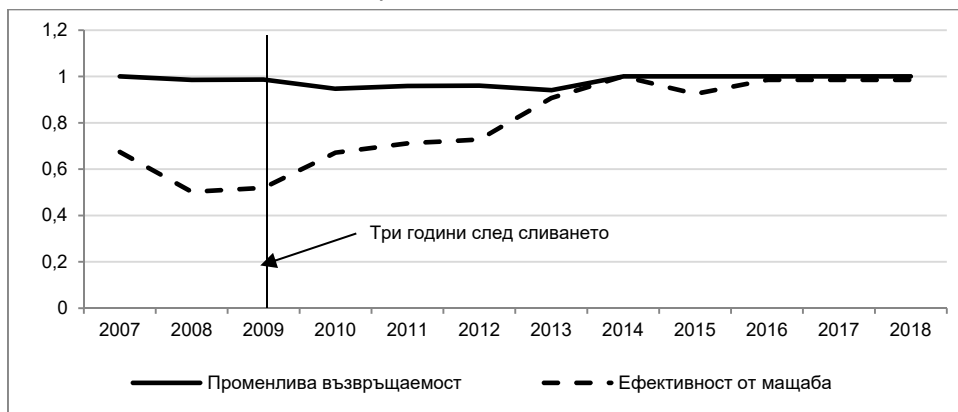


Източник. Собствени изчисления.

Ефектите от сливането се проявяват веднага и се отразяват върху техническата ефективност на „Юробанк И Еф Джи България“ АД. Още през 2007 г., когато се извършва сливането, техническата ефективност на консолидираната банкова единица нараства до 1, т.е. тя лежи върху границата на ефективността (фиг. 6).

Фигура 6

Техническа ефективност и ефективност от мащаба на „Юробанк И Еф Джи България“ след сливането им



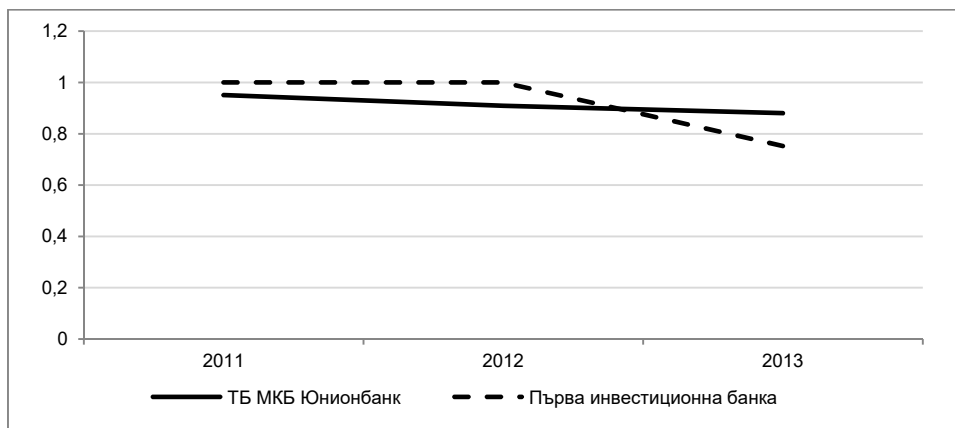
Източник. Собствени изчисления.

„Юробанк И Еф Джи България“ АД не оперира при технологично оптимален мащаб на производство и след сливането, като дори се наблюдава спад на ефективността от мащаба. Това може да се обясни с намаляващата възвръщаемост от мащаба, при която тези банки работят преди сливането, което предполага не сливане, а дори разделяне на дейностите. През 2014 г. „Юробанк И Еф Джи България“ АД успява да достигне максимална техническа ефективност до края на разглеждания период въпреки известно намаление на ефективността след вливането. Разбира се, върху намалената ефективност влияят и други външни фактори като негативния ефект на световната финансова криза върху банковия сектор в България, новите регулации в отговор на кризата и т.н. През 2016 г. „Юробанк И Еф Джи България“ АД вече оперира и при технологично оптимален мащаб на производство.

При следващото вливане – на „Юнионбанк“ ЕАД в „Първа инвестиционна банка“ АД, осъществено през първото тримесечие на 2014 г., също се оказва, че банките работят при по-ниска техническа ефективност от мащаба и не използват ефективно всичките си входящи ресурси. В края на 2013 г. „Юнионбанк“ ЕАД не използва ефективно 12%, а „Първа инвестиционна банка“ АД – 25% от своите входящи ресурси (фиг. 7). Следователно може да се очаква, че такава консолидация би имала положителни ефекти за банките.

Фигура 7

Техническа ефективност на „Юнионбанк“ и „Първа инвестиционна банка“ преди сливането им



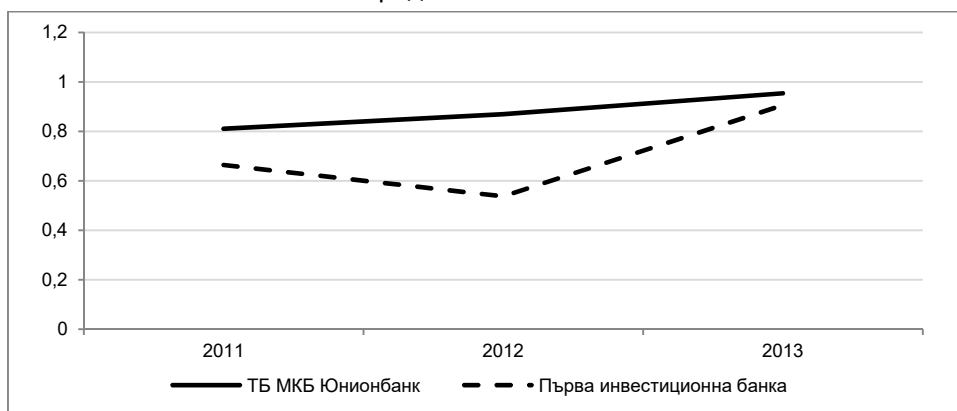
Източник. Собствени изчисления.

При изчисляването на ефективността от мащаба и на „Юнионбанк“ ЕАД, и на „Първа инвестиционна банка“ АД се оказва, че двете банки не работят при технологично оптимален мащаб на производство и през трите години преди вливането (фиг. 8). През 2013 г. ефективността от мащаба и на двете банки

нараства до близо 1 в сравнение с предходната година, което може да се дължи и на вече обявените в публичното пространство намерения за сливането, както и на вече обяснения двуетапен процес на концентрация между „Първа инвестиционна банка“ АД и „МКБ Юнионбанк“ ЕАД.

Фигура 8

Ефективност от мащаба на „Юнионбанк“ и „Първа инвестиционна банка“ преди сливането им

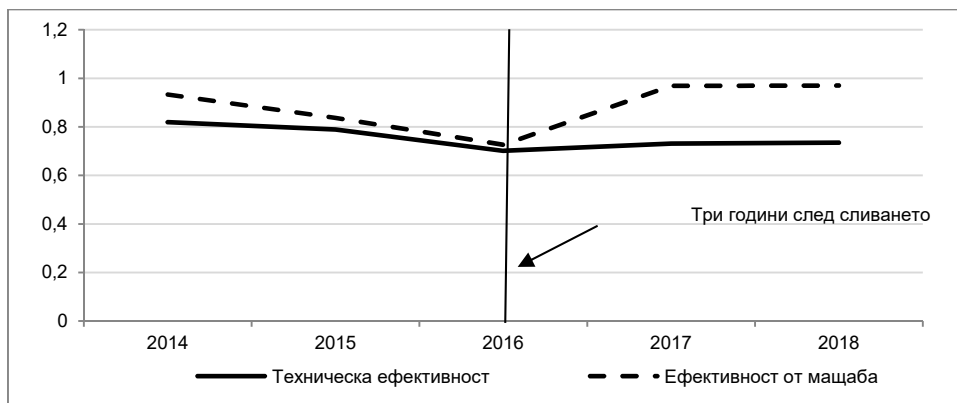


Източник. Собствени изчисления.

При това сливане не се наблюдават съществени подобрения в техническата ефективност и ефективността от мащаба на „Първа инвестиционна банка“ АД, дори и до трите години след консолидацията (фиг. 9).

Фигура 9

Техническа ефективност и ефективност от мащаба на „Първа инвестиционна банка“ след сливането



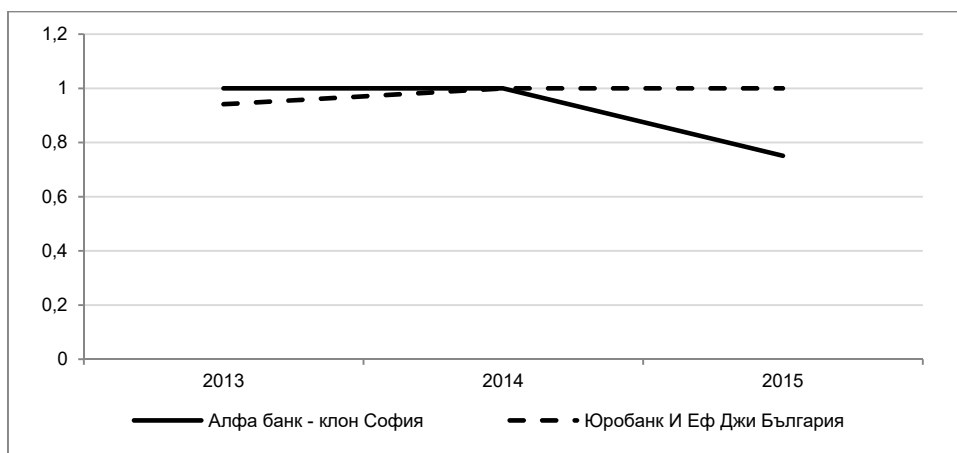
Източник. Собствени изчисления.

През първата година от сливането при „Първа инвестиционна банка“ АД се наблюдава леко подобрение на техническата ефективност – от 0.75 през 2013 г. на 0.82 през 2014 г., както и на ефективността ѝ от мащаба – съответно от 0.91 до 0.93. През следващите две години след сливането обаче и при двата показателя се отчита влошаване. Това се дължи на сътресенията в банковия сектор, свързани с фалита на Корпоративна търговска банка, което се отразява и на „Първа инвестиционна банка“ АД по линия на породилия се шок и тегленето на депозити от клиентите на банката. „Първа инвестиционна банка“ АД, по подобие на Корпоративна търговска банка, също оперира както с привлечени, така и със собствени ресурси от местни източници, което допълнително създава паника за вероятност от възникването на проблем и с други местни банки. През следващите години „Първа инвестиционна банка“ АД успява да подобри техническата ефективност, но не може да достигне нивата от периода преди сливането заради посочените негативни ефекти от други фактори.

При поглъщането на търговското предприятие на клона на „Алфа Банк“ в България от Пощенска банка с юридическо име „Юробанк България“ АД, осъществено през първото тримесечие на 2016 г., клонът на „Алфа Банк“ работи при техническа ефективност под 1. През 2015 г. техническата ефективност на клона е 0.75, т.е. банката не използва ефективно 25% от входящите си ресурси. В същото време през 2015 г. „Юробанк България“ АД има максимални стойности на показателя и формира границата на ефективността в банковата система в България (фиг. 10). Тази висока ефективност е повлияна и от предишно вливане на друга търговска банка („ДЗИ Банк“) в Пощенска банка в края на 2007 г.

Фигура 10

Техническа ефективност на „Алфа Банк“ – клон София и „Юробанк И Еф Джи България“ преди сливането им

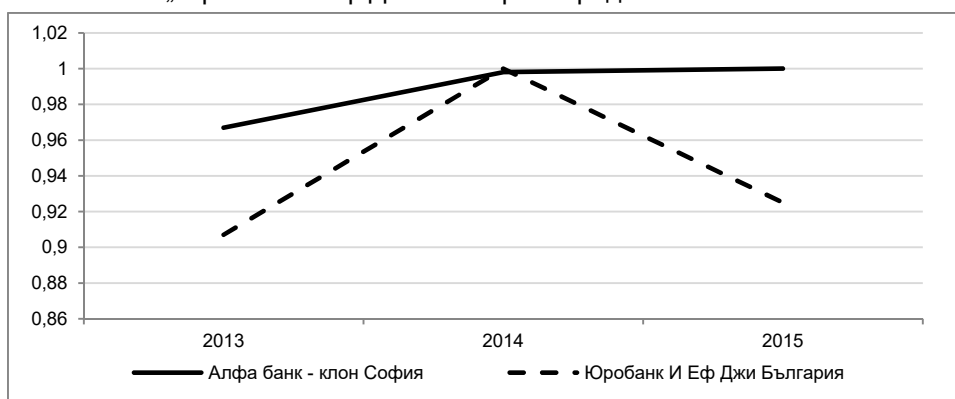


Източник. Собствени изчисления.

По отношение на ефективността от мащаба през 2015 г. „Юробанк България“ АД не оперира при технологично оптимален мащаб на производство, докато клонът на „Алфа Банк“ има максимална ефективност (фиг. 11).

Фигура 11

Ефективност от мащаба на „Алфа Банк“ – клон София и „Юробанк И Еф Джи България“ преди сливането им



Източник. Собствени изчисления.

През 2016 г. „Юробанк България“ АД веднага след сливането подобрява и ефективността си от мащаба и оперира при технологично оптимален мащаб на производство до края на разглеждания период. Ползите от поглъщането на търговското предприятие на клона на „Алфа Банк“ у нас от „Юробанк България“ АД се изразяват именно в повишената ефективност от мащаба (фиг. 12).

Фигура 12

Техническа ефективност и ефективност от мащаба на „Юробанк България“ след сливането

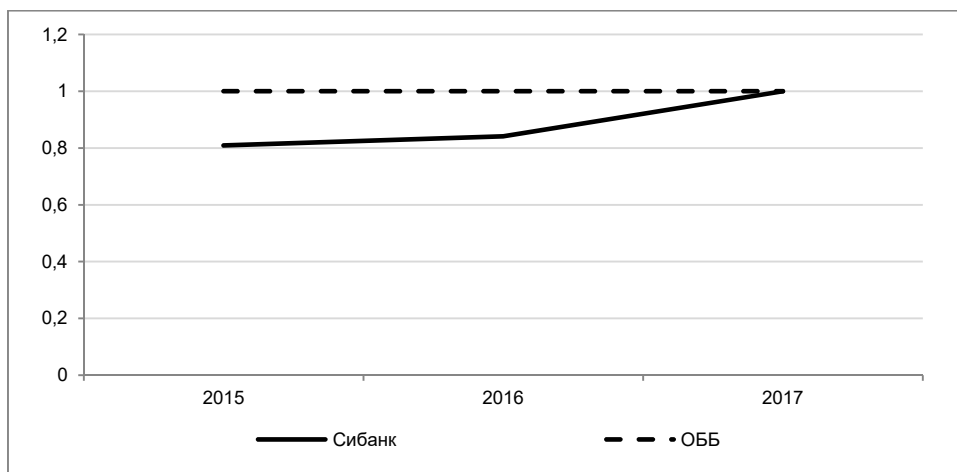


Източник. Собствени изчисления.

При вливането на „СИБАНК“ ЕАД в „Обединена българска банка“ АД през първото тримесечие на 2018 г. също се наблюдава по-ниска техническа ефективност при вливащата се банка – „СИБАНК“ ЕАД, която през 2015 г. не използва ефективно 19% от входящите си ресурси, но през 2017 г. е технически ефективна. Тази промяна в техническата ѝ ефективност се обяснява и с вече известните влияния върху дейността ѝ в резултат от обявените в публичното пространство намерения за сливането. „Обединена българска банка“ АД има максимална техническа ефективност и през трите години преди фактическото осъществяване на консолидацията, т.е. тя формира границата на ефективност за банковата система (фиг. 13).

Фигура 13

Техническа ефективност на „СИБАНК“ и „Обединена българска банка“ преди сливането им

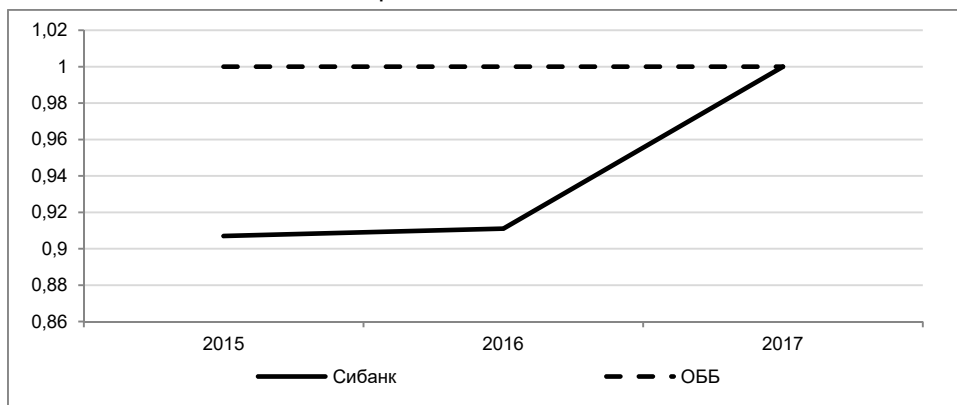


Източник. Собствени изчисления.

По отношение на ефективността от мащаба се установява, че „СИБАНК“ ЕАД не оперира при технологично оптимален мащаб през 2015-2016 г., но през 2017 г. вече е достигнала технологично оптимален мащаб на производство, а „Обединена българска банка“ АД работи при такъв преди сливането (вж. фиг. 14). Тъй като в годината преди сливането – 2017 г., и двете банки се оказват технически ефективни и работят при технологично оптимален мащаб, след сливането е вероятно да се прояви влошаване на показателите. Банки, които работят при технологично оптимален мащаб, не би трябвало да предприемат действия нито по сливане, нито по разделяне на дейността си.

Фигура 14

Ефективност от мащаба на „СИБАНК“ и „Обединена българска банка“ преди сливането им

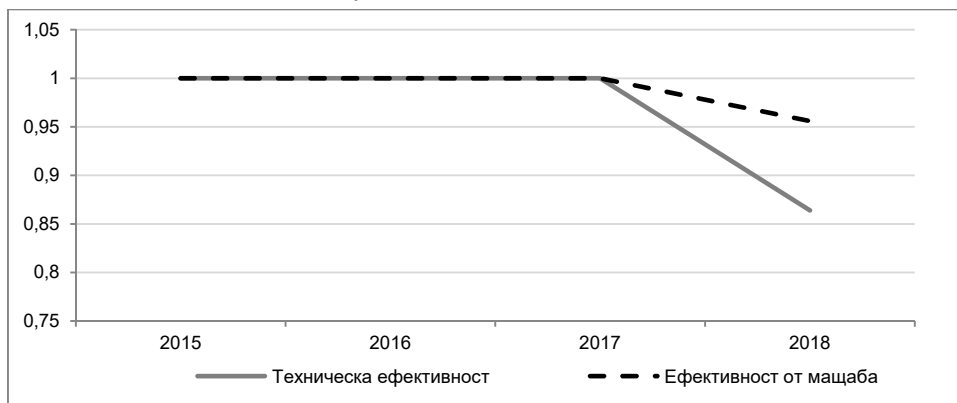


Източник. Собствени изчисления.

След вливането на „СИБАНК“ ЕАД в „Обединена българска банка“ АД през 2018 г. техническата ефективност и ефективността от мащаба на последната се влошават (фиг. 15). Това се дължи на факта, че преди сливането и двете банки са достигнали максималната ефективност от мащаба.

Фигура 15

Техническа ефективност и ефективност от мащаба на „Обединена българска банка“ след сливането



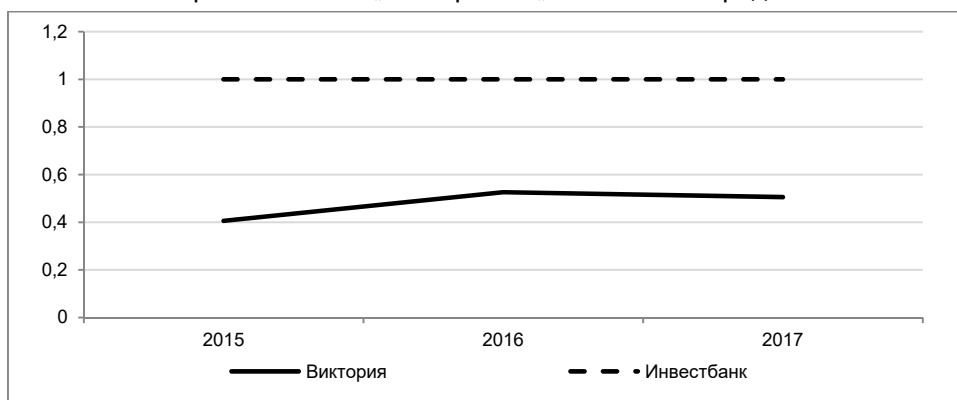
Източник. Собствени изчисления.

При вливането на търговска банка „Виктория“ ЕАД в „Инвестбанк“ АД през последното тримесечие на 2018 г. също има разлика в техническата ефективност на засегнатите банки (вж. фиг. 16). И през трите години преди сливането

първата има по-ниска техническа ефективност, като не използва ефективно почти 50% от входящите си ресурси, което е обяснимо предвид обстоятелствата около затварянето на банката през 2014 г. заради несъстоятелността на КТБ. В същото време „Инвестбанк“ АД е с максимална техническа ефективност и формира границата на ефективността за банковата система.

Фигура 16

Техническа ефективност на „Виктория“ и „Инвестбанк“ преди сливането им

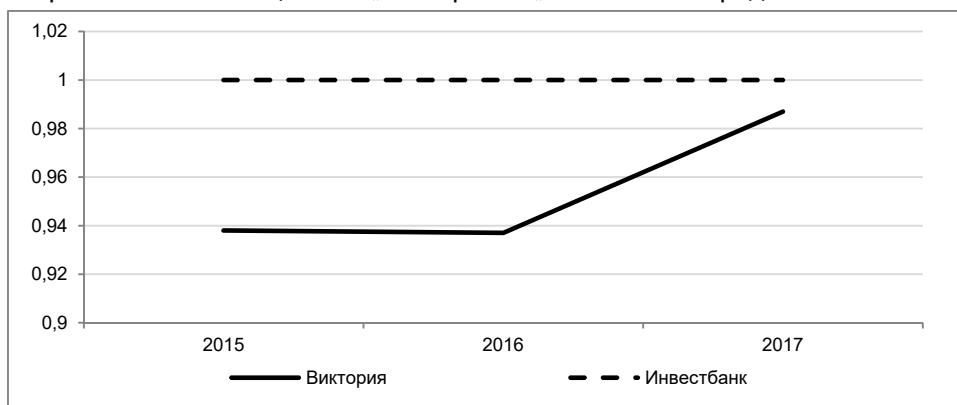


Източник. Собствени изчисления.

По отношение на ефективността от мащаба „Инвестбанк“ АД оперира при технологично оптимален мащаб на производство и през трите години преди сливането (фиг. 17). В същото време „Виктория“ ЕАД е далеч от такъв мащаб, поради което е възможно да има подобрение в ефективността от мащаба след сливането.

Фигура 17

Ефективност от мащаба на „Виктория“ и „Инвестбанк“ преди сливането им

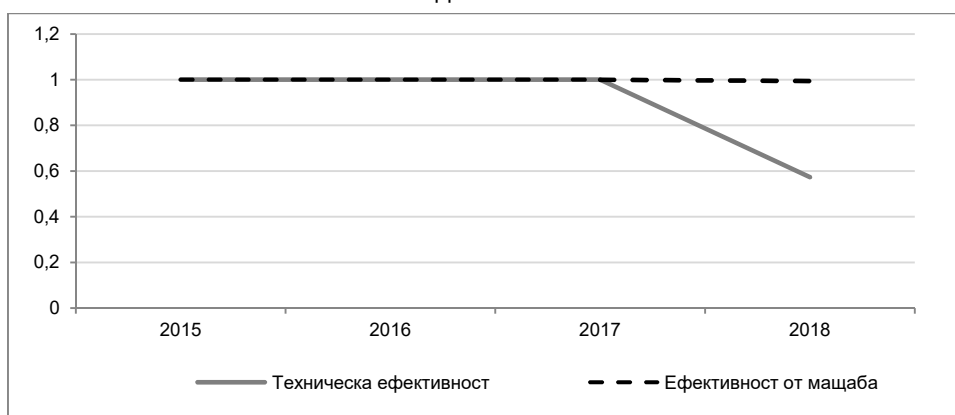


Източник. Собствени изчисления.

Веднага след сливането на „Виктория“ ЕАД и „Инвестбанк“ АД се наблюдава ефективност от мащаба, равна на 1 (т.е. „Инвестбанк“ успява да произвежда при технологично оптимален мащаб), но сливането се отразява негативно на техническата ѝ ефективност (фиг. 18). Това се дължи на твърде лошата техническа ефективност на „Виктория“ ЕАД преди сливането, която не използва ефективно входящите се ресурси. Тъй като ефектите от сливането се проявяват в пълен размер до три години след него, може да се очаква подобряване на ефективността на „Инвестбанк“ АД през следващите години.

Фигура 18

Техническа ефективност и ефективност от мащаба на „Инвестбанк“ след сливането



Източник. Собствени изчисления.

*

Представеният анализ на ефективността на банките в резултат от сливанията и поглъщанията в банковия сектор в България показва следното:

- След вливането на съответните банков единици придобиващите банки успяват да повишат ефективността от мащаба и след няколко години от сливането достигат до технологично оптимален мащаб на производство (с изключение на „Инвестбанк“).

- След като извършват консолидацията, придобиващите банки отчитат по-висока техническа ефективност. В повечето случаи те достигат до максимална техническа ефективност и участват във формирането на границата на ефективността на цялата банкова система. Това от своя страна допринася и за нарастваща ефективност на банковата система в резултат от сливанията и поглъщанията в България.

Интензивността на процеса на сливания и поглъщания вследствие на глобалната финансова криза от 2008 г. и по-строгите банкови регулации стимулират банките да се консолидират и да се превръщат в по-уедрени единици,

за да могат да устоят на конкурентния натиск на вече създадените големи банкови групи. Анализът на данните показва, че банковите единици, участващи в процес на сливане и поглъщане през периода 2007-2018 г., съумяват да повишат ефективността си от мащаба и дори до няколко години след това започват да произвеждат при технологично оптимален мащаб на производство. В същото време тези банки успяват да повишат и техническата си ефективност, като повечето от тях достигат до максимални стойности на показателя. Това се отразява положително на цялата банкова система и води до нарастване на ефективността ѝ и съответно до по-целесъобразно използване на входящите ресурси за производството на предоставяните изходящи продукти, т.е. банковата система започва по-ефективно да алокира входящите си ресурси и да изпълнява по-добре посредническата си функция в икономиката. Позитивите от тези процеси на сливания и поглъщания създават и условията за повече инвестиции, стоящи в основата на по-високия икономически растеж през последните години.

Използвана литература:

Борисов, Л. (2017). Влияние на сливанията и поглъщанията върху рентабилността и ефективността на банките в България. *VUZF Review, Online Journal for Economics*, N 2.

Михайлова-Борисова, Г. (2014). Банковата ефективност в България, международната финансова криза и дълговата криза в Еврозоната. *Икономически и социални алтернативи*, N 4.

Михайлова-Борисова, Г. (2014а). Влияние на световната финансова криза върху общата факторна производителност на банките в България. В: *Научни трудове на Русенския университет*, Т. 53, сер. 5.1.

Михайлова-Борисова, Г. (2015). *Банковата ефективност и икономическият растеж в условията на паричния съвет в България*. С.: ИК – УНСС.

Томова, М., Пр. Ненкова (2003). *Ефективност в банковото дело и публичния сектор*. С.: Изд. „Стопанство“.

Andries A., V. Cocris (2010). A Comparative analysis of the efficiency of Romanian banks. *Romanian Journal of Economic Forecasting*, N 4.

Berger, A., D. Humphrey (1997). Efficiency of financial institutions & International survey and directions for future research. *European Journal of operational research*, 98.

Charnes, A., W. Cooper, E. Rhodes (1978). Measureing the efficiency of decision making units. *European Journal of Operational Research*, 2(6).

Coelli, T. (1996). *A guide to DEAP 2.1: A data envelopment analysis (computer program)*. CEPEA Working Paper N 8.

Farrell, M. (1957). The measurement of productive efficiency. *Journal of royal statistical society. Series A*, 120(3).

Nenovsky, N., G. Mihaylova, M. Ivanov (2008). *Evaluation of the banks' efficiency during the twenties: a DEA approach*. Greece Central Bank Working Papers 82.

Nenovsky, N., P. Chobanov, G. Mihaylova, D. Koleva, (2009). *Efficiency of the Bulgarian banking system & Traditional approach and Data envelopment analysis*. Agency for Economic Analysis and Forecasting Working Paper N 1.

Rossi, St., M. Schwaiger, G. Winkler (2005). *Managerial behavior and cost/profit efficiency in the banking sectors of Central and Eastern European countries*. Austrian National Bank Working Papers N 96.

Sargu, A., A. Roman (2012). Empirical evidence regarding the effects of European Integration on banks efficiency. *Journal of Economic studies and research*, Vol. 2012.

Sufian, F. (2006). The Efficiency Effect of Bank Mergers and Acquisitions. *Chulalongkorn Journal of Economics*, 18 (1).

Tochkov, K., N. Nenovsky (2009). Bank efficiency – road to the EU accession. BNB Working Papers.

Приложение 1

Таблица 1

Дескриптивна статистика на входящите ресурси според подхода на посредничеството за периода 2004-2018 г.

Година	Брой банки		Материални и нематериални активи	Депозити	Административн и разходи
2004	35	Средна	22 763	557 955	25 224
		Стандартно отклонение	36 819	721 382	30 961
2005	34	Средна	26 616	747 427	32 054
		Стандартно отклонение	38 392	887 841	36 248
2006	32	Средна	44 774	1 024 075	41 077
		Стандартно отклонение	81 086	1 163 168	42 608
2007	29	Средна	43 954	1 799 875	44 978
		Стандартно отклонение	64 088	2 138 551	53 031
2008	30	Средна	46 128	2 029 320	51 036
		Стандартно отклонение	67 970	2 485 451	60 343
2009	30	Средна	52 613	2 027 779	56 109
		Стандартно отклонение	75 446	2 525 505	61 107
2010	30	Средна	52 084	2 095 241	56 379
		Стандартно отклонение	73 738	2 416 226	60 462
2011	31	Средна	51 420	2 109 343	55 860
		Стандартно отклонение	73 841	2 437 693	61 685
2012	31	Средна	62 860	2 272 957	56 615
		Стандартно отклонение	98 514	2 557 820	61 492
2013	30	Средна	68 817	2 462 748	59 446
		Стандартно отклонение	117 478	2 654 782	62 225
2014	28	Средна	76 330	2 639 391	62 807
		Стандартно отклонение	134 480	2 997 449	66 678
2015	28	Средна	79 082	2 626 870	46 540
		Стандартно отклонение	137 343	3 209 625	50 077
2016	27	Средна	73 191	2 839 967	44 050
		Стандартно отклонение	97 801	3 543 227	47 582
2017	27	Средна	77 992	3 118 212	59 743
		Стандартно отклонение	99 517	3 754 369	63 516
2018	25	Средна	84 790	3 626 065	68 694
		Стандартно отклонение	105 325	4 194 497	69 920

Таблица 2

Дескриптивна статистика на изходящите продукти според подхода на посредничеството за периода 2004-2018 г.

Година	Брой банки		Кредити	Ценни книжа
2004	35	Средна	394 440	108 846
		Стандартно отклонение	507 421	209 920
2005	34	Средна	540 562	139 198
		Стандартно отклонение	696 715	221 494
2006	32	Средна	711 580	150 235
		Стандартно отклонение	867 638	215 534
2007	29	Средна	1 548 241	153 223
		Стандартно отклонение	1 847 564	223 632
2008	30	Средна	1 859 127	148 919
		Стандартно отклонение	2 367 974	219 574
2009	30	Средна	1 925 964	134 980
		Стандартно отклонение	2 443 047	182 355
2010	30	Средна	1 947 257	167 142
		Стандартно отклонение	2 364 508	222 287
2011	31	Средна	1 947 778	177 905
		Стандартно отклонение	2 388 985	230 938
2012	31	Средна	1 998 356	236 996
		Стандартно отклонение	2 435 597	272 166
2013	30	Средна	2 163 038	272 391
		Стандартно отклонение	2 533 301	316 071
2014	28	Средна	2 258 924	308 991
		Стандартно отклонение	2 826 034	373 491
2015	28	Средна	1 974 845	371 926
		Стандартно отклонение	2 528 754	506 564
2016	27	Средна	2 064 814	465 164
		Стандартно отклонение	2 637 219	673 529
2017	27	Средна	2 211 104	514 755
		Стандартно отклонение	2 758 918	803 670
2018	25	Средна	2 780 535	449 101
		Стандартно отклонение	3 347 072	802 156

Източник. Собствени изчисления.

17.01.2020 г.

НЕРАВЕНСТВАТА – МЕЖДУ ЛИБЕРАЛНАТА ДОКТРИНА И КЕЙНСИАНСКАТА НАПРАВЛЯВАНА ИКОНОМИКА НА УСЛОВНОСТИТЕ

Задълбочаването на неравенствата през последните тридесет години може да бъде обяснено с помощта на идеите на либералната икономическа мисъл. Според представителите на тази школа икономическото неравенство е необходимо условие за постигане на целите по отношение на икономическия растеж и пазарната ефективност. Провалът на хипотезата за ефективния пазар – финансовата криза от 2007 г., поражда необходимостта от да бъде преразгледана теоретичната основа на концепцията за съвършената рационалност на индивида и вниманието да се пренасочи към по-реалистични модели, включващи субекти с ограничена рационалност. Тук се крие и ролята на проучването на условностите при вземането на решения чрез анализ на очакванията в обстановка на несигурност, по-точно глава дванадесета от „Общата теория“ на Кейнс, в която е подчертан условният характер на инвестиционното решение. Кейнсианската условност¹ обаче е недостатъчна, за да обясни задоволително как функционират финансовите пазари, когато това липсва. В тази връзка е направен преглед на „кейнсианската икономика на условностите“, актуализирайки я в „направлявана² икономика на условностите“.

Ключови думи: условност; координация; решение; неравенство; кейнсианската икономика на условностите; направлявана икономика на условностите; финанси; несигурност; либерализъм; рационалност

JEL: B15; B26; D81; D91; E12; E13; I14

През последните 30 години неравенствата, свързани с икономическите условия, в които съществуват хората, нарастват.³ Богатите стават все по-богати,

* Университет Rome Unitelma Sapienza, alessandro.morselli@unitelmasapienza.it

¹ На английски език е използван терминът „convention (conventional)“. Тук е възприет преводът на Милети Младенов „условност (условен)“ от българското издание на цитираната книга (вж. Кейнс, Дж. М. 1993. Обща теория на заетостта, лихвата и парите. С: Изд. „Христо Ботев“) – бел. пр.

² Терминът е оригинално въведен от автора (на англ. „oriented conventional economics“). След консултация с него относно съдържанието му навсякъде в българския превод е използвано понятието „направлявана (насочвана) икономика на условностите“ (бел. пр.).

³ Например между 1980 и 2014 г. в Съединените щати реалният среден доход на най-богатия 1% от населението нараства със 169%, а делът му в националния доход се увеличава над два пъти (от 10 на 21%). За 0.1% (супербогатите) положението е още по-добро, тъй като реалният им среден доход расте с 281% за същия период, а делът им в националния доход почти се утроява (от 3.4 на 10.3%) (Stiglitz, 2018, p. 7-19). САЩ заемат първо място в класацията за най-несправедливите по отношение на равенството в доходите страни на планетата (поне сред развитите икономики). През последните 25 до 30 години индексът Джини (параметърът, който обикновено се използва за измерване на неравенството в доходите) се увеличава с около 29% в САЩ, 17% в Германия, 9% в Канада, 14% в Обединеното кралство, 12 % в Италия и 11% в Япония. Колкото повече държави следват американския икономически модел, толкова по-близки са и резултатите им до тези в Съединените щати.

средната класа се свива, а бедните затъват в нищетата си. В напредналите държави икономическото неравенство, измерено както според доходите, така и по отношение на богатството, рязко се увеличава, като поляризацията в доходите дори отново се връща към нивата си отпреди век. Заедно с това неравенството остава значително и на глобално равнище въпреки динамичния растеж в някои от най-големите развиващи се страни като Китай и Индия, където вътрешните различия също нарастват (Franzini, Pianta, 2016, p. 3).

Неравенството през XX век е белязано от прехода от предимно аграрно производство към индустриално стопанство, в което класовата структура на обществото и балансът на силите определят функционалното разпределение на доходите между капитал и труд. Същевременно разширяването на ролята на финансите в икономиките в днешно време предефинира процеса на натрупване на капитал и динамиката на разпределението на доходите и богатството (Franzini, Pianta, 2016, p. 5). Впечатляващ е фактът, че богатството, което в момента притежават най-богатите 1% от световното население, се равнява на това на всички останали хора по света (Philippon, Reshef, 2009; Rapporto Oxfam, 2018).

Според представителите на наложилата се либерална икономическа мисъл икономическото неравенство е необходимо условие за постигане на целите на икономическия растеж и пазарната ефективност – подобно разбиране се съдържа например в хипотезата за *икономиката на просмукването* (Quiggin, 2015, p. 232-272). Наред с това в либералната доктрина важно място заема и *хипотезата за ефективния пазар* (Samuelson, 1965; Fama, 1970; Fox, 2009), създадена по времето, когато наближава краят на хегемонията на кейнсианството. Нейната достоверност обаче е поставена под въпрос от случилото се в резултат от финансовата криза от 2007 г.

Хипотезата за ефективния пазар (ХЕП) гласи, че финансовите пазари дават най-добрата възможна насока за стойността на икономическите стоки и следователно за решенията по отношение на инвестициите и производството. Това означава, че финансовите пазари използват информацията по напълно ефективен начин и че са достатъчно добре развити, за да помогнат за разбирането на всички важни източници на риск – по този начин цената на една акция представлява най-добрата налична оценка на нейната бъдеща стойност. Хипотезата фокусира вниманието върху финансовите пазари, които са основна част от движения от финансите капитализъм, появил се след краха на Бретън-Уудската система през 70-те години на XX век. ХЕП налага финансова дерегулация, премахване на контрола върху международните капиталови потоци и разширяване на финансовия сектор.

Според анализа, разработен въз основа на хипотезата за ефективния пазар, напълно рационалните инвеститори, опериращи на съвършено ефективни финансови пазари, в крайна сметка ще дадат най-добрата оценка по отношение на всяка финансова дейност (Quiggin, 2015, p. 128). Провалът на тази идея по време на глобалната финансова криза обаче подчертава необходимостта от

преосмисляне на теоретичната основа, свързана с рационалността на индивидите, в търсене на замяната ѝ с по-реалистични модели, насочени към ограничената рационалност и избора в условията на несигурност (Boudon, 1989).

За да се изследва рационалността на индивидите от по-широка гледна точка, е необходимо да се разгледа ролята на условностите при вземане на решения. Анализирайки очакванията в условия на несигурност, в глава дванадесета от своята „Обща теория“⁴ Кейнс подчертава условния характер на инвестиционното решение (Keynes, 1936). Той твърди, че на финансовите пазари съществуват условности, които могат да ръководят очакванията на инвеститорите. Тези условности дават основа на инвестиционното решение, превръщайки се в практика на финансовия пазар. Как в условията на несигурност се определя правилната оценка на възвръщаемостта на инвестицията? Как се прецизира средното мнение на пазара и се обосновава идеята, че то ще формира собственото мнение на всеки участник? Отговорът на Кейнс е „въз основа на условност“, която впоследствие Orlean (1989; 1999) нарича „финансова условност“. Тези условности са много важни, защото позволяват известна стабилност в бизнеса, стига човек да може да разчита на тях.⁵

Но какво се случва, ако вече не може да се разчита на дадена условност? Останал без отговор, този въпрос разкрива непълнотата на кейнсианската идея и невъзможността ѝ да обясни по-добре как функционират финансовите пазари. Това поражда нуждата да се създаде структура, засягаща несигурността на бъдещето, която да позволи да се посрещат изненади (тъй като такива се случват), разширявайки потенциала на финансовите пазари да реагират. Трябва да се насърчава проучването на възможни реакции, дори бъдещето да е неизвестно, защото, ако има насока, бъдещето не е без посока (агентът е наясно, че бъдещето зависи от това, което прави днес, и че то може да бъде контролирано). Следователно външната институционална намеса е от съществено значение, за да промени очакванията и да възстанови бъдещия хоризонт, когато пазарът изпадне в криза поради несигурност и спре да работи. Тази институционална намеса обаче не бива да бъде пряко насочена към пазара (чрез закупуване на ценни книжа), а трябва да се създадат възможности и за

⁴ Особено важно е да се отбележи, че тук става въпрос за несигурност, която не може да се предвиди от гледна точка на риска (Knight, 1921). Следователно е необходимо да се разбере как тази несигурност може да бъде преодоляна, за да се предприемат възможните действия. Самият Кейнс повдига въпроса за индивидуалните действия в условията на несигурност. В това отношение той търси решение в „икономиката на условностите“ и по-специално в ролята на условностите на финансовия пазар. Кейнс твърди, че несигурността е присъщо на човека състояние, една цялостна променчивост, която не се разглежда в рамките на класическото допускане за определеното и изчислимо бъдеще. Съществуват само неясни и несигурни знания, колебаещи се състояния на доверие и смелост, страхове, надежди, управлявани по най-добрия възможен начин със стратегии и условности, които сами по себе си могат да станат несъстоятелни в резултат от нови събития (Skidelsky, 1998, p. 109).

⁵ Структурираните научноизследователски проучвания на икономиката на условностите започват с разработката на Dupuy, Eymard-Duverney et al. (1989). За допълнителна информация относно стабилността на условностите вж. Boyer, Orléan (1992).

Неравенствата – между либералната доктрина и кейнсианската направлявана икономика...

други купувачи, така че възстановяването да действа въз основа на доверието, а не да е зависимо единствено от пазара.

Ето защо тук поставяме под въпрос твърдението, че ценовата система може да бъде единствената форма на координиране и направляване на отделните действия. В опита си да опровергае тази хипотеза представеното изследване търси други форми на координация с цел регулиране и насочване на поведението на хората. Във връзка с това по-нататък е направен преглед на *кейнсианската икономика на условностите* през призмата на осъвременяването ѝ със съдържанието на въведено от нас понятие „*направлявана икономика на условностите*“.

Развитие на финансите и нарастване на неравенството

Дебатът, засягащ анализа на неравенството, често се фокусира върху факта, че до голяма степен то се дължи на глобализацията – явление, което е извън контрола на националните държави. Всъщност неравенствата вече надхвърлят границите на националните икономики, тъй като са под влиянието на и са част от глобални процеси като международното движение на капитал, стоки, работници и разрастването на финансите.

През 70-те години на миналия век капиталът започва да се пренасочва към финансовия сектор, тъй като той предлага отлични възможности за натрупване на капитал. По такъв начин от 80-те години капиталът става по-важен от работната сила – в развитите страни от заплати към капитал преминават поне десет процентни пункта брутен вътрешен продукт. Този сценарий помага да се обясни увеличаването на неравенството, причинено от нарастващата стойност на финансовите активи и ръста на доходите на свръхбогатите. В 350-те най-големи компании в Америка например съотношението на възнаграждението на мениджърите и средната работна заплата се покачва от 30 към 1 през 1978 г. до 383 към 1 през 2000 г. и 296 към 1 през 2013 г., като по този начин недвусмислено отразява новата по-важна роля на капитала спрямо труда (Franzini, Pianta, 2016, p. 7-8).

Финансите се превръщат в много по-печеливш сектор от реалната икономика. Преди кризата от 2007 г. финансовите услуги представляват 7.6% от БВП, през 2012 г. делът им спада до 6.6%, но през 2014 г. отново се повишава до 7.3%. За сравнение през 50-те години на XX век финансовите услуги са 2.8% от БВП в икономиката на САЩ. През периода 1950-1980 г. финансовият сектор постига между 10 и 20% от общата печалба на компаниите, а в края на 80-те години финансовата печалба се увеличава до 26% от общата. По време на разрастването от 90-те години на миналия век този дял остава (средно) на това ниво, през 2001 г. се покачва до 46%, преди да достигне средно 32% по време на експанзията в първите години на XXI век преди Голямата рецесия (Stiglitz, 2016, p. 50).

Описаните тенденции могат да бъдат илюстрирани с много високите заплати във финансовия сектор, които допринасят за още по-голямото обогатяване на най-заможните 1% от населението. Печалбите в света на финансите са се увеличили значително повече, отколкото в реалната икономика, като в същото

време е налице и процес на дерегулация (Philippon, Reshef, 2009). Между 1979 и 2005 г. броят на финансовите посредници сред най-богатите 1% от населението нараства с 80% (от 7.7% на 13.9%). Присъствието им в по-високия диапазон на скалата, включващ 0.1% от най-богатите, също се увеличава – от 11% през 1979 г. до 18% през 2005 г. През същия период има значителен ръст на заплатите в резултат от процеса на дерегулация. Докато през 1980 г. средните възнаграждения във финансовия сектор са сравними с изплащаните в другите отрасли на икономиката, през 2006 г. разликата става 72%. Такъв размер на възнагражденията не може да бъде обяснен и обоснован само с уменията на работещите в тази област, тъй като според данните 30-50% от него са формирани от анюитети.

Във финансовия сектор структурата на възнагражденията стимулира не само преследването на незабавни печалби, но и поемането на прекомерни рискове. По този начин възнагражденията са достигнали нива, които не са оправдани от производителността на служителите. Голяма част от увеличението са за сметка на ограничаването на разходи за работници, инвестиции и акционери и допринасят за засилване на неравенствата. Концепцията, че компаниите се стремят да максимизират настоящата стойност на своите акционери и че всички други цели са второстепенни, революционизира теориите за управление на бизнеса, в които приоритетът е дългосрочното развитие, целящо да се насърчава стремежът към реализирането на социални ползи. В това ново разбиране за компанията се посочва, че краткосрочните стратегии трябва да имат предимство пред дългосрочните, например чрез инвестиции, които създават стойност чрез иновации и развитие на служителите. Задълбочава се конфликтът между крайно краткосрочните (спекулативни) и дългосрочните инвестиции, необходими за развитие на човешкия капитал и за социалното сближаване, между все по-широко разпространения краткосрочен план в областта на финансите, пазара на труда и стратегиите за управлението и все по-желаната дългосрочна определеност в обществените политики.

С помощта на проста схема може да се покаже как националната държава – единствената, способна да планира дългосрочни политики, необходими за производствени инвестиции в човешки капитал и иновации и за защита на нововъзникващите нужди, става все по-отдалечена от глобалната икономика, която се основава на краткосрочните цели за рентабилност и конкурентоспособност (Morselli, 2011, p. 136-137).

Схема 1



От представената схема ясно проличава контрастът между краткосрочния и дългосрочния период. Не е трудно да се забележи и увеличаващото се разстояние между глобалните, невъзпрепятствани от границите капитал и стоки, и идентичността, свързана с обитаваната от хората територия, от една страна, и последващото намаляване на готовността за финансиране на социални инвестиции, ползите от които се отлагат във времето, от друга.

Вероятно дори Дж. М. Кейнс, който анализира икономическите ефекти от краткосрочните спекулации, би бил изумен от степента на краткосрочност в днешно време. През 1940 г. акциите се задържат средно за около седем години, през 1987 г. – за две, а през 2007 г. се търгуват средно на всеки седем месеца (Konczal, Stanley, 2013). Акционерът, който се интересува от постиженията и ползите от тях единствено в краткосрочен план, се насочва към търсене на незабавни печалби, т.е. обръща внимание на тримесечните резултати. Основната цел на финансирането обаче трябва да бъде осигуряването на необходимите средства за производствена дейност, а не превръщането на бизнеса в източник на ликвидност за финансистите. Такъв сценарий задълбочава икономическите неравенства и е вреден за икономиката в дългосрочна перспектива.

Динамика на натрупването на капитала, темп на икономически растеж, богатство и неравенство

Търсейки нови теории, които да обяснят съществуващите дисбаланси в икономиката, икономистите все повече насочват вниманието си към въпроса за връзката между увеличаването на богатството и разпределението на доходите. Според Piketty (2013-2014, р. 93) съотношението капитал/доход се повишава, особено в икономиките, за които е характерно бавно нарастване на БВП. Авторът твърди, че възвръщаемостта на капитала е по-висока от темпа на растеж на икономиката ($r > g$) и в резултат от това богатството расте много по-бързо от доходите. Това означава, че ако възвръщаемостта на капитала не намалее, започва процес на увеличаване на неравенството. Piketty установява, че в днешно време възвръщаемостта на капитала е около 5%, докато темповете на растеж на БВП в развитите държави са около 2%. От гледна точка на дългосрочния анализ е интересно да се отбележи, че между 1770 и 1930 г. средният процент на възвръщаемост на капитала във Великобритания варира между 4 и 5%, през 1940 г. се увеличава до 7%, след това през 1980 и 1990 г. намалява до 3%, а през последните години надхвърля 4%. Във Франция стойностите на показателя се колебаят между 4 и 6%, с пикове от 7% през 1920 и 1950 г. (Piketty 2013-2014, р. 318). От изложените данни се вижда, че разликата между възвръщаемостта на капитала и темпа на растеж на икономиката е значителна.

Анализът, отчитащ разпределението на доходите, може да се пренастрои единствено дотолкова, че да показва възвръщаемостта, която облагодетелства капитала като цяло, без да се вземат предвид неговите специфични форми. По

отношение на производството обаче анализът трябва да се съсредоточи само върху производствения капитал, тъй като увеличението на производството и съответно на доходите зависи от него. Нарастването на стойността на финансовите активи или на активите в недвижими имоти не оказва пряко въздействие върху производството на стоки и услуги, но може да промени разпределението на дохода в полза на финансови ренти или анюитети от недвижими имоти. Както твърди и Weil (2015), ако ръстът се генерира само от покачването на стойността на непроизводствените активи, не е възможно да се очаква увеличение на производството, на капиталовата производителност и темповете на печалба.

Според Stiglitz (2016, р. 27-28) например, ако стойността на активите в недвижими имоти се повиши в резултат от по-високите им цени, а не вследствие на структурни подобрения, икономиката не става по-продуктивна, защото няма нови наети работници, не са изплатени заплати и не са направени инвестиции. От икономическа гледна точка тази печалба идва от наем на земя. Нарастването на стойността на недвижимите имоти се дължи отчасти на урбанизацията, но в по-голяма степен причина за това са преориентирането на икономиката към финансите и увеличеното предлагане на кредити, отпускани обикновено на тези, които вече са богати. Капитализираната стойност на анюитетите създава богатство, така че ако анюитетите растат, богатството се увеличава. Например, ако пазарната сила на един монопол нарасне, стойността на печалбата и съответно богатството на икономиката стават по-големи. Производителността на икономиката обаче намалява, а също и относителният размер на заплатите, като се изключи инфлацията. Всичко това предполага задълбочаване на неравенството.

Разгледаният сценарий позволява да се подчертаят ефектите, които динамиката на натрупването на капитал оказва върху икономическия растеж и неравенството. Неравенството се засилва, когато печалбите се увеличават с по-висок темп от заплатите; когато възвръщаемостта от капитала, нарастваща благодарение на финансовите дейности, е по-голяма от темпа на растеж; когато финансовата експанзия води до високи анюитети, променящи разпределението на дохода във вреда на дела на работната заплата.

Неравенство и икономика на просмукването

Някои от най-известните икономисти като Адам Смит,⁶ Джон Стюарт Мил и Джон Мейнард Кейнс⁷ се застъпват за преразпределение на доходите чрез прогресивно данъчно облагане и дори днес много учени подкрепят това твър-

⁶ Въпреки че се приема за основоположник на либералната икономика, Адам Смит заявява: „... Следователно данъкът върху наемите на жилища като цяло ще засегне най-тежко богатите; и при този вид неравенство може би не би бил нещо твърде неразумно. Не е твърде неразумно богатите да допринасят за публичните разходи – не само пропорционално на приходите си, но дори и повече от това съотношение“ (Smith, 2006, р. 1017). Затова според Rothschild (2001-2003, р. 126) може да се твърди, че Смит се застъпва за прогресивно данъчно облагане.

⁷ Вж. за преглед Quiggin, 2015, р. 231-232.

дение. Други икономисти смятат, че на богатите трябва да бъде позволено да стават все по-богати и да се изчака ползите от това да стигнат до бедните. Тази идея обаче до голяма степен губи своите основания след 1945 г., когато рязкото намаляване на неравенството е придружено от пълна заетост и просперитет. Това е много важно постижение в исторически план, тъй като води до изграждането на общество, състоящо се в по-голямата си част от средна класа. Така отслабват аргументите на марксистката критика към капитализма и тя започва да изглежда анахронична (Quiggin, 2015, p. 231-232).

От 80-те години на XX век приватизацията на публични предприятия и публични услуги измества все повече дейности от пазара, премахвайки условията, възпрепятствали до този момент задълбочаването на неравенствата (Atkinson, 2015). Това връща на дневен ред въпросите, свързани с неравенството, както и идеята за намаляване на данъците за богатите, а подновеният фокус върху икономиката на просмукването ускорява процеса на финансова глобализация. По този начин нарастващият просперитет от годините след 1945 г., съпътстван от намаляване на неравенството в доходите и на разликите между социалните групи, изглежда, опровергава замисъла на икономиката на просмукването. Икономическите историци Goldin и Margo (1992) наричат този период на засилено равенство „голямата компресия“, която настъпва неочаквано в резултат от „новата сделка“ и Втората световна война.

От началото на 80-те години досега постигнатите резултати по отношение на равенството се обръщат, което се дължи отчасти и на промените в разпределението на доходите. Печалбите се увеличават за сметка на заплатите, като разпределението на последните става по-малко егалитарно. Тези промени са подкрепени от публични политики, които заместват подчертано прогресивното следвоенно данъчно облагане на доходите с по-плоска данъчна система. Максималните ставки са намалени до или дори под 40% (Quiggin 2015, p. 234). Впоследствие, отново през 80-те години, настъпва обрат и неравенството нараства. Във връзка с това Bradbury (1986), Burtless (1990) и Krugman (1996) наблягат на факта, че американската средна класа започва да изчезва.

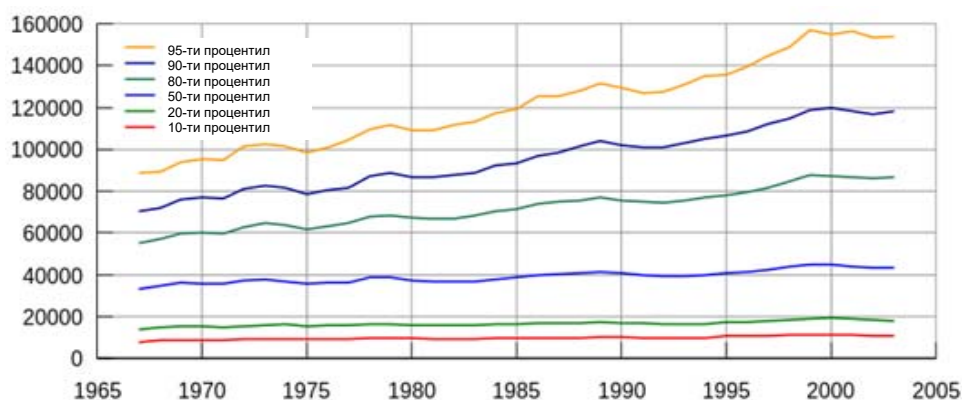
Според хипотезата за просмукването ползите от всяка допълнителна инвестиция отиват за тези, чиито спестявания я финансират. Това означава, че намаляването на данъците върху богатите може да доведе до повече спестявания за и инвестиции от тях, което би ги направило още по-богати, но няма причина да се очакват някакви ползи за останалата част от обществото. Същевременно е особено важно да се отбележи, че неокласическият модел, използван за получаване на оценки на динамичните ползи, включва хипотезата за ефективния пазар. Това предполага, че допълнителните инвестиции, стимулирани от по-благоприятното данъчно третиране, се разпределят ефективно, така че да доведат до по-високи темпове на растеж в дългосрочен план. Икономическата криза обаче показва, че тези инвестиции са насочени предимно към недвижими имоти или спекулативни компании, които изпадат в криза, когато финансовият балон се спуска. А с драстичните намаления на данъците правител-

ствата се оказват с недостатъчен финансов ресурс, за да убедят инвеститорите, че държавните облигации са сигурна инвестиция (Quiggin 2015, p. 241-242).

Привържениците на икономиката на просмукването никога не уточняват периода от време, в който се очаква ползите от растежа да достигнат до извличащите по-малка моментна изгода. Но точно както кризата от 70-те години на XX век е краят на Бретън Уудс, финансовата криза от 2007 г. подкопава ерата на либерализма, воден от финансите. Опитът на Съединените щати през либералния период – от 70-те години до финансовата криза от 2007 г., опровергава хипотезата за просмукването. Доходите на най-заможните американци нарастват значително – доходът във петия процентил от разпределението на доходите се удвоява, а този на най-богатите 0.1% се учетворява (Quiggin 2015, p. 249-250). Същевременно доходите на домакинствата в централната част на разпределението са много по-ниски, а по отношение на тези в долната част сценарият е още по-лош – там не се отчитат приходи (фиг. 1).

Фигура 1

Доходи през 2003 г. (USD)



Източник: https://commons.wikimedia.org/wiki/File:United_States_Income_Distribution_1967-2003.svg

От представения анализ става ясно, че прилагането на икономиката на просмукването само увеличава неравенството. Ненормалното покачване на възнагражденията във финансовия сектор и за мениджърите не води до по-ефективна и продуктивна икономика с ползи за всички. Финансовата криза от 2007 г. показва, че доходите, които се разпределят между различните групи на обществото, не представляват отражение на техния пределен принос.

Либерализъм и хипотеза за ефективния пазар

Хипотезата за ефективния пазар е основната теоретична доктрина на либерализма. Според нея финансовите пазари са най-добрата възможна индикация за стойността на икономическите активи и съответно за решенията за

инвестиции и производство. Това означава, че финансовите пазари използват информацията възможно най-ефективно и са развити по такъв начин, че могат да установят всички важни от икономическа гледна точка източници на риск (Samuelson, 1965; Fama, 1970; Fox, 2009). Хипотезата за ефективния пазар предполага финансова дерегулация, премахване на контрола върху международните капиталови потоци и силно разрастване на финансовия сектор.

Когато се разглежда ХЕП, най-напред трябва да се оцени твърдението, че цените на активите (като акциите) не могат да бъдат предвидени в светлината на движението им в предходни периоди, както подчертават техническите анализатори. Според изследване на Malkiel (1999) цените следват „случаен модел“. Хипотезата за ефективния пазар води до предположението, че прилагането на ефективна дългосрочна инвестиционна стратегия не е възможно, тъй като на един ефективен пазар, където информацията се разпространява равномерно и без допълнителни разходи, промените в цените трябва да бъдат непредсказуеми, т.е. те трябва да следват случаен път.

Ако всички агенти разполагат с цялата налична информация едновременно, всяка възможност за печалба се използва незабавно и съответно се включва в пазарните цени. Промени в цената може да има само ако тези промени са непредсказуеми и не могат да се предвидят от никого, защото не са включени в никаква информация, така че те задължително трябва да са случайни. Колкото по-ефективен е пазарът, толкова по-добре работи и толкова по-случайно и непредсказуемо е неговото движение. Подобно заключение съдържа известни слабости, защото се основава на допускането, че пазарът е ефективен и че цените отразяват перфектно цялата информация. Съществува обаче възможност пазарът да не е ефективен и начинът, по който работи, да е всичко друго, но не и случаен. Така че по-скоро въпросът е дали нормалното функциониране на пазарите може да се обясни въз основа на идеята за пълна информация, или, както твърди Piel (2003, р. 20-65), е по-добре да се започне именно от липсата на информация като двигател на икономическата динамика (Miller, 1956), т.е. от липсата на знания, а не от информацията като най-важен ресурс.

Според Grossman и Stiglitz (1980) например хипотетичните ефективни по отношение на информацията пазари не съществуват в действителност – ако всички бяха в състояние да знаят всичко и знаеха онова, което знаят другите, нямаше да има възможност за печалба. Вместо това степента на неефективност на пазара измерва готовността на агентите да участват в получаването на информация, която им позволява да използват дисбаланси и пропуски, за да извлекат печалба.

Далеч сме от мисълта, че информацията се разпространява симетрично⁸ и е достъпна за всички безплатно. В действителност са налице разходи за полу-

⁸ За сравнение може да се посочи случаят на пазара на употребявани автомобили, изследван от Akerlof (1970). Продавачът има повече информация от купувача (за качеството на използваната

чаването и актуализирането ѝ, а разликите в нейното разпределение са основният фактор, който инвеститорите и спекулантите използват в своята дейност. Следователно информацията не е толкова важна от гледна точка на обема и съдържанието си – от значение е допълнителното знание, което тя позволява да се получи чрез наблюдение на известните на другите данни и факти, т.е. важна е информацията, надхвърляща това, което цените предават. А такава информация не е достъпна за всички, тя е скъпа и неравномерно разпределена.

Shleifer (2000) посочва, че поведението на инвеститорите не може да бъде обяснено само въз основа на изрична информация – отклоненията от рационалността не са случайни, а показват закономерност и структури, които трябва да бъдат анализирани по-задълбочено, т.е. показват специфична рационалност. Такъв тип поведение съвсем не е случайно и не следва произволен път, но е предвидимо и трябва да бъде наблюдавано, за да се използват тенденциите с цел да се действа по обратния начин и да се постигнат печалби. Всъщност Soros (1995, р. 375) обяснява своите изключителни успехи на финансовите пазари именно с този механизъм. По неговите думи пазарът невинаги е коректен и не може да бъде коректен, тъй като не просто отразява обстоятелствата във външната среда, но и помага да се предостави информацията, която се очаква да предава. Затова пазарът никога не може да бъде в равновесие, а винаги се намира в състояние на динамичен дисбаланс, който не е нито ефективен, нито рационален, и може да се използва по начин, който изобщо не е случаен (Esposito, 2009, р. 85).

Рационалността също може да бъде поставена под въпрос (Orléan 2010). Теоретичният анализ, залегнал в основата на хипотезата за ефективния пазар, показва, че напълно рационалните инвеститори, опериращи на съвършено ефективни финансови пазари, ще могат да направят най-добрата оценка на бъдещата стойност на финансовите активи. Провалът на хипотезата за ефективния пазар в действителност – финансовата криза от 2007 г., налага да се преразгледат и теоретичните основи на индивидуалната рационалност. Във връзка с това са направени немалко опити за замяна на съвършената рационалност с по-реалистични модели за това как хората правят избор в условия на несигурност. Много от изследванията, разглеждащи този въпрос, се определят като „поведенческа икономика“ и произтичат от теоретичните идеи в разработката на Kahneman и Tversky (1979). Далеч сме от стандартната теория, която предполага, че хората, от една страна, са изчислителни машини, а от друга –

стока), която не е включена в цената. Несигурността по отношение на качеството означава, че пазарът вече не функционира като ефективно средство за координация. Прехвърляйки контекста към сценарий, в който се използва условност, проблемът е не толкова в асиметрията на информацията между продавача и купувача, колкото в това, че на оценката относно цената въз основа на пазарните принципи противостои друг тип оценка на ситуацията. Следователно няма база за компромис, който би направил възможна обща оценка на ситуацията в смисъл на обща квалификация на сделката като добра.

Неравенствата – между либералната доктрина и кейнсианската направлявана икономика...

разчитат и на „евристични подходи“ (тъй като невинаги разполагат с много време) като „представителността“, която често води до систематично надценяване или подценяване при определянето на вероятността дадено събитие да се случи.

(Квази) рационални решения

Особено важно е да се разбере дали хората осъзнават валидността на принципите на рационалния избор и най-вече защо при определени условия те повече или по-малко системно се отклоняват от тях. В основата на обществените отношения стои поведението на различните актьори (Viale, 1997). На базата на това разбиране се развива нещо като „теория на актьорите“, която се опитва да идентифицира и да дефинира характеристиките на индивидите, които чрез своите действия или решения пораждаат колективни явления от социален и икономически характер.

Защо се държим по даден начин? Какви са ефектите на контекста върху избора и решенията? Всяко действие се отнася до някоя теория, свързана с ума на човека, въпреки че в икономиката това се извлича само дедуктивно от принципите на избор, приписвани на актьора от постулатите на икономическата теория. В много случаи обаче този начин на действие в деликатни области като дейностите, осъществявани в сферата на финансовата икономика, притъпява критериите, смятани за съществени за вземане на рационално решение. Такова решение би трябвало да бъде взето въз основа на разбирането на последствията от различните налични варианти, например най-подходящата очаквана бъдеща стойност. Известно е обаче, че много често инвеститорите прилагат стратегии за избор, насочени към оценка единствено на това дали информацията за дадена инвестиция им позволява да превишат определен праг на разбиране. На финансовите пазари това явление се засилва от още два поведенчески модела. Първият се отнася до концентрирането на вниманието върху средните стойности, изразени от пазара, а вторият – до механизма, известен като „фокусиране“ (Thaler, 1994), при който вземащите решения се съсредоточават върху краткосрочните данни за сметка на информацията за дългосрочен период.

Ясно е, че механизмът за фокусиране и следователно концентрация върху някои от променливите, влияещи върху дилемата за вземане на решения, може да бъде полезен в ситуации, които се характеризират с прекомерна сложност, за да се улесни самото вземане на решение. Но в същото време е ясно и че това може да доведе до неоптимален избор. С други думи, фокусирането и концентрацията могат да предизвикат информационна асиметрия. Като пример може да се посочи начинът, по който се представя информация при дилемата вярно/грешно (истина/лъжа) – обикновено човек е склонен да преувеличава съдържанието на истината и да пренебрегва съдържанието на лъжата (Legrenzi, 2003).

Съществуват и допълнителни асиметрии, свързани с вземането на решения в условия на несигурност, когато всеки разумен индивид декларира, че

предпочита да избягва риска. Всъщност това е широко разпространен стереотип, който е валиден само когато става дума за категорията на доходите. Илюстрация на казаното е обичайният и лесен за доказване пример за очакванията на „бикове“ на финансовите пазари, които не са се оправдали. В тези случаи или някой напуска пазара незабавно, или е принуден да си позволи по-голяма склонност към риск с надеждата за възстановяване на загубите. Не е правдоподобно твърдението, че това са оптимални решения, както не е вярно и че това не е широко разпространен начин за правене на избор (Morselli 2017a).

Друга причина за размисъл е свързана с предпочитанието, което се отдава на фактора „промяна“ като алтернатива на фактора „състояние“. Въз основа на промените хората често са склонни да представят условията по определен начин, независимо дали те са физически, или икономически. Човек се фокусира върху това, което променя или смята за променящо живота му, въз основа на обстоятелствата, при които прави преценки и взема решения, както и по отношение на контекста, който си представя в зависимост от преценката и/или решението.

Рационалността и преплитането на икономика и психология

Неокласическите ортодоксални теории се уповават силно на рационалните способности, докато на психологическата несигурност, свързана с вземането на решения, се обръща много малко внимание. Същевременно е очевидно, че да се разчита на неограничената рационалност е в противоречие със самата същност на ума, характеризиращ се с когнитивни ограничения и слабости. Абсолютната рационалност обаче априори отрича какъвто и да е принос на различните проявления на човешката психика.

Неокласическата икономика и нейните аксиоми, преминали и в традиционната теория на игрите, свързана с von Neumann и Morgenstern (1944), възхваляват водещото място на неограничения разум. В развитието си досега теорията за неограничената рационалност е оставила отворена възможността за изследване на начина, по който човек разсъждава, и на заблудите, които понякога са част от неговата логика – грешки в рамките на всички процедури, водещи до решението. Различни изследвания подчертават всъщност някаква систематична склонност на човека да прави грешки в логическите разсъждения. Пример е поведенческият подход при анализа на решения, свързани с риск, който е представен от теорията на перспективите, разработена от Kahneman и Tversky като икономическа алтернатива на теорията на очакваната полезност (Kahneman and Tversky, 1979; Tversky and Kahneman, 1992). В това отношение има най-малко две обяснения: Според първата хипотеза умът, пристъпвайки към разсъжденията, прилага ограничен брой абстрактни правила, които съответстват на ограниченото използване на дедуктивната логика. Втората хипотеза гласи, че разсъжденията не са водени от каквато и да е логика, тъй като се основават на изработването на ментални модели, които отговарят на представянето на ситуацията.

Що се отнася до преценката, може да се допусне, че всеки индивид е склонен да прави преценки за вероятността от събития, които са толкова по-правилни, колкото приложимостта на принципите за изчисляване на вероятността става по-очевидна. Ако, напротив, обстоятелствата изглеждат много сложни (Thévenot, 1989), без да се отчита приложимостта на нормативните принципи, грешката в преценката може да е системна. Kahneman и Tversky (1979) свързват тези грешки с „евристичните“ модели на мислене. Най-важният е представителността (Bar-Hillel, 1980; Kahneman, Tversky, 1973), по силата на която вероятността за принадлежност на даден обект към определена категория се оценява въз основа на приликата му с най-представителния член на тази категория. Това обикновено води до систематично надценяване или подценяване при определянето на вероятността дадено събитие да се случи.

Известно е, че изборът трябва да се основава на последователни предпочитания, умножени по вероятността от тяхното настъпване. Всъщност индивидите формират предпочитанията си въз основа на естеството и контекста на решението, което води до несъответствие, отнасящо се до или свързано с аксиомите. Kahneman и Tversky (1979) показват, че вероятността дадено събитие да се случи има нелинейно влияние върху решението. Промените (в загубите и печалбите или в нивото на благосъстояние) имат по-голямо въздействие и значение, отколкото стабилните състояния на благосъстоянието. Това оказва съществен ефект върху начина, по който човек решава в различния контекст на избор. Достатъчно е да се промени референцията за вземане на решение от вероятност за загуба към вероятност за печалба, за да се получат противоречиви отговори, като същевременно крайният резултат остава същият.

Неизбежно е тези резултати на различните и постепенни етапи за вземане на решение да доведат до предположения за съществуването на нови модели на рационалност. Те се основават на реалните характеристики на икономическото действие, които са освободени от интерпретативните ограничения на многобройните „априори“ и по този начин са подкрепени от теориите за ума, създадени на базата на емпирични проучвания. Според Egidi и Rizzello (2004) истинското ограничение на рационалното решение се крие в необходимостта да се формира контекстът на решението. За целта трябва, от една страна, търсенето на подходяща информация да бъде насочвано, а от друга, да се изгради ментален модел, който най-добре представя обстоятелствата, засягащи вземането на решения. Именно тези две характеристики водят до възникването на концепцията за ограниченията на неограничената рационалност, залегнала и в основните допускания на когнитивната критика (Simon, 1955; 1990): (1) реалните ограничения на способностите на актьора за изчисляване и обработка; (2) реалните ограничения, произтичащи от сложността на структурата на заобикалящата среда.

Първото от тези допускания може да се проследи до оптимизацията при въвеждането на ограничения. Изхождайки от предположението, че потенциалната информация е с много голям обем, докато ресурсите, достъпни за участни-

ците, са ограничени, трябва да се създадат „правила за спиране“. Въз основа на тези правила търсенето трябва да се оптимизира чрез изчисляване на разходите и ползите, свързани с всеки допълнителен сегмент за търсене, който се прекратява веднага след като разходите надхвърлят ползите. Съдържанието на оптимизацията е трудно за разбиране освен чрез произволни процедури на обяснения с примери.

Второто допускане се отнася до споменатата евристика на преценката, и по-точно до моделите с ограничена и емпирично конструирана рационалност. Макар че в тях се придава значение на несъзнаваните компоненти, рационалността, която произтича от това, е преднамерена. Използвайки при анализа на избора сравнителен модел по отношение на ортодоксалните аксиоми, човек определя като нерационално всичко, което се отклонява от тези аксиоми. Не се преценява обаче ролята на дедуктивните последици и техния успех не само относно решаването на проблеми, но и за даването на адаптивни отговори, засягащи обстоятелствата на обкръжаващата среда, в която те се генерират. Във връзка с това, както подчертава Viale (1997), тези модели изглежда се интересуват повече от критиката на аксиоматичните „априори“ с ограничена рационалност, отколкото от разработването на независимо действаща теория.

Най-новото предположение е свързано с т. нар. умерена евристика на Gigerenzer и Todd (1999), която до известна степен постига максимално целите на анализа на ограничената рационалност по отношение на когнитивното стесняване и адаптивността към заобикалящата среда. В крайна сметка евристиката е начин на преценка, който жертва формалната твърдост и пълнота на алгоритмите за сметка на простотата и скоростта (Kahneman, 2013, p. 109-117).

Кейнс и икономическата теория за условността

В по-широк аспект анализът на индивидуалната рационалност води до по-засилено внимание към ролята на условността в интерактивните решения. Условността, разбрана като вид координация (Dodier, 1993; Rallet, 1993), винаги е била обект на размисли в икономиката, но понякога не е попадала в центъра на дебата, тъй като икономическата теория придава определящо значение на цените при координацията на човешкото поведение (Stigler, Becker, 1977).

В глава дванадесета от своята „Обща теория на заетостта, лихвата и парите“ Кейнс (1936) чрез анализа на очакванията в условия на несигурност очертава условния характер на инвестиционното решение. Той подчертава, че на финансовите пазари съществуват условности, които могат да ръководят очакванията на инвеститорите. Тези условности изграждат инвестиционното решение, превръщайки се в практика на финансовия пазар, но в същото време създават неефективност в икономическата система, когато водят до ниво на лихвен процент, несъвместимо с пълната заетост (Dostaler, Maris, 2009, p. 77-81).

Нещо повече, Кейнс (1921) твърди, че достоверността на прогнозите зависи не само от преценката на вероятностите, свързана със състоянието на нещата, но и от тежестта, дадена на аргументите, подкрепящи това решение.

Причината е, че трябва да се вземе предвид крайната несигурност на основата, върху която се формират оценките за очакваната възвръщаемост. Несигурността идва от ролята на финансовия пазар, който създава много по-големи печалби от тези, произтичащи от реални инвестиции, тъй като на него се намесват спекулациите и става важно да се разбере как се извършват оценки, обусловени от различни фактори.

При такъв сценарий несигурността придобива двойствено съдържание. Първо, съществува временна несигурност – тя подчертава липсата на знание на агентите относно факторите, които определят възвръщаемостта на инвестицията през годините, и елиминира всяка прогноза, базирана на оценки, основаващи се на обективни елементи. Второ, несигурността може да бъде стратегическа, тъй като движението на цените на акциите зависи от поведението на други пазарни агенти. В този смисъл проблемът с очакванията изглежда непреодолим, и то до такава степен, че наподобява игра на кръстосани очаквания, в която за даденост се приема непропорционално силната спрямо останалите участници на пазара способност на спекулантите да отразяват случващото се (Morselli, 2017b). Валоризацията на несигурността може да се проследи и в Shackle (1988, р. 164-165). Кейнс остро критикува подхода на мейнстрийма, тъй като в него не се отчита важната роля, която играе времето по отношение на възприемането на несигурността.

Както беше посочено, според Кейнс въз основа на чистата условност може бъде направена както правилна оценка на възвръщаемостта на инвестициите, когато е налице несигурност, така и да се определи средното пазарно мнение, което може да повлияе за формирането на собственото мнение на агента. Споменахме също, че тази условност, наречена от Orlean (1999, р. 111-112) „финансова условност“, е много важна, защото донякъде дава възможност за стабилност в бизнеса, стига човек да може да й се довери.

Условността е представена като сценарий за интерпретация, който се намесва в оценките на лицата, участващи в дейностите по интерпретация. Това може да доведе до промяна в рамката за оценка, като тя се адаптира спрямо степента на надеждност на прогнозите. Според Batifoulier (2001) в този контекст се изразяват промените в спекулативното поведение (в преценката за релевантността на основата на оценката, която може да доведе до нейното преразглеждане или дори изоставяне). Когато не са зададени базовите правила, агентите не са в състояние да направят изчисленията, необходими за прилагане на стратегическия подход. Те действат с оглед на представи за света, в който са поставени, т.е. съобразно една условна основа, позволяваща колективна хармонизация. Всъщност тя работи като колективна база за сравнение, позволяваща координирани решения. Подобна референтна база е произволна⁹ и затова няма смисъл да се търсят нейните обективни основи.

⁹ Условността означава съглашение, и по-точно произволен пакт. Условността е контекст, при който се постига споразумение без задължение. Такова споразумение, разбира се, се влияе от

Отново според Глава 12 от „Общата теория“ на Кейнс (1936) е възможно да се определи икономическото значение на условността, като в този случай тя се използва за обяснение на решенията, прилагани на финансовите пазари. Кейнс оставя настрана идеите за интуицията, за да развие концепцията за условността, която се превръща в централна точка в безкрайното пресичане на индивидуални очаквания, изправящи се едни срещу други. Условността се разглежда като обща представа, която служи за стабилизация. Именно върху това твърдение Кейнс основава своята теория: безработицата не се дължи на прекомерно високи заплати, а на висок лихвен процент, чието ниво е резултат от условност, а не от икономически изчисления. Ако кейнсианската безработица е причинена от недостатъчно действително търсене, се приема, че компонент от този сценарий са инвестициите на предприемачите. Ако лихвеният процент е висок, инвестицията ще бъде намалена, както и реалното търсене и нуждата от работна ръка. Но лихвеният процент не се определя пряко от пределната производителност на капитала в дългосрочен план, а от поведението на спекулантите на финансовия пазар, които споделят убеждението, че настоящото състояние на икономиката ще се запази същото. Тази условност, за която Кейнс посочва, че е с произволен характер, позволява решенията да се вземат без сериозни съмнения за неопределен период от време, тъй като всички смятат, че пазарът винаги ще продължава да поддържа същите тенденции.

Представеното описание на кейнсианската условност показва как постепенното заместване на разбирането за управлението с това за цената води до значително ограничаване на координиращата роля на пазара и се превръща в необходимо условие за изучаването на условностите. Изпълнението на това условие обаче не е достатъчно. То трябва да бъде последвано от въвеждането на нова концепция за рационалност с по-нататъшното преминаване от рационалност по същество към процесуална такава (Simon, 1976; Koumakhow, 2009). Следователно чрез преразглеждане на условността по отношение на предвиждането може да бъде направен опит за стратегически анализ. При такъв сценарий условността може да бъде определена като координация на очакванията според идеите на Lewis (1969), който предоставя необходимата основа за развитието на понятието „условност“, приложено към теорията на игрите.¹⁰ Според него условността е необходима за рационалните индивиди, които се стремят да решават проблеми, свързани с координацията.

Условността и координацията между рационални индивиди

Интересът към анализа на условността се основава на убеждението, че с нейна помощ може да бъде постигната форма на равновесие, различна от

баланса на силите, но се признава изкуствения му характер. Според Hume (1739 [1896], p. 248-252) и двата принципа (произволност и неестественост) определят условностите.

¹⁰ За предимствата на процеса на координация вж. Приложение 1.

тази на Walras (1954). Това равновесие се осъществява чрез ценова схема, която не променя разграничението между частния и публичния сектор. Договореността за ценообразуване оставя индивидуалните предпочитания непроменени и не засяга неприкосновеността на личния живот и дори ако трябва да се определят нови цени, търсенето на равновесие чрез проби и грешки по Walras (*tâtonnement*)¹¹ ще действа така, сякаш предишните равновесни цени не са изиграли никаква роля.

Същевременно механизмът на условността има постоянен ефект върху начина на поведение на агентите, защото чрез него се оценява поведението на други представители на населението. В този случай условността представлява обобщено убеждение, основано на поведението на групата, което прави координацията по-лесна. За разлика от равновесието по Walras, равновесието, постигнато с помощта на условности, преобразява взаимодействието, тъй като променя индивидите. Според Orlean (1987) условността е форма на социална медиация, която чрез силата на своите доказателства разграничава различните социални участници. Това представлява основна характеристика, тъй като, от една страна, изисква да се премине отвъд темата за рационалността на условността, а от друга, тя загатва темата за социалната идентичност на *homo conventionalis*. Условността променя индивидите и техните взаимоотношения, въвеждайки нови елементи от колективен и социален характер, които излизат извън рамките на чистата логика на стратегическата рационалност.

Според Sugden (1986), когато агентите следват дадена условност, те се ръководят от нещо, което надхвърля аксиомите на рационалния избор. Това нещо произлиза от предходния опит на групата, който води до създаването на условност чрез множество проби, грешки и имитации.

Lewis (1969) определя условността като форма на постоянство в поведението. При нея всеки се съобразява с поведението, което вярва, че ще възприемат другите. Тогава човек може да бъде рационален дори като възприеме произволно поведение, както се случва, когато следва определена условност. Действието на произволна основа априори е действие без ясно изразена причина, следователно човек се изкушава да свърже произвола с ирационалността. Макар че възможността за научен анализ на произвола се отхвърля с аргумента, че ирационалното поведение не може да бъде формализирано, Lewis проучва въпроса и благодарение на аргументите си използва произволното поведение на рационалните участници, изправени пред проблем с координацията.

Условността е едно от решенията на този тип проблеми – вярно е, че подобно решение е произволно, но е рационално да бъде следвано, ако всеки

¹¹ *tâtonnement* (от фр. – проба и грешка) – повтарящ се процес на търг по Walras, при който се предполага, че се постига равновесие в размяната. *Търг по Walras* – търг, при който всеки агент изчислява търсенето на стоката за всяка възможна цена и представя изчисленията си на водещия търга, след което цената се определя така, че общото търсене на всички агенти да е равно на общото предлагано количество на стоката, като по такъв начин този тип търг води до съвършено равновесие между търсенето и предлагането (бел. пр.).

прави същото, защото целта, която даден агент се опитва да постигне, възприемайки поведение, идентично с това на другите, е координация. Случайният характер на решението се крие в това, че човек не се опитва да го обоснове с точни аргументи, но решението е необходимо за координацията, следователно може да бъде рационално да се действа без видими причини (Morselli, 2017b).

Lewis дава на понятието „условност“ оперативно значение, което позволява ефективното му приложение в няколко области. Една от тях се отнася до кооперативните игри, свързани с името на Schelling (1958), в които могат да се идентифицират взаимните интереси и е необходимо да се постигне споразумение, без да има възможност за договаряне. В такива игри се приема, че съществува зона, в която няма противоречия (неантагонистично пространство) и в която трябва да действат въображението и рационалната логика. Изглежда, че Schelling разчита на креативността, докато Lewis отрежда по-важна роля на рационалните общи знания – това позволява на всеки да знае, че другите са рационални, и го кара да се държи по съответстващ на това знание начин. Общото знание прехвърля силата за координация от въображението към реалността. Благодарение на рационалността и на общите знания хората негласно (вътрешно) знаят какво ще направят другите, а за да се координират, те трябва да са наясно какво са правили другите в миналото. Условността е най-точният инструмент при повтарящи се решения и действия, а основната идея на Schelling е създаването на теория за първия път (в който се взема решение или се предприема действие – бел. пр.). Да знаеш как ще се държат другите и че те знаят какво ще бъде собственото ти поведение е от основно значение за използването на условността – всеки трябва да е наясно, че който и да е от останалите знае как да се държи. Чрез условността както при Schelling, така и при Lewis е възможно да се постигне споразумение, без да е необходима предварителна комуникация.¹² В известен смисъл и двата подхода съгласуват очакванията, но оригиналността на подхода на Lewis се състои в демонстриране на това как условността може да реши проблема с координацията между рационалните индивиди (Batifoulier, Merchiers, Urrutiaguer, 2002).

Какво се случва, ако вече не може да се разчита на условността?

Кейнс прави ясно разграничение между риск и несигурност (Keynes, 1973, р. 372). Всъщност рискът се проявява, когато вероятностите са известни и могат да бъдат измерени, докато несигурност е налице, когато не е възможно да се предвидят тези вероятности. Кейнсианското мислене се основава на несигурност, която няма как да бъде намалена, тъй като знанието по отношение на бъдещето е оскъдно и очакванията много често се превръщат в разочарования.

¹² В това отношение всеки играч търси улики, за които другият може да предполага, че първият ще мисли, разчитайки повече на въображението, а не на рационалността. Във връзка с тези разсъждения Lewis представя концепцията си за неизказаните условности, които се отнасят до решаване на проблеми с координацията, свързани с постоянността на поведението (Dupuy, 1989).

Кейнс не приема, че участниците на пазара имат свършени или достатъчни познания за бъдещите събития. Той смята бъдещето, което може да бъде изчислено, за съвместимо със значително проявление на стабилност.¹³

Техниката за преобразуване на несигурността в изчислим риск се основава на условността, свързана с това, че съществуващата ситуация ще продължи неопределено време, освен ако няма конкретна причина за прогнозиране на промяна в близко бъдеще. Всъщност се предполага, че оценката на съществуващия пазар е правилна по отношение на текущите знания и че сценарият ще претърпи изменение само във връзка с промените в тях. Тази условност се подкрепя от практиката дългосрочният период да бъде разглеждан като последователност на краткосрочни периоди – по такъв начин се създава илюзията, че във всеки даден момент инвеститорът притежава цялата налична информация относно бъдещата цена на акциите. С помощта на условността инвеститорът може да бъде стимулиран от идеята, че единственият риск, пред който е изправен, е промяна в новините в близкото бъдеще. Следователно за отделния инвеститор инвестицията става достатъчно безопасна за краткосрочен период и оттук – за цялата последователност от такива периоди, ако е възможно да се разчита на липсата на прекъсване на условността (Keynes (1973, p. 152-153).

Но какво се случва, ако вече не може да се разчита на условността? Или казано по друг начин, ако кейнсианската условност е недостатъчна, за да обясни по-добре как функционират финансовите пазари?

Всяко предвиждане на бъдещето става обект на внезапни и съществени трансформации веднага щом новините се променят, тъй като пазарът е засегнат от необосновани, но легитимни оптимистични/песимистични мнения, като при тях липсва стабилна основа за разумно изчисление. Изведнъж агентите започват да преразглеждат планове си и познатото състояние на стабилност и сигурност приключва. Новият сценарий може да изисква нова условна основа за оценка. На този етап би било целесъобразно предложението несигурността на бъдещето да бъде структурирана така, че да позволи реакция спрямо изненадващи събития, които настъпват, и да разшири хоризонта от възможности, на които финансовите пазари са в състояние да реагират. Обмислянето на възможности трябва да бъде направлявано, дори ако бъдещето е неизвестно, защото, ако има насока, бъдещето не е без посока (агентите са наясно, че то зависи от това, което правят днес, и че може да бъде контролирано).

Не може да се очаква несигурността да бъде контролирана, тъй като ако това е възможно, тя няма да съществува – с други думи, все едно да се очаква да няма бъдеще. Това налага да се приеме нестабилността на финансовата система, която, колкото и да е притеснително, не може да бъде отречена. Така

¹³ Освен това според Lawson (1985) в света на риска е възможна хипотезата хората да следват рационални правила за вземане на решения. Тази хипотеза обаче е неубедителна, тъй като параметрите са твърде нестабилни, за да определят количествено прогнозите за събития, които могат да настъпят в бъдеще.

че е важно усилията да се насочат към създаването на капацитет за управление и направляване в състояние на подобна нестабилност, за да се избегне ненаправляваното излагане на турбулентност, която може да доведе до криза.

По време на кризата през 2007 г. външната намеса се оказва съществена, тъй като пазарът вече не функционира. Причина за това е несигурността, която успява да спре всяко действие, тъй като никой не знае как да остоинности цените на ценните книжа. Следователно, когато пазарът изпадне в криза поради несигурност и спре да работи, външната институционална намеса е от съществено значение, за да промени очакванията и да възстанови бъдещия хоризонт. Тази институционална намеса обаче не бива да бъде пряко насочена към пазара (чрез закупуване на ценни книжа), а трябва да се даде възможност на другите да купуват, така че възстановяването да се осъществява въз основа на доверието, а не да бъде оставено на пазара.

По време на кризата през 2007 г. първата формулировка на плана „Paulson“ (Gaggi, 2009, p. 101-115) предвижда прякото придобиване от държавата на „токсичните“ (или поне на неликвидните) ценни книжа, които „запушват“ портфейлите на банките, така че да им бъде позволено да възобновят нормалната банкова дейност. Целта е да се възстанови ефективността на пазара, така че след време той да може да функционира независимо. Държавата се намесва директно в пазарния ред, за да получи ефективен контрол върху последствията. В случая намесата не е успешна, тъй като държавата се превръща в агент като другите, които инвестират директно в банкови облигации, но съществува проблем по отношение на съобразяването с динамиката на пазара и следователно с определянето на цена, която не променя прекомерно тази динамика. Всъщност в рамките на глобалния трафик на деривати от 1 400 000 млрд. USD дори забележителният фонд от 700 млрд. USD в плана „Paulson“ не успява да впечатли пазарите, които продължават тенденцията си към спад.

Същевременно реакцията и мерките, въведени в Европа, са различни и по-късно са последвани и от САЩ (Onado, 2009, p. 91). Институциите не се намесват пряко на пазара, а позволяват на пазарните агенти да купуват. Решено е намесата да е насочена директно към доверието, без да се натоварва пазарът с трудната задача да се възстанови. Европейската централна банка въвежда публична гаранция за междубанкови заеми – европейските правителства могат да предоставят гаранции за нови емисии на облигации от страна на банките и дори да ги купуват директно и са в състояние да рекапитализират рискови банки (Esposito, 2009, p. 245).

Трябва да се отбележи, че при такъв сценарий външноинституционалната намеса е повече пожелателна, отколкото реална, тъй като не се постига чрез навременно изразходване на публични средства, а идва от използването на публични средства за гарантирането на инвестиции, в случай че такива са необходими. Има вариант и за крайна хипотеза, т.е. че за цялата операция би могло да има незначителни разходи, без са нужни спасителни интервенции, ако е

Неравенствата – между либералната доктрина и кейнсианската направлявана икономика...

възможно да се възстанови доверието веднага след обявяването на външната институционална намеса.

Изглежда, че този тип интервенция работи. Фактически реакцията на пазарите спрямо мерките, които пряко засягат доверието, е много ефективна, въпреки че те остават до голяма степен нестабилни за онези, които не знаят в каква посока се движи бъдещето, но поне смятат, че имат такова, тъй като външната намеса гарантира условията за формиране на допускания по отношение на възможностите.

Следователно, когато престане да може да се разчита на условността, е необходима външна институционална намеса, за да се наложи нова условна основа, способна да координира и да направлява решенията на рационалните индивиди, действащи в рамките на пазар, който е престанал да функционира и търси бъдещ хоризонт. В този контекст се поставя под въпрос твърдението, че ценовата система е единствената възможна форма на координация и насока за отделните действия. За да се превъзмогне това разбиране, трябва да се търсят други форми на координация. Функцията на условността не може да бъде прекратена, когато на нея спре да може да се разчита. Тя може да бъде активирана отново чрез взаимодействието между индивиди и институции. Във връзка с това по-нататък е направен преглед на кейнсианската икономика на условностите. Последната от своя страна дава възможност за създаването на нова трайна условна основа, непрекъсната и институционално подкрепена, която да направлява структурата спрямо несигурността на бъдещето, разширявайки хоризонта на възможностите, на които финансовите пазари са в състояние да реагират.

Икономика на условностите и институционализъм

Според Veblen (1919) хипотезата за оптимизиране на рационалността е нереалистична, тъй като е ограничена от човешкия мозък и от липсата на информация. Поведението на индивидите произтича от взаимодействието между инстинктите и институциите (Hodgson, 2006), влияещи върху възприемането на реалността, което води до формиране на предпочитания. Следователно предпочитанията са ендеогенни.

Съществува двустранно взаимодействие между индивиди и институции – институциите влияят върху индивидите, улеснявайки избора и оформяйки цели и желания, а индивидите въздействат върху институциите, променяйки навиците на мислене и социалните правила, така че да създадат нови институции и да адаптират съществуващите към нововъзникващите нужди (Morselli, 2018). Освен това според Commons (1934) концепцията за колективно действие е свързана с определението за институция. Авторът изследва колективни действия, засягащи дейността на организации (синдикати, банки, корпорации, лобита и др.).

Това са организирани групи от индивиди, в които, от една страна, съществува конфликт на интереси между участниците, а от друга – противопоставяне на други групи, докато вътре в тях са налице еднакви ценности, общи интереси и сходни цели. Конфликтите се определят от недостига на ресурси и от сблъсъка на ценности, които са в основата на решенията.

Commons (1932) посочва, че като основа за анализа икономиката трябва да се приемат три принципа: „конфликт, взаимност и ред“. След това трябва да се разгледа сделката, тъй като тя съдържа тези принципи, и чрез контрол и създаване на капацитет за управление на икономиката да се въведе ред, да се смекчат конфликтите и да се постигнат взаимни печалби. Колективните действия регулират индивидуалното поведение в момента на договаряне на сделка чрез закони, социални навици, организации. Например, когато даден агент преговаря за договор с друг агент, и двамата оперират в контекста на колективни действия, които определят избора и в тази връзка – всички икономически отношения между индивидите.

Изглежда важно да се приеме хипотезата на привържениците на условността, ако целта е да се изградят институции, които могат да решат сложните проблеми на обмена и в същото време да бъдат имунизирани от стимули, несъвместими с ефективното поведение. Следователно, ако всички иновации не са успели да създадат необходимите условия за развитието на ефективни пазари, приемани за даденост от неокласическата теория,¹⁴ отговорът трябва да се намери или в хипотезата, свързана с условността, или в хипотезата за законодателство, което благоприятства увеличаването на съвкупния доход, като по този начин задължава онези, които печелят, да компенсират онези, които губят, при положение че транзакционните разходи са достатъчно ниски, за да се окажат изгодни (Morselli, 2018).

Ако обаче индивидуалните ползи се постигнат чрез колективно обезщетение, трябва да се отбележи, че дори в най-благоприятните институционални системи не е лесно да се изпълнят две условия: първо, заинтересуваните страни трябва да разполагат както с информация, така и с интерпретационна рамка, подходяща за оценка на крайните резултати; второ, всички трябва да имат равен достъп до процеса на вземане на решения.

Фактът, че хората са задължени да интегрират в своите стратегически решения променливи, зависещи от решенията и действията на икономически агенти, които могат да бъдат на огромни разстояния, означава, че те са изправени пред голяма доза несигурност. Тази несигурност се отнася до развитието на структурата на пазарите, технологията и променливостта на самите макро-икономически условия.

¹⁴ Според North (2006, p. 95) неокласическата теория дава обяснение за това как пазарите работят в по-развитите икономики, но никога не е успяла да обясни еволюцията им. Тази теория има три ограничения, които трябва да бъдат преодоляни, за да се разбере процесът на икономическа промяна: липса на търкане, статичен характер и неотчитане на човешки умисъл.

*

Неравенството в днешно време е свързано по същество с рязкото увеличение на доходите на много малко богати за сметка на останалото население, което все повече затъва в бедност. Характерът на това неравенство не оказва значително въздействие върху обществото. Неоκласическото твърдение, че неравенството стимулира икономическия растеж, защото награждава най-стойностните индивиди, вече не е достоверно. Това е така, защото доходите и богатството на най-богатите хора са все по-малко резултат от увеличаване на икономическата активност, която може да бъде от полза за цялото стопанство, и все повече се дължат на финансови спекулации и привилегии, които са в тежест за цялата икономика.

Според основната идея на либералната икономическа мисъл икономическото неравенство е от съществено значение за постигане на целите на икономическия растеж и ефективност на пазара. Теорията за просмукването и хипотезата за ефективния пазар, представляващи основата на либералната доктрина, водят до ускоряване на процеса на финансова глобализация и до увеличаване на неравенствата. Хипотезата за посмукването включва хипотезата за ефективния пазар, за да се получи оценка на произведените ползи, а тя от своя страна подчертава как съвършената рационалност на инвеститорите, опериращи на ефективни финансови пазари, осигурява най-добрата оценка на всеки финансов актив. Следователно финансовите пазари са възможно най-доброто ръководно начало за стойността на икономическите стоки и оттам – за решенията за инвестиции и производство. Така цените на акциите възпроизвеждат възможно най-добрата оценка на бъдещата им стойност. Финансовата криза от 2007 г. обаче поставя под въпрос тези идеи.

Икономическата система се нуждае от сигнали и насоки, за да функционира ефективно. Много икономисти твърдят, че цените дават насоки за действия за вземане на решения. Често се приема, че човешкото поведение се координира само от цените, без да е необходимо да се прибягва до правила или условности. Дори да се съгласим, че ценовата система е единствената форма на координация, са необходими правила за съгласуване на поведението. Пазарът, оставен сам на себе си, не е в състояние да работи ефективно, нито пък цените могат да осигурят координационната си функция без определяне, дори минимално, на основните правила. Тук се проявява ролята на условността, според която съществуващото състояние на нещата ще се повтори за неопределено време, освен ако няма конкретни причини да се очаква промяна.

Разгледано беше конкретното проявление на условността при изследването на Кейнс (1936), свързано с процесите на вземане на решения на финансовите пазари. Изправени пред несигурен контекст, спекулантите и инвеститорите са принудени да възприемат единственото възможно поведение – да действат така, сякаш миналото се повтаря, сякаш състоянието на нещата продължава безкрайно. Оценката на пазарите с помощта на условност представ-

лява псевдосигурност, идваща от взаимодействието на маса от невежи хора.¹⁵ Ето защо, за да се реализира печалба на фондовата борса, трябва да се очаква промяната на условността.

Либералната теория се опитва да обясни координацията на поведението чрез цените, като приема, че правилата, които са в основата на взаимодействията, са предварително зададени. Схващането, че правилата представляват предварителни данни за взаимодействията, води до предоставяне на неограничена информация на агентите по отношение на нейния контекст. Изтъква се, че характеристиките на ситуацията и в същото време правилата, които рамкират взаимодействията, не могат да бъдат научени в определен момент и затова, за да може да действа и да осъществява координация с други лица, е от съществено значение човек да познава контекстът, в който оперира. Това разбиране се създава чрез тълкуване на ситуацията, т.е. чрез събиране на информация и наблюдение на действията на другите. Интересът към формирането на представите, които всеки от тях има (за контекста, в който оперира), подчертава една характеристика на индивидуалната рационалност, различна от традиционната – способността на хората да разбират своята референтна среда.

Именно тук се появява условността във формулировката си като основополагаща рамка. Всъщност става дума за правило, което действа на логично ниво над поведението, като по този начин участва във формирането му. Условността представлява колективна референция, която се изразява чрез колективно поведение и се намесва в оценките, направени от хората, позволявайки координирани решения. Както беше посочено, такива условности са много важни, защото дават възможност за известна стабилност в бизнеса, стига човек да може да се довери на съответната условност. Стабилността на условността обаче може да бъде нарушена и това поражда необходимостта от нова условна основа за оценка, за да се осигури нова структура по отношение на несигурността на бъдещето, в рамките на която финансовите пазари могат да реагират.

¹⁵ Ако за класическите икономисти пазарът е мястото на срещата на *homo oeconomicus*, притежаващ фиксирани предпочитания, от които произхождат кривите на търсенето и предлагането, то за Кейнс това не е резултат от взаимодействието на автономни индивиди – пазарът е колективен субект сам по себе си. Той е сляпата, овчедуша, невежа тълпа, изпаднала в паника и чувствителна към всички движения, които предизвиква. Кейнс си представя постоянно нестабилна система, лишена от равновесие, в която всеки се стреми да открие какво е „средното“ мнение. Това той нарича „тълпа на пазара“. Ето защо е важно да се отгатне какво мислят другите, а най-опитните в играта ще го познаят на трета или четвърта фаза на взаимни прогнози: знам какво ще правят другите, но другите знаят какво ще направят другите и аз, така че аз знам какво знаят другите, знам, че знам и т. н. Това е огледалната игра, от която възникват спекулациите. Осъзнавайки, че нашата индивидуална преценка не струва нищо, ние се опитваме да се съобразим с преценката на останалия свят, която може би е по-добре информирана. Кейнсианският индивид се отказва от идеала си в замяна на идеала на тълпата: „по-добре да сгреша с тълпата, отколкото да си прав срещу нея“. Така цената на фондовата борса или лихвеният процент се определят чрез опит да се отгатне посоката на движение на тълпата, докато агентът е изгубен сред същата тълпа. Именно това е фондовата борса – среща на средни мнения, на камуфлажни и самореференциални механизми, т.е. „тълпа на пазара“ (Dostaler, Maris, 2009, p. 77-79).

Следователно, когато пазарът престане да работи поради несигурност, е желателна външна институционална намеса, за да промени очакванията и да възстанови бъдещия хоризонт. Целта трябва да бъде възстановяването на условността след нейното нарушаване чрез взаимодействие между индивиди и институции. Необходимо е да се определи нова насока, която е трайна в структурно отношение и е институционално подкрепена. Това може да стане чрез предприемане на следващата крачка – актуализиране на кейнсианската икономика на условностите в направлявана икономика на условностите.

Използвана литература:

Akerlof, G. A. (1970). The market for "lemons": quality uncertainty and the market mechanism. *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 84, N 3, pp. 488-500.

Atkinson, A. (2015). *Inequality. What can be done?* Cambridge: Cambridge University Press.

Bar-Hillel, M. (1980). The base-rate fallacy in probability judgments. *Acta Psychologica*, Vol. 44, N 3, pp. 211-233.

Batifoulier, P. (2001). *Théorie des conventions*. Paris: Economica.

Batifoulier, P., J. Merchiers, D. Urrutiaguer (2002). David Lewis et la Rationalité des conventions. *Revue de Philosophie Economique*, Vol. 6, N 2, pp. 37-56.

Bensaid, J., F. Gravel (1993). UEM et coordination des politiques budgétaires. *Economie et Prévision*, N 109, pp. 50-53.

Boudon R. (1989). Subjective rationality and the explanation of social behaviour. *Rationality and Society*, Vol. 1, pp. 171-196.

Boyer, R., A. Orléan (1992). How do conventions evolve? *Journal of Evolutionary Economics*, Vol. 2, N 3, pp. 165-177.

Bradbury, K. (1986). The shrinking middle class. *New England Economic Review*, September/October, pp. 41-55.

Bryson, J. H. (1994). Macroeconomic stabilization through monetary and fiscal policy coordination. *Open Economic Review*, Vol. 5, N 4, pp. 307-326.

Burtless, G. (1990). *A future of lousy jobs? The chancing of U.S. wages*. Washington: Brookings Institution Press.

Caballero, R. J., A. Krishnamurthy (2009). Global imbalances and financial fragility. *American Economic Review*, Vol. 99, N 2, pp. 584-588.

Dodier, N. (1993). Les appuis conventionnels de l'action. Eléments de pragmatique sociologique. *Réseaux*, Vol. 11, N. 62, pp. 63-85.

Dostaler, G., B. Maris (2009). *Capitalismo e pulsione di morte*, Roma: La Lepre Edizioni.

Dupuy, J.-P. (1989). Convention and common knowledge. *Revue Économique*, Vol. 40, N 2, pp. 361-400.

Dupuy, J.-P., F. Eymard-Duvernay, O. Favareau, A. Orléan, R. Salais, L. Thévenot (1989). L'économie des conventions. *Revue Economique*, Vol. 40, N 2, pp. 141-406.

- Egidi, M., S. Rizzello (2004). Cognitive Economics: foundations and historical roots. In: Egidi, M., S. Rizzello (eds.). *Cognitive Economics*. Aldershot, Elgar, pp. 1-22.
- Esposito, E. (2009). *Il future dei futures*. Pisa: Edizioni ETS.
- Fama, E. (1970). Efficient capital market: a review of theory and empirical work. *Journal of Finance*, 25(2), pp. 383-417.
- Fox, J. (2009). *The myth of the rational market: a history of risk, reward, and delusion on Wall Street*. New York: Harper Business.
- Franzini, M., M. Pianta (2016). *Disuguaglianze*. Roma: Editori Laterza.
- Gaggi, M. (2009). *La valanga. Dalla crisi Americana alla recessione globale*, Roma-Bari: Editori Laterza.
- Gigerenzer, G., P. M. Todd (1999). *Simple heuristics that make us smart*. New York: Oxford University Press.
- Goldin, C., R. Margo (1992). The Great compression: the wage structure in the United States at Mid-Century. *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 107, N 1, pp. 1-34.
- Grossman, S., E. Stiglitz (1980). On the impossibility of informationally efficient markets. *American Economic Review*, Vol. 70, N 3, pp. 393-408.
- Hamada, K. (1976). A strategic analysis of monetary interdependence. *Journal of Political Economy*, Vol. 84, N 4, pp. 677-700.
- Hume, D. (1739). *Treatise of human nature*. Reprinted from the original edition by Selby Bigge, M.A. (1896), Oxford: Clarendon Press.
- Kahneman, D., A. Tversky (1973). Subjective probability: a judgment of representativeness. *Cognitive Psychology*, Vol. 3, N 3, pp. 430-454.
- Kahneman, D., A. Tversky (1979). Prospect theory: an analysis of decision under risk. *Econometrica*, Vol. 47, N 2, pp. 263-291.
- Kahneman, D. (2013). *Pensieri lenti e veloci*. Milano: Mondadori.
- Keynes, J. M. (1921). *A treatise on probability*. London: Macmillan.
- Keynes, J. M. (1936). *The General Theory of Employment, Interest and Money*. London: Macmillan.
- Keynes, J. M. (1973). The collected writing of John Maynard Keynes, Vol. VII. In: Johnson, E., D. E. Moggridge (eds.). *The General Theory of Employment, Interest and Money*. London: Macmillan.
- Knight, F. H. (1921). *Risk, uncertainty and profit*. New York: Houghton Mifflin.
- Konczal, M., M. Stanley (2013). *An unfinished mission: making Wall Street Work for us*. New York: The Roosevelt Institute.
- Koumakhov, R. (2009). Conventions in Herbert Simon's theory of bounded rationality. *Journal of Economics Psychology*, Vol. 30, pp. 293-306.
- Krugman, P. (1996). *The spiral of inequality*. Mother Jones, November/December, <http://motherjones.com/politics/1996/11/spiral-inequality>.
- Lawson, T. (1985). Uncertainty and economic analysis. *Economic Journal*, Vol. 95, N 380, pp. 909-927.
- Lewis, D. K. (1969). *Convention: a philosophical study*. Cambridge: Harvard University Press.

- Legrenzi, P. (2003). Naive probability. In: *Galavotti M.C. (ed.). Observation and experiment in natural and social sciences*. Amsterdam: Kluwer.
- Malkiel, B. (1999). *A random walk down Wall Street*. New York: Norton.
- Miller, G. (1956). The magical number seven plus or minus two: some limits on our capacity for processing information. *Psychological Review*, Vol. 63, pp. 81-97.
- Morselli, A. (2011). *L'instabilità del capitalismo contemporaneo e i suoi effetti sul sistema economico-sociale globale*. Apricena: Malatesta Editrice.
- Morselli, A. (2017a). Expectations and rational decisions according to John Maynard Keynes's thought. *Theoretical and Practical Research in Economic Field*, Vol. 8, N 16, pp. 110-118.
- Morselli, A. (2017b). From Keynes to a theoretical-political approach to conventional economics. *Policy Studies*, Vol. 38, N 6, pp. 622-639.
- Morselli, A. (2018). From the nation-state to world society: an institutional reading of globalization. *Journal of Economic Issues*, Vol. 52, N 3, pp. 653-675.
- Muet, P. A. (1995). Ajustements macroéconomiques, stabilisation et coordination en Union monétaire 2. *Revue d'Économie Politique*, Vol. 5, N 105, pp. 739-777.
- North, D. C. (2006). *Capire il processo di cambiamento economico*. Bologna: Il Mulino.
- Onado, M. (2009). *I nodi al pettine. La crisi finanziaria e le regole non scritte*. Roma-Bari: Editori Laterza.
- Orléan, A. (1987). Anticipations et conventions en situation d'incertitude. *Cahiers D'économie Politique*, Vol. 13, N 1, pp. 153-172.
- Orléan, A. (1989). Pour une approche cognitive des conventions économiques. *Revue Économique*, Vol. 40, N 2, pp. 241-272.
- Orléan, A. (1999). *Le pouvoir de la finance*, Paris: Odile Jacob.
- Orléan, A. (2010). *Dall'euforia al panico*, Verona: Ombre Corte.
- Piel, K. (2003). *Ökonomie des nichtwissens. Aktienhype und vertrauenskrise im neuen markt*. Frankfurt: Campus.
- Piketty, T. (2013). *Le capital au XXI siècle*. Paris, Seuil (trad. it. *Il capitale nel XXI secolo*. Milano: Bompiani, 2014).
- Philippon, T., A. Reshef (2009). Wages and human capital in the U.S. financial industry: 1909-2006. *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. CXXVII, 4, pp. 1551-1609.
- Quiggin, J. (2015). *Zombie economics*. Milano: Egea.
- Rallet, A. (1993). La théorie des conventions chez les économistes. *Dans Réseaux*, Vol. 6, N 62, pp. 43-61.
- Rapporto Oxfam. Oxfam International, gennaio 2018.
- Rothschild, E. (2001). *Economic sentiments. Adam Smith, Condorcet and the Enlightenment*. Cambridge: Harvard University Press (trad. it. *Sentimenti economici: Adam Smith, Condorcet e illuminismo*. Bologna: Il Mulino, 2003).

- Samuelson, P. (1965). Proof that properly discounted present values of assets fluctuate randomly. *Industrial Management Review*, Vol. 6, N 2, pp. 369-374.
- Shackle, G. L. S. (1988). *Business, time and thought*. London: MacMillan.
- Schelling, T. C. (1958). The strategy of conflict prospectus for a reorientation of game theory. *The Journal of Conflict Resolution*, Vol. 2, N 3, pp. 203-264.
- Shleifer, A. (2000). *Inefficient markets. An introduction to behavioral finance*. Oxford: Oxford University Press.
- Simon, H. A. (1955). A behavioral model of rational choice. *Quarterly Journal of Economic*, Vol. 69, N 1, pp. 99-118.
- Simon, H. A. (1976). From substantive to procedural rationality. In: *Latsis, S. J. Method and Appraisal in Economics*, Cambridge: Cambridge University Press, pp. 129-148.
- Simon, H. A. (1990). Alternative vision of rationality. In: *Moser, P. K. (ed.). Rationality in action: contemporary approaches*. New York: Cambridge University Press, pp. 189-204.
- Skidelsky, R. (1998). *Keynes*. Bologna: Il Mulino.
- Smith, A. (2006). La ricchezza delle nazioni, In: *A. and T. Baglioni (eds.). I grandi classici dell'economia*, Vol. 2, Libro Quinto. Milano& Milano Finanza Editori.
- Soros, G. (1995). *L'alchimia della finanza. La logica, le tecniche e i segreti del mercato*. Firenze: Ponte alle Grazie.
- Stigler, G. J., G. S. Becker (1977). De gustibus non est disputandum. *American Economic Review*, Vol. 67, N 2, pp. 76-90.
- Stiglitz, J. E. (2016). *Le nuove regole dell'economia*. Milano: Il Saggiatore.
- Stiglitz, J. E. (2018). *Invertire la rotta. Disuguaglianza e crescita economica*. Bari-Roma.
- Sugden, R. (1986). *The economics of right, co-operation and welfare*. Oxford: Blackwell.
- Thaler, R. H. (1994). *Quasi rational economics*. New York: Russell Sage Foundation.
- Thévenot, L. (1989). Equilibre et rationalité dans un univers complexe. *Revue Economique*, Vol. 40, N 2, pp. 147-198.
- Tversky, A., D. Kahneman (1992). Advances in Prospect Theory: cumulative representation of uncertainty. *Journal of Risk and Uncertainty*, Vol. 5, N 4, pp. 297-323.
- Viale, R. (1997). Teoria cognitiva della razionalità o del ragionamento scientifico? *Sistemi Intelligenti*, anno IX, N 2, pp. 227-258.
- von Neumann, J., O. Morgenstern (1944). *Theory of games and economic behavior*. Princeton: Princeton University Press.
- Walras, L. (1954). *Elements of pure economics*. London: George Allen and Unwin.
- Weil, D. (2015). Capital and wealth in the Twenty-first century. *American Economic Review*, Vol. 105, N 5, pp. 34-37.

Предимствата на процеса на координация

Анализът на ползите от процеса на координация на икономическата политика има дълга история, започвайки от изследването на Hamade (1976).

Най-простият случай може да бъде представен чрез координацията между две държави, при която е възможно да се регистрират два основни резултата: точка на некооперативно равновесие (равновесие на Наш) и точка на кооперативно равновесие (оптимално по Парето равновесие).

Точката на некооперативно равновесие води до по-неблагоприятен резултат и за двете страни, отколкото точката на кооперативно равновесие. Следователно предимството и за двете страни да търсят съвместно решение в контекста на оптимални по Парето решения е ясно, при условие че ползите от сътрудничеството могат да бъдат разпределени справедливо.

Прилагането на общите теории за координация на икономическата политика по отношение на фискалната политика е обект на изследване на няколко макроикономически модела, например тези на Bensaid и Gravel (1993); Bryson (1994); Muet (1998).

В анализа тук се разглежда опростена версия на модела Muet (модел от типа Mundell-Fleming), който изследва ситуация с две държави в общ паричен съюз. Ако се продължи и се разгледат фискалните аспекти, се прави избор между безработицата (и производството) и бюджетния баланс, който позволява на всяка държава да определи своята фискална политика. Моделът е линеаризиран в логаритмична скала, като променливите представят отклоненията от референтна ситуация. Използват се следните променливи: g е стойността на публичните разходи (инструмент на фискалната политика); q е брутният вътрешен продукт; s обозначава бюджетния баланс; zq и z отразяват въздействието на шоките от търсенето и предлагането върху q и s .

Функциите на общата полезност за всяка държава (U и U^*) са:

$$(1) \quad U = -\frac{1}{2}(q^2 + w^{\circ} s^2)$$

$$(2) \quad U^* = -\frac{1}{2}(q^{*2} + w^{\circ} s^{*2})$$

Редуцираната форма на IS-LM модела в отворена икономика е представена от следните уравнения, като (3) и (5) се отнасят за едната държава, а (4) и (6) – за другата:

$$(3) \quad q = ag + bg^* + zq$$

$$(4) \quad q^* = ag^* + bg + zq^*$$

$$(5) \quad s = cg + dg^* + z$$

$$(6) \quad s^* = cg^* + dg + z^*$$

Параметрите a, b, c, d имат следните знаци: a е положителен; при b знакът не е определен, но стойността е по-ниска от абсолютната стойност на a , което означава, че фискалната политика на другата държава има по-слабо въздействие от националната политика; c е отрицателен за целите на бюджетния баланс; при d знакът е неопределен, като това отразява влиянието на политиката върху публичните разходи на другата държава.

Некооперативното равновесие на Наш се определя от следните уравнения:

$$(7) \quad \partial U / \partial g = -(a \cdot q + w^{\circ} \cdot c \cdot s) = 0,$$

при което $q = -w^{\circ} \cdot (c / as)$, и

$$(8) \quad \partial U^* / \partial g^* = -(a \cdot q^* + w^{\circ} \cdot c \cdot s^*) = 0,$$

при което $q^* = -w^{\circ} \cdot (c / as^*)$.

Това равновесие не е достатъчно добро, тъй като кръстосаните производни към равновесието на Наш не са равни на нула. Следователно промяна в бюджетната политика на едната страна може да подобри общата полезност за другата, тъй като:

$$(9) \quad \partial U / \partial g^* = q / c \cdot (ad - bc)$$

$$(10) \quad \partial U^* / \partial g = q^* / c \cdot (ad - bc)$$

Като се има предвид, че не се знае дали b има положителна или отрицателна стойност, общият резултат върху ефектите на фискалната политика теоретично може да бъде неопределен. Все пак обаче може да се приеме, че равновесието на Наш отразява краен случай, който не съответства на обичайната взаимозависимост, съществуваща между две държави в паричен съюз.

По-задълбоченото проучване на избора между безработица и бюджетен баланс води до редуцирани уравнения като:

$$(11) \quad s = cg + dg^* + z$$

и

$$(12) \quad s^* = cg^* + dg + z^*$$

Анализът на възможните решения за избор показва два важни резултата. Първо, в случай на симетричен депресивен шок, който засяга както предлагането, така и търсенето, всяка страна има интерес от възстановяване на другата държава, тъй като то едновременно намалява и безработицата, и бюджетния дефицит в първата държава. Второ, в случай на асиметричен депресивен шок,

Неравенствата – между либералната доктрина и кейнсианската направлявана икономика...

който засяга търсенето, ефектът е депресивен и в двете страни, тъй като предаването на шокове е положително.

Следователно тези резултати подчертават предимствата на процеса на координация на фискалните политики. Същевременно координацията на фискалните политики е само един аспект от необходимата по-задълбочена координация, която трябва да се осъществи между паричната и фискалната политика в рамките на паричния съюз.

Положителните ефекти от процеса на координация могат да бъдат проследени и по време на финансовата криза, оказваща влияние върху глобалната икономика след 2007 г. (Caballero and Krishnamurthy, 2009). Правителствата и централните банки успяват да възстановят доверието във финансовите пазари и банковата система чрез ефективна международна координация, за да се избегне системна парализа. Кризата показва наличието на значителен капацитет за координация от страна на отделните държави за бързо приемане на общи решения за справяне с извънредните ситуации. Въпреки това в случая с Европа и по-специално страните от Еврозоната, вземането на решения по отношение на паричната и бюджетната политика все още отнема много време, тъй като структурите на отделните държави-членки на Европейския съюз се различават значително по отношение на дисбалансите в платежния баланс и на нивото на държавен дълг.

10.01.2020 г.

INEQUALITIES BETWEEN LIBERAL DOCTRINE AND KEYNESIAN-ORIENTED CONVENTIONAL ECONOMICS

The increase in inequalities over the last thirty years has been supported by the statements of liberal economic thought. According to liberalists, economic inequality is a necessary condition to achieve the objectives of economic growth and market efficiency. The failure of the Efficient-market hypothesis, with the financial crisis of 2007, brings forth the need to reconsider the theoretical basis of perfect individual rationality, taking into account more realistic models of individuals with limited rationality. This is how the role of conventions in decision making comes into play, and more specifically the chapter twelve of Keynes' General Theory, through the analysis of anticipations in condition of uncertainty, where the conventional nature of the investment decision is highlighted. But the Keynesian convention is insufficient to better explain how financial markets operate, when the convention is lacking. Thus, the present paper proposes a review of the "Keynesian conventional economy", updating it in the "oriented conventional economics".

JEL: B15; B26; D81; D91; E12; E13; I14

Keywords: Convention; Coordination; Decision; Inequality; Keynesian Conventional Economics; Oriented Conventional Economics; Finance; Uncertainty; Liberalism; Rationality

Over the past thirty years, the economic conditions of individuals have seen an increase in inequalities¹. The rich have become richer, the middle class has shrunk, and the poor have slipped considerably deeper into poverty. When considering the advanced economies, economic inequality, measured in terms of both income and wealth, has increased sharply and income disparities have even reappeared at the levels of a century ago. Moreover, it is particularly important to remember that inequality also remains high at the global level, despite the dynamic growth of the main developing countries, such as China and India, where domestic inequalities are exploding (Franzini, Pianta, 2016, p. 3).

The inequality of the 20th century was marked by the transition from agricultural to industrial society, where class structure and the balance of power established the functional distribution of income between capital and labour. Whereas now the

* Lecturer of International economic policy. University of Rome Unitelma Sapienza, alessandro.morselli@unitelmasapienza.it

¹ For example, between 1980 and 2014, in the United States, the real average income of the richest 1% of the population increased by 169 % and its share in the national income more than doubled (from 10 to 21%). For the 0.1%, the super-rich, it was even better, as their real average income increased by 281% over the same period and their share in the national income almost tripled (from 3.4% to 10.3%) (Stiglitz, 2018, p. 7-19). The United States rank first in the race for the most unfair countries on the planet (at least among the developed economies). Over the last 25 to 30 years, the Gini index (the parameter commonly used to measure income inequality) has increased by about 29% in the United States, 17% in Germany, 9% in Canada, 14% in the United Kingdom, 12% in Italy and 11% in Japan. The more countries follow the American economic model, the more consistent the results seem to be with what is happening in the United States.

expansion of finance in economies redefines the process of capital accumulation and the dynamics of income and wealth distribution (Franzini, Pianta, 2016, p. 5).

One is amazed to learn that the wealth currently held by the richest 1% of the world's population is the same as that of the rest of the world (Philippon, Reshef, 2009; Rapporto Oxfam, 2018).

The prevailing liberalist economic thought states that economic inequality is a necessary condition to achieve the objectives of economic growth and market efficiency. For example, an expression of this thought can be found in the hypothesis of *Trickle-down economics* (Quiggin, 2015, p. 232-272).

Furthermore, in the liberalist doctrine we find the *Efficient-market hypothesis* (Samuelson, 1965; Fama, 1970; Fox, 2009), born at the time when the Keynesian era was drawing to a close, and put to the test in terms of credibility by the financial crisis of 2007. The *Efficient-market hypothesis* states that financial markets are the best possible guide for the value of economic goods and, therefore, for investment and production decisions. All this means that financial markets use information in a totally efficient way and that they are sufficiently well developed to understand all the important sources of risk; thus, the price of a share represents the best available estimate of its future value.

The *Efficient-market hypothesis* focuses attention on financial markets, a feature of a finance-driven capitalism that has appeared since Bretton Woods's collapse in the 1970s. The *Efficient-market hypothesis* requires financial deregulation, the abolition of controls on international capital flows and the expansion of the financial sector.

The analysis developed by the *Efficient-market hypothesis* shows that perfectly rational investors operating in perfectly efficient financial markets will eventually produce the best estimate of any financial activity (Quiggin, 2015, p. 128).

The failure of the *Efficient-market hypothesis* during the financial crisis highlights the need to reconsider the theoretical basis of individual rationality, trying to replace it with more realistic models that consider limited rationality and choices in uncertainty (Boudon, 1989).

The analysis of individual rationality, from a broader perspective, leads to the questioning of the role of conventions in decision making. Keynes (1936), in chapter twelve of his *General Theory*, through the analysis of anticipations in uncertainty², underlines the conventional nature of the investment decision. Keynes states that there is a convention in the financial markets that can guide investors' anticipations.

² It is particularly important to point out that this uncertainty refers to an uncertainty that cannot be predicted in terms of risk (Knight, 1921). It is therefore necessary to understand how this uncertainty can be overcome in order to make action possible. Keynes himself raised the issue of individual action in conditions of uncertainty. In this respect, he found a valid reference for it, and for the role of conventions in the financial market in particular, in the *Economics of Convention*. Keynes suggests that uncertainty is the human condition, a radical uncertainty that is not considered by the classical assumption of a defined and calculable future. There is only vague and uncertain knowledge, fluctuating states of trust, courage, fears and hopes, managed in the best possible way with strategies and conventions, which themselves can be swept away by new events (Skidelsky, 1998, p. 109).

This convention builds the investment decision, becoming a practice on the financial market. In a context of uncertainty, how is a correct assessment of the return on investment determined? How do you determine the average market opinion and the idea that your own opinion will be formed based on it? Keynes' answer is based on a convention, which Orléan (1989; 1999) calls a 'financial convention'. This convention is very important, because it allows a certain stability in business, as long as one can rely on the convention given³.

But what happens if there is no longer any reliance on the convention? The Keynesian convention is therefore incomplete because it is unable to better explain how financial markets operate. At this stage, a structure should be offered to the uncertainty of the future, allowing a reaction to surprises, as they appear, and widening the horizon of possibilities to which the financial markets are able to react. The production of possibilities should have an orientation, even if the future is unknown, because if there is an orientation, the future is not without a direction (you are aware that the future depends on what you do today and that it can be controlled). An external institutional intervention is therefore essential, when the market goes into crisis (due to uncertainty) and stops working, in order to change expectations and restore a future horizon. This institutional intervention, however, must not be directed on the market through the purchase of securities, but must instead allow others to buy, so as to act on trust without leaving it to the market to restore trust it.

The present work therefore seeks to call into question the claim that the price system can be the only form of coordination and orientation of individual actions. The effort to overcome this hypothesis requires the search for other forms of coordination in order to regulate and guide the behaviour of individuals. In this regard, a review of the *Keynesian Conventional Economics* is proposed, updating it in the *Oriented Conventional Economics*.

Expansion of finance and growth of inequality

As one starts the analysis of inequality, the debate often focuses on the fact that it is largely due to globalisation, a phenomenon which is beyond the control of the nation-states. In fact, inequalities have now gone beyond the fence of national economies, as they have been captured by global processes such as the international flows of capital, goods and workers, and the expansion of finance.

The 1970s were marked by a shift of capital towards finance, as it offered excellent opportunities for accumulation. Thus, since the 1980s, capital has taken over labour, producing a transfer of at least ten percentage points of gross domestic product from the wage share to the capital share in the developed countries. This scenario helps to explain the increase in wealth inequality caused by the growing

³ The launch of the structured research programme on the Economics of Convention dates back to the work of Dupuy, Eymard-Duvernay, Favareau, Orléan, Salais, Thévenot (1989). For further information on the stability of conventions see Boyer, Orléan, 1992.

value of financial assets and the increase in the incomes of the super-rich. For example, in the 350 largest companies in America, the ratio of managers' remuneration to that of average employee wages rose from 30 to 1 in 1978, to 383 to 1 in 2000, and to 296 to 1 in 2013, thus unequivocally reflecting the new power of capital over labour (Franzini, Pianta, 2016, p. 7-8).

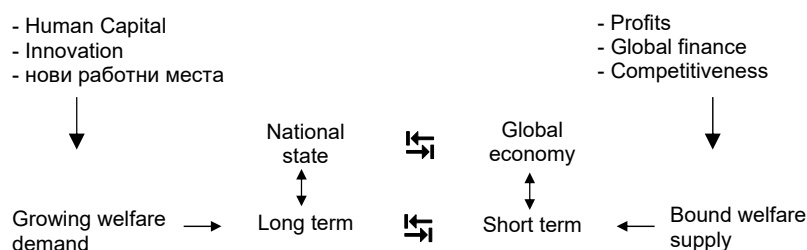
Finance has become a much more profitable sector than the real economy. Before the 2007 crisis, financial services accounted for 7.6 % of GDP, a figure that fell to 6.6% in 2012 and rose to 7.3% in 2014. By comparison, in the 1950s, financial services accounted for 2.8% of GDP in the US economy. Between 1950 and 1980, the financial sector achieved between 10% and 20% of total company profits. At the end of the 1980s, financial profits increased to 26% of total profits; they remained at this level on average during the expansion of the 1990s and increased to 46% in 2001, before reaching an average of 32% during the expansion of the early years of the new century, before the Great Recession (Stiglitz, 2016, p. 50).

This can be seen reflected in the very high wages in the financial sector, which supported the enrichment of the richest 1% of the population. Profits in the world of finance have increased much more than in the real economy, and at the same time we have seen the process of deregulation (Philippon, Reshef, 2009). Between 1979 and 2005, the number of financial operators, among the richest 1% of the population, increased by 80% (from 7.7% to 13.9%); during the same period, their presence in the even higher range, that of 0.1%, also increased from 11% in 1979 to 18% in 2005. In the same period there was a significant increase in salaries as a result of the deregulation process. In 1980, average wages in the financial sector were consistent with those paid by the rest of the economy; in 2006, there was a 72% pay gap between finance and other business sectors. This remuneration is not justified solely on the basis of skills, since the data show that 30-50% of this remuneration is made up of annuities.

In the financial sector, the remuneration structure has stimulated not only the pursuit of immediate profits, but also the taking of excessive risks. Thus, remunerations have reached levels that are not justified by their productivity; these increases have been made at the expense of workers, investments and shareholders, and contribute to the increase in inequalities. The concept that companies aim to maximise the current value of their shareholders and that all other objectives are secondary has revolutionised business management theories, which prioritised the longevity of companies, and these were a means of promoting social interests. This concept of a company states that short-term strategies should take precedence over long-term ones, such as investments that produce value through innovation and employee enhancement. The conflict between very short-term (speculative) investments and long-term investments needed to improve human capital and social cohesion, between the increasingly widespread short-termism in finance, the labour market and management strategies and the increasingly desired long-termism in public policies, is growing. Through a simple schematic, it is possible to show how the national state, the only one able to plan long-term policies necessary for productive

investments in human capital and innovation and the protection of new needs, becomes increasingly distant from the global economy, which, in contrast, is based on the short-term objectives of profitability and competitiveness (Morselli, 2011, p. 136-137).

Schematic 1



Schematic 1 clearly shows the contrast between short term and long term objectives. Moreover, it is easy to perceive the increase in the distances between the global and borderless flows of capital and goods, and the identities linked to the territory where individuals live and work, with the consequent reduction in the willingness to finance investments such as social investments, the benefits of which are deferred over time.

Perhaps even J. M. Keynes, who analysed the economic effects of short-term speculation, if he opened his eyes, would be amazed at the extent of the short term today. In 1940, shares were held on average for about seven years, in 1987 they were held for two years, and in 2007 they were traded every seven months on average (Konczal, Stanley, 2013).

The shareholder who only shows interest in the short term goes in search of immediate profits, i.e. pays attention to quarterly results. The primary objective of finance should be to provide the necessary funds for productive activity and not to turn businesses into sources of liquidity for financiers. This scenario increases economic inequalities and is detrimental to the long-term economy.

The dynamics of capital and the growth rate between wealth and inequality

Economists are looking for new theories to explain the existing imbalances in the economy, and, in particular, they have focused their attention on increasing wealth in relation to income. In this scenario, as Piketty pointed out (2013-2014, p. 93), the capital/income ratio increased, especially in the economies which are marked by slow GDP growth. Piketty states that the return on capital is higher than the growth rate of the economy ($r > g$) and, as a result, wealth grows much faster than income. This means that if the return on capital does not decrease, a process of increasing inequality is triggered.

Piketty states that today the return on capital is around 5%, while GDP growth rates in advanced countries are around 2%. Considering a long-term analysis, the average rate of return on capital in the UK ranged between 4% and 5% between 1770 and 1930; then, in 1940, it increased to 7%, then fell to 3% in 1980 and 1990; and, finally, recently it exceeded 4%. In France, there were fluctuations between 4% and 6%, with peaks of 7% in 1920 and 1950 (Piketty, 2013-2014, p. 318). In view of the above, the gap between the return on capital and the growth rate of the economy is considerable.

This analysis, taking into consideration the distribution of income, can only be adjusted to indicate the returns from which capital as a whole benefits, without taking into account its specific forms. However, with regard to production, it is necessary to focus only on productive capital, since the increase in the product, and consequently in the income, depends on it. The increase in the value of financial or real estate assets has no direct impact on the production of goods and services, whereas it can change the distribution of income in favour of financial or real estate annuities. If the expansion is only generated by the growth of non-productive assets, it is not possible to expect an increase in production, capital productivity and profit rates, as Weil (2015) also stated.

For example, according to Stiglitz (2016, p. 27-28), if the value of real estate assets increases as a result of higher real estate prices and not as a result of structural improvements, the economy does not become more productive because no new workers have been hired, no wages have been paid and no investments have been made. In economic terms, this gain is due to a land rent; the increase in the value of real estate is partly due to urbanization, but to a greater extent it is due to the financialization of the economy and the increase in the supply of credit that is usually assigned to those who already own wealth. The capitalised value of annuities creates wealth, so if annuities increase, wealth increases. For example, if monopolistic power increases, the value of profits and consequently the wealth of the economy increases. However, the productivity of the economy decreases, and so does the value of wages net of inflation. All this implies an increase in inequality.

The above scenario makes it possible to highlight the effects that the dynamics of capital accumulation have on economic growth and inequality. Inequality increases when profits increase more than wages; when returns on capital, which increase thanks to financial activities, are higher than growth rates; and when financial expansion leads to high annuities that change the distribution of income to the detriment of the wage share.

Inequality and Trickle-down economics

Some important economists, such as Adam Smith⁴, John Stuart Mill and John Maynard Keynes⁵, favoured the redistribution of income through progressive taxation, and even today we find many economists who support this statement.

⁴ Adam Smith, although considered the founder of the liberal economy, argues that "A tax upon house-rents, therefore, would in general fall heaviest upon the rich; and in this sort of inequality there would

Other economists say that you should let the rich get richer and richer and wait for the benefits to come down to the poor. However, this idea seems to have stopped working from 1945 onwards, when a sharp reduction in inequality was accompanied by a context of full employment and prosperity. This was a very important historical achievement, since we were in the presence of a society that, in the vast majority, was marked by a middle class, thus dulling the Marxist criticism of capitalism that appeared anachronistic (Quiggin, 2015, p. 231-232).

From the 1980s onwards, the process of privatisation of public enterprises and public services has shifted most of these activities on the market, eliminating the conditions that had counteracted inequalities until then (Atkinson, 2015). Thus, inequality and supporters of tax cuts for the rich reappeared, and the renewed focus on Trickle-down economics accelerated the process of financial globalization.

Thus, the growing prosperity of the years after 1945, accompanied by a reduction in income inequality and a decrease in differences between social classes, seemed to be a refutation of Trickle-down economics. Economic historians Goldin and Margo (1992) called this period of high equality the 'Great Compression', which came unexpectedly as a result of the New Deal and the Second World War.

From the beginning of the 1980s onwards, the gains in equality were reversed. This is partly due to changes in income distribution. In fact, profits increased at the expense of wages and the distribution of wages became less egalitarian. These changes were supported by a public policy that replaced the highly progressive post-war income taxation of the post-war period with a flatter taxation system. Maximum rates were cut to 40% or less (Quiggin, 2015, p. 234).

Then, again since the 1980s, there was a turnaround and an increase in inequality. In fact, Bradbury (1986), Burtless (1990) and Krugman (1996) highlighted the disappearance of the American middle class.

The implications for the Trickle-down hypothesis are that the benefits of an additional investment go to those whose savings finance that investment. This means that cutting taxes on the rich can result in more savings and investment for them, thus making them even richer. But there is no reason to expect any benefits for the rest of the community. Moreover, it is particularly important to remember that the neoclassical model, which is used to obtain estimates of dynamic benefits, incorporates the Efficient-market hypothesis. It is assumed that the additional investment caused by more favourable tax treatment is allocated efficiently, so as to produce higher growth rates in the long run. But the economic crisis has shown that the additional investment ended up in real estate or speculative companies that went into crisis when the financial bubble burst. And with the drastic tax cuts,

not, perhaps, be anything very unreasonable. It is not very unreasonable that the rich should contribute to the public expense, not only in proportion to their revenue, but something more than in that proportion" (Smith, 2006, p. 1017). Therefore, as Rothschild (2001-2003, p. 126) says, Smith was in favour of progressive taxation.

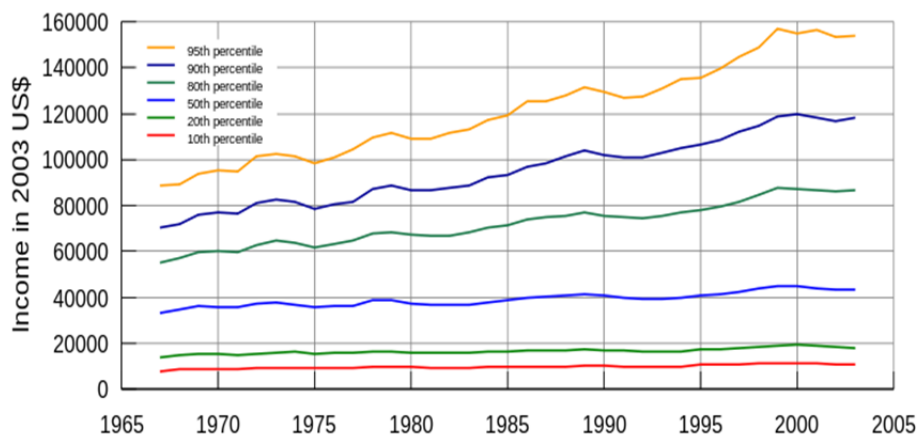
⁵ For more on these statements, see Quiggin, 2015, p. 231-232.

governments found themselves with inadequate financial resources to convince investors that their bonds were a safe investment (Quiggin, 2015, p. 241-242).

Supporters of Trickle-down economics never specified the period of time in which the benefits of growth were expected to flow down to the less well-off. But just as the crisis of the 1970s was the end of Bretton Woods, the financial crisis of 2007 is undermining the era of liberalism driven by finance. The experience of the United States in the liberal period, from the 1970s up to about the financial crisis, appears to repudiate the Trickle-down hypothesis. The income of the wealthiest Americans grew considerably. The income of the fifth percentile of the income distribution doubled, and that of the highest 0.1% quadrupled (Quiggin, 2015, p. 249-250).

Whereas the earnings of households in the central part of the income distribution have been much lower, the scenario for those in the lower part of the income distribution, where no earnings are reported, is even worse (Figure 1).

Figure 1



Source. https://commons.wikimedia.org/wiki/File:United_States_Income_Distribution_1967-2003.svg

From the above analysis it becomes clear that the dictates of Trickle-down economics have only increased inequality. The abnormal increase in remuneration in the financial sector and in the managers' wages has not produced a more efficient and productive economy with benefits for all. The financial crisis of 2007 has shown that the incomes that reach the different groups of a community do not represent the reflection of their marginal contribution.

Liberalism and Efficient-market hypothesis

The Efficient-market hypothesis represents the basic theoretical doctrine of liberalism; it states that financial markets are the best possible guide for the value

of economic goods and, consequently, for investment and production decisions. This implies that financial markets use information as efficiently as possible and are well-developed to understand all economically relevant sources of risk (Samuelson, 1965; Fama, 1970; Fox, 2009). The Efficient-market hypothesis assumes financial deregulation, the abolition of controls on international capital flows and a strong expansion of the financial sector.

The consideration of the Efficient-market hypothesis began with the statement that asset prices, like shares, cannot be predicted in the light of their previous movements, as technical analysts point out; prices follow a 'random walk', as Malkiel (1999) states in his work. A corollary of the Efficient-market hypothesis states that it is not possible to implement an effective long-term investment strategy, because in an efficient market, where information is disseminated evenly and at no additional cost, price changes must be unpredictable, i.e. they must follow a random path.

If all operators have all the information available at the same time, any possibility of profit is exploited immediately and consequently included in market prices. The only price changes that can materialize are those that are unpredictable and cannot be anticipated by anyone because they are not included in any information, thus, they must necessarily be random. The more efficient the market, the better it works, and the more random and unpredictable its movement is. This is a concluding reasoning that shows a certain weakness as it is held on the assumption that the market is efficient and that prices perfectly reflect all the information.

There is a possibility that the market is not efficient and that its performance can be anything but random. Rather, one wonders whether the normal functioning of the markets can be explained on the basis of the idea of complete information, or, as Piel (2003, p. 20-65) states, it is better to start precisely from the lack of information (Miller, 1956) as the engine of economic dynamics; from the lack of knowledge and not from information as a basic resource.

For example, Grossman and Stiglitz (1980) say that hypothetical information-efficient markets are not found in reality: if everyone were able to know everything and knew what others know, there would be no opportunity for profit. Instead, the degree of market inefficiency measures the willingness of operators to engage in obtaining information that allows them to exploit imbalances and gaps in order to make a profit. We are far from thinking that information is distributed symmetrically⁶ and is available to everyone free of charge. Indeed, obtaining and updating it involves costs, and the differences in its distribution are the main factor that investors and

⁶ As a reference, it is possible to highlight the case of the used car market, as reported by Akerlof (1970). The seller has more information than the buyer, i.e. on the quality of the used good, which is not incorporated in the price. Uncertainty about quality means that the market no longer functions as an efficient coordination tool. By shifting the context to a conventionalist scenario, the problem is not so much in the asymmetry of information between seller and buyer as it is in the situation where an assessment based on a market principle concerning price meets another type of assessment of the situation. Therefore, there is no basis for a compromise that would make possible a common assessment of the situation, in the sense of a common qualification of the transaction good.

speculators use in their activities. Therefore, information does not matter so much for what it says, but more so for the additional information that can be obtained by observing what others know, that is to say, for information that goes beyond what prices transmit. This information is not available to everyone; it is expensive and unequally distributed.

Shleifer (2000) points out that the behaviour of investors cannot be explained only on the basis of explicit information; those that seem to be deviations from rationality are not random, but rather show regularity and structures to be deepened, i.e. they show their specific rationality.

Such behaviours are by no means random and do not follow a random path, but they are predictable and can be observed in order to exploit the tendencies, act in the opposite way and achieve profits. In fact, Soros (1995, p. 375) refers back to this mechanism his extraordinary successes on the financial markets. He says that the market is not always correct, and that it cannot be correct either, because it does not merely show an external circumstance, but rather it helps to provide the information it is supposed to transmit. And for this reason the market can never be in equilibrium – it must instead be in a condition of dynamic imbalance, which is neither efficient nor rational and can be exploited in a way that is not random at all (Esposito, 2009, p. 85).

Rationality is also called into question (Orléan, 2010); the theoretical analysis underlying the Efficient-markets hypothesis shows that perfectly rational investors operating in perfectly efficient financial markets will be able to make the best estimate of the future value of financial assets. The failure of the Efficient-market hypothesis in reality, with the financial crisis of 2007, requires the need to also reconsider the theoretical bases of individual rationality. In fact, attempts have been made to replace perfect rationality with more realistic models of how individuals make choices under conditions of uncertainty. Many of the works in question define themselves as 'behavioural economics' and derive from the theoretical developments of Kahneman and Tversky (1979). We are far from the standard theory that assumes that individuals are calculating machines, while they also rely on 'heuristics' (since we do not always have much time available) such as 'representativeness', which often leads to systematic overestimation or underestimation in judging the probability of an event.

(Quasi) rational decisions

It is particularly important to understand whether individuals understand the validity of the principles of rational choice and, above all, why, under certain conditions, they more or less systematically depart from them. At the basis of the social sciences we find the behaviour of the actors (Viale, 1997) and therefore a sort of actor theory which tries to identify and define the characteristics of the individuals who, through their actions or decisions, give rise to collective phenomena of a social and economic nature.

Why do we behave in a given way? What are the effects of the context on choices and decisions? Every action refers to a theory of mind, although in economics

it is only deductively recovered from the principles of choice attributed to the actor by the postulates of economic theory. But in many cases this way of proceeding, in delicate segments such as those represented in the financial economy, dulls the criteria considered essential for a rational decision that must be taken on the basis of an understanding of the consequences of the various options available, such as, for example, the most convenient expected value. It is known, however, that very often the investor triggers strategies of choice aimed at assessing only whether the information on an investment allows him, or not, to exceed a certain threshold of appreciation. A phenomenon amplified, in the example of the financial markets, by two more behaviours. The first one concerns the orientation of the attention towards the average values expressed by the market. The second one concerns the mechanism known as 'focusing' (Thaler, 1994), which occurs when decision-makers focus on short-term data to the detriment of information in the long term.

It is clear that the mechanism of focusing, and hence of concentration, on some of the variables influencing the decision-making dilemma may be useful, in contexts marked by excessive complexity, to exemplify the decision. But it is also clear that this can lead to sub-optimal choices. In fact, focusing and concentration can give rise to the phenomenon of information asymmetries. Think of the representation of information about the true/false dilemma. We are usually inclined to represent the contents of the true and neglect the contents of the false (Legrenzi, 2003).

Further asymmetries can be traced with regard to decisions in conditions of uncertainty. In fact, every sensible individual declares that he prefers to avoid risk in conditions of uncertainty. In actuality, this is a widespread stereotype, found to be true only if we are faced with the category of earnings. This can be demonstrated by the usual and verifiable fact of bullish expectations in the financial markets that have been disappointed. In these cases, either one leaves the market immediately or one is led to assume a greater propensity to risk in the hope of compensation. It is not plausible that these are optimal choices, and it is not so true that these are not widespread choices (Morselli, 2017a).

A further reason for reflection is related to the prevalence that we assign to the 'change' factor as an alternative to the 'state' factor. It is on the basis of change that we often tend to represent the conditions, regardless of whether they are physical or economic. We focus on what 'changes our lives' or what we imagine to be life-changing based on the context in which we express judgments and decisions and in reference to the context imagined depending on the judgment and/or decision.

Rationality and the interweaving of economics and psychology

In the neoclassical orthodox theories, the tribute to rational abilities is utmost and the one to the psychological ramblings leading to decision is very small. On the other hand, it is obvious that endowments of unlimited reasoning are at odds with the representation of a mind characterized by cognitive limitations and weaknesses. Absolute rationality, however, suffocates a priori any contribution from the various expressions of the human psyche.

The neoclassical economy and its axioms transferred to the traditional game theory, bound to von Neumann and Morgenstern (1944), represent the exaltation of the primacy of unlimited reason. By now, the theory of unlimited rationality has left the way open to research into the paths of human reasoning and the fallacy of some of its logic. An erraticity involving all the procedures leading to the decision. In fact, various research has highlighted a sort of systematic tendency of the actor to make mistakes in logical reasoning. An example for all this is the behavioural approach in the analysis of decisions under risk, which was represented by the prospect theory developed by Kahneman and Tversky as an economic alternative to the expected utility theory (Kahneman and Tversky, 1979; Tversky and Kahneman, 1992). There are at least two explanations in this regard: 1) the first one hypothesizes that the mind, when proceeding with reasoning, applies a limited number of abstract rules that correspond to a limited use of deductive logic; 2) the second one hypothesizes that no logic guides the reasoning since it is based on the elaboration of mental models that respond to the representation of the situation.

As far as judgment is concerned, it is plausible that every individual tends to make judgments about the likelihood of events that are as more correct as the relevance of the principles of probability calculation become more apparent. If, on the contrary, the contexts appear very complex (Thévenot, 1989), with little regard for the applicability of normative principles, the error of judgment may be systematic. Kahneman and Tversky (1979) link these mistakes to thinking modes called 'heuristic'. The most important one is that of representativeness (Bar-Hillel, 1980; Kahneman, Tversky, 1973), by virtue of which the likelihood of belonging of a subject is assessed on the basis of its resemblance to the most representative member. This usually leads to systematic overestimations or underestimations in judging the probability of an event.

In the end, as far as the choice is concerned, it is known that it should be based on consistent preferences, multiplied by the likelihood of their occurrence. In actuality, individuals elaborate preferences based on the nature and context of decision, resulting in an inconsistency referred to or related to the axioms. Kahneman and Tversky (1979) still show how chances have a non-linear impact on the decision. Changes (in losses and profits, or in levels of well-being) have an impact and a relevance greater than the stable states of well-being. This significantly affects how one decides in the different contexts of choice. It is sufficient to change the decision-making reference from probability of loss to probability of gain in order to get contradictory responses while maintaining the same end result.

It was unavoidable that these results on the various and progressive stages of the decision led to assumptions of new models of rationality based on the real features of economic action, freed from the interpretative constraints of the numerous 'a priori's' and thus supported by mind theories generated in an empirical way. As Egidi and Rizzello (2004) have already pointed out, the true constraint to a rational decision lies in the need to build the context of the decision. To do this, it is necessary, on the one hand, to guide the search for relevant information, and on the other hand, to

build a mental model that best represents the decision-making context. It is on these two sides that the limitations of unlimited rationality appear, as well as the main assumptions of cognitive critique, which are linked to Simon's insights (1955, 1990): (1) the real constraints of the actor's computing and processing capacities; and (2) the real constraints of the complexity of the environmental structure.

The first of these assumptions can be traced back to the optimization under constraints. Starting from the assumption that the potential information is very large, whereas the resources available to the actors are limited, stop rules should be set up based on which one optimizes the search by calculating the costs and benefits associated with each additional search segment that stops as soon as the costs exceed the benefits. It is difficult to understand the contents of optimization except through arbitrary procedures of exemplification.

The second assumption concerns the aforementioned judgment heuristics, namely, models of limited and empirically constructed rationality. A role is assigned to the unconscious components, and yet the rationality that is derived is intentional. Using, in the analysis of choice, a comparative model with respect to orthodox axioms, one defines as irrational all that deviates from those axioms. But does so without assessing the role of deductive consequences and their success not only in terms of problem solving but also in adaptive responses to the environmental context in which they are generated. In this regard, as Viale (1997) already highlighted, these theories seem to be more interested in the criticism of the axiomatic 'a priori's' of limited rationality than in the elaboration of a theory of independent action.

The most recent assumption is related to Gigerenzer and Todd's (1999) so-called frugal heuristics, which maximize in some respects the goals of the analysis of limited rationality regarding cognitive narrowness and environmental adaptability. After all, heuristics is a mode of judgment that sacrifices formal rigidity and the completeness of an algorithm for the values of simplicity and speed (Kahneman, 2013, p. 109-117).

Keynes and the economic Theory of Convention

The analysis of individual rationality, from a broader perspective, highlights the role of conventions in interactive decisions. Convention, understood as a type of coordination (Dodd, 1993; Rallet, 1993), has always been the subject of reflections in economics, but has sometimes not been kept at the centre of the debate because economic theory has entrusted the coordination of human behaviour to prices (Stigler, Becker, 1977).

Keynes (1936), in chapter twelve of his *General Theory*, through the analysis of anticipations in uncertainty, highlights the conventional nature of the investment decision. Keynes highlights that there is a convention in the financial markets that can guide investors' anticipations. This convention builds the investment decision, becoming a practice on the financial market; but, at the same time, it produces inefficiency in the economic system, when it leads to a level of interest rate incompatible with full employment (Dostaler, Maris, 2009, p. 77-81).

Moreover, Keynes (1921) says that the state of the forecast depends not only on the probability judgement assigned to the state of affairs, but also on the weight given to the arguments supporting this judgement, since it is necessary to take into account the extreme precariousness of the bases on which we form our evaluations on the expected returns. This precariousness comes from the role of the financial market, which produces much greater profits than those deriving from real investments, since speculation comes into play and it becomes important to understand how evaluations are carried out, conditioned by various factors.

In such a scenario, uncertainty takes on a dual importance: (1) there is a temporal uncertainty that highlights the ignorance of the agents about the factors that govern the return on an investment over the years and that eliminates all hope based on estimates based on objective elements; (2) there is a strategic uncertainty, because the development of stock prices depends on the behaviour of other market operators, therefore the problem of anticipation seems insurmountable to the extent that it appears as a game of cross anticipations that assumes a power of disproportionate reflectivity on the part of speculators (Morselli, 2017b). The valorisation of uncertainty can also be traced in Shackle (1988, p. 164-165), who strongly criticized the mainstream approach, since it does not consider the important role played by time on the way of considering uncertainty.

In such an uncertain framework, how is a correct assessment of the return on investment determined? How do you determine the average market opinion and the idea that your own opinion will be formed based on it? Keynes' answer is based on a convention, which Orlean (1989; 1999) calls a 'financial convention'. This convention is very important, because it allows a certain stability in business, as long as one can rely on the convention given. Convention is presented as an interpretative scenario which intervenes in the evaluations of individuals, participating in the interpretation activity which may lead to a change in the assessment framework, adapting to the state of reliability granted to the forecasts. According to Batifoulrier (2001), it is in this context that the changes in speculative behaviour, i.e. in the relevance judgment of the basis of assessment which may lead to its revision or even abandonment, are highlighted. When the constitutive rules are not given, agents are unable to make the calculations that are necessary in the strategic approach. They operate on the basis of a representation of the world in which they are placed, i.e. a conventional basis allowing for collective harmonisation. In fact, it operates as a collective reference, allowing coordinated decisions, and such a reference is arbitrary⁷, therefore there is no point in seeking its objective foundations.

Again, taking into account chapter 12 of Keynes' General Theory (1936), it is possible to define the economic meaning of conventions, and in this case the convention is used to explain the decision in the financial markets. Keynes puts aside the concept

⁷ Convention means a pact, and more precisely, an arbitrary pact. Convention is a context on which an agreement is reached without obligation. Such an agreement is, of course, influenced by the balance of power, but it is artificiality recognised. Both principles (arbitrariness and artificiality) mark the conventions according to Hume's thought (1739-1896, p. 248-252).

of intuition to give space to the concept of convention, which becomes a central point in the infinite intersection of individual anticipations that confront each other. Convention as a common stabilizing representation – on the basis of this statement, Keynes forms his theory that unemployment is not to be attributed to excessively high wages, but to a high interest rate, whose level results from a convention and not from economic calculations. If Keynesian unemployment is caused by insufficient actual demand, it is assumed that a component of this scenario is given by the investments of entrepreneurs. If the interest rate is high, the investment will be reduced as will the actual demand and the need for labour. However, the interest rate is not directly fixed by the marginal productivity of capital in the long run, but rather by the behaviour of speculators in the financial market who share a belief that the current state of the economy will remain. This convention, the arbitrary nature of which Keynes points out, allows decisions to be taken without doubt for an indefinite period of time, since everyone thinks that the market will always continue with the same trend.

This description of the Keynesian convention shows how the gradual replacement of the notion of rule with that of price has the effect of significantly losing the coordinating role of the market and constitutes a necessary condition for the study of convention.

However, this condition is not sufficient, since it must be followed by a new concept of rationality, with the further shift from substantive to procedural rationality (Simon, 1976; Koumakhow, 2009). Therefore, strategic analysis will be considered, through the revision of the convention in terms of anticipation.

In such a scenario, convention can be defined as a coordination of anticipation according to the thought of Lewis (1969), who provided the necessary basis for the development of the notion of convention applied to the game theory⁸. He states that convention is necessary for rational individuals who seek to address and solve problems related to coordination.

Conventions and coordination between rational individuals

The interest in the analysis of conventions is based on the conviction that they can achieve a form of equilibrium different from the one presented by Walras (1954). This equilibrium is achieved by means of a pricing arrangement which does not alter the distinction between the private and public sectors. The pricing arrangement leaves individual preferences unchanged and does not affect privacy, and even if new prices were to be determined, Walrasian *tatonnement* would act as if the previous equilibrium prices had played no role.

The mechanism of convention, on the other hand, has a permanent effect on the way agents behave by assessing the behaviour of other members of the population. In this case, convention becomes a generalised belief based on the behaviour of the group, making coordination easier. Unlike Walras' equilibrium, conventional equilibrium modifies interaction, because it modifies individuals. According to Orlean (1987), convention is a social mediation that interposes the force of its evidence between the different social actors. This represents a fundamental point, since on the one hand,

⁸ For a deeper look into the advantages of the coordination process, see Appendix 1.

it leads us to go over the theme of the rationality of conventions, while on the other hand, it indicates the theme of the social identity of *homo conventionalis*. Convention modifies individuals and their relationships, introducing new elements of a collective and social nature that escape the pure logic of strategic rationality.

According to Sugden (1986), when agents follow a convention, they are guided by something that goes beyond the axioms of rational choice. This something originates from the past experiences of the group that lead to a convention through a long journey of trials, errors and imitations.

According to Lewis (1969), convention is a regularity of behaviour whereby everyone conforms to the behaviour he believes others will adopt. Then, one can be rational even by assuming an arbitrary behaviour, as happens following a convention. Acting on an arbitrary basis is, a priori, acting without a clearly expressed reason, therefore one is tempted to associate arbitrariness with irrationality, with the evidence of being able to discard a scientific analysis of the arbitrary with the excuse that an irrational behaviour cannot be formalized. But Lewis (1969) thought about it, and with his arguments he took advantage of the arbitrary behaviour of rational actors subjected to a problem of coordination.

Convention represents one of the solutions to this type of problem – it is true that it is arbitrary, but it is rational to follow it if everyone does the same, because the objective we try to achieve is to coordinate by adopting the same behaviour as others. Therefore, arbitrariness represents a solution that one does not try to justify by precise arguments, but which is needed to coordinate, therefore it can be rational to act without apparent reasons (Morselli, 2017b).

Lewis had the merit of giving the notion of convention an operational meaning that has allowed its effective application in several fields. One of these concerns the cooperative games linked to the name of Schelling (1958), in which it is possible to identify mutual interests and in which it is necessary to reach an agreement without having the possibility of negotiation. In such games, one thinks that one can get non-antagonistic spaces, and thus, it is necessary to assign roles to imagination and rational logic in these spaces. Schelling seems to rely on creativity, whereas Lewis gives a more important role to rational common knowledge; a role that allows everyone to know that others are rational and will behave accordingly. Common knowledge transfers the power of coordination from the imagination to reality. Thanks to rationality and common knowledge, individuals tacitly know what others will do. In order to coordinate, individuals need to know what others have done in the past; convention is the specific tool for repetitive decisions and uses, whereas the main point of Schelling is a first-time theory. Knowing how others will behave and how they know what my behaviour will be is fundamental to using convention. That is to say, everyone must know that everyone knows how to behave. For both Schelling's and Lewis' convention, it is possible to reach an agreement without the need for prior communication⁹. In a

⁹ In this regard, each player seeks clues that the other might think the former will think of, appealing to imagination rather than rationality. Lewis, through a link to this reasoning, presents his concept of tacit

sense, both approaches coordinate anticipations, but the originality of Lewis' approach lies in demonstrating how conventions can solve a problem of coordination between rational individuals (Batifoulier, Merchiers, Urrutiaguer, 2002).

What happens if there is no longer any reliance on the convention?

Keynes (1973, p. 372) makes a clear distinction between risk and uncertainty. In fact, for him, the risk appears when the probabilities can be known and measured, whereas uncertainty is evident when it is not possible to know these probabilities. Keynesian thinking is based on irreducible uncertainty, because knowledge of the future is scarce, and expectations very often derail towards disappointment. Therefore, Keynes refuses to think that market participants have perfect or sufficient knowledge of future events. He considers the calculable future compatible with a considerable amount of stability¹⁰.

The technique for transforming uncertainty into calculable risk is based on the convention that the current situation will continue indefinitely unless there is a specific reason to predict a change in the near future. Indeed, it is assumed that the assessment of the current market is correct in relation to our current knowledge, and that the scenario will undergo a change only in relation to changes in our knowledge. This convention is supported by the practice of observing the long term as a succession of short terms, thus creating the illusion that at any given moment the investor is in possession of all the information available regarding the future price of shares. With the intervention of convention, the investor can encourage himself as a result of the idea that the only risk he faces is a change in the news in the near future. Therefore, for the individual investor the investment becomes sufficiently safe during the individual short terms, and therefore during the entire succession of short terms, if it is possible to count on the absence of an interruption of the convention (Keynes, 1973, p. 152-153).

But what happens if there is no longer any reliance on the convention? The Keynesian convention is therefore incomplete because it is unable to better explain how financial markets operate.

Every consideration about the future is subject to sudden and violent changes as soon as the news changes because the market is affected by optimistic and pessimistic opinions, which are unreasonable but legitimate, where there is no robust basis for a reasonable calculation. Suddenly, operators begin to review their plans and the habit of stability and certainty ends. The new scenario could prescribe a new conventional basis of assessment.

At this stage, a structure should be offered to the uncertainty of the future, allowing a reaction to surprises, as they appear, and widening the horizon of possibilities to

convention, which concerns a solution to a problem of coordination, in terms of a regularity of behaviour (Dupuy, 1989).

¹⁰ Moreover, Lawson (1985) stated that, in the world of risk, the hypothesis that individuals follow rational decision-making rules is possible, but this hypothesis becomes unconvincing because the parameters are too unstable to quantify the predictions of events that may occur in the future.

which the financial markets are able to react. The production of possibilities should have an orientation, even if the future is unknown, because if there is an orientation, the future is not without a direction (you are aware that the future depends on what you do today and that it can be controlled).

To expect to control uncertainty is an impossible mission, because if it could be controlled it would not exist; in other words, it would be like expecting to give up on the future. This means accepting the instability of the financial system, which, however worrying it may be, cannot be denied. Thus, it is necessary to ask for the capacity to orient such instability in order to avoid being exposed to the turbulence that leads to crisis without any orientation. During the 2007 crisis, external intervention seemed essential, because the market was no longer functioning. Uncertainty, which had managed to stop every action, was to blame since no one knew how to evaluate the prices of securities.

An external institutional intervention is therefore essential, when the market goes into crisis (due to uncertainty) and stops working, in order to change expectations and restore a future horizon. This institutional intervention, however, must not be directed on the market through the purchase of securities, but must instead allow others to buy, so as to act on trust without leaving it to the market to restore trust.

During the 2007 crisis, the first formulation of the Paulson plan (Gaggi, 2009, p. 101-115) provided for the direct acquisition by the State of the toxic or, in any case, illiquid securities that clogged the portfolios of the banks, so as to allow them to resume normal banking activity. The aim was to restore the efficiency of the market so that it could subsequently work independently. The State intervened directly in the market in order to obtain causal control that has an effect. In this instance, this intervention was not successful, since the State became an operator like the others which invests directly in the banks' securities, having the problem of respecting the dynamics of the market and, therefore, of setting a price which does not excessively alter them. In fact, even the remarkable USD 700 billion fund of the Paulson plan, within a global traffic of USD 1400,000 billion in derivatives, did not impress the markets which continued their downward trend insensitively.

Instead, the reaction to the measures designed by Europe was different, and it was subsequently followed by the United States as well (Onado, 2009, p. 91). In this case, the institutions did not intervene directly in the market, but allowed market operators to buy. In this respect, it was decided to intervene on confidence directly, without leaving the market with the difficult task of restoring it. The European Central Bank has introduced a public guarantee for interbank loans; European governments can provide guarantees on new bond issues by banks and even buy them directly, in addition to being able to recapitalise risky banks (Esposito, 2009, p. 245).

It should be noted that in such a scenario, external institutional intervention is more possible than real, since it is not achieved through timely spending of public money, but comes from the use of public money to guarantee investments in the event that it is needed. One can also think of an extreme hypothesis, that is, that the entire operation could have a negligible cost, without the need for rescue

interventions, if it is possible to rebuild confidence immediately after the announcement of the external institutional intervention.

It seems that this type of intervention has worked; in fact, the reaction of the markets to the measures that directly affect confidence has been very efficient, although they have maintained the considerable volatility of those who are not aware in what direction the future will move, but at least think they have one, since the external intervention has guaranteed the conditions for hypothesizing possibilities.

Therefore, when the reliance on the convention is interrupted, external institutional intervention is necessary to impose a new conventional basis, capable of coordinating and orienting the decisions of rational individuals who operate within a market that has ceased to function and is looking for a future horizon. In this context, one calls into question the claim that the price system can be the only form of coordination and orientation of individual actions. The effort to overcome this hypothesis implies the search for other forms of coordination. The function of the convention cannot be terminated, because when it is interrupted it can be reactivated by the interaction between individuals and institutions. In this regard, a review of the *Keynesian Conventional Economy* is proposed, updating it in the *Oriented Conventional Economy*. The latter provides for a new lasting conventional basis, uninterrupted and institutionally supported, which would have a structure oriented towards the uncertainty of the future, and thus widening the horizon of possibilities to which the financial markets are able to react.

Conventional Economy and Institutionalism

According to Veblen (1919) the hypothesis of optimizing rationality is unrealistic, because it is limited by the human brain and the lack of information. The behaviour of individuals is shaped by the interaction between instincts and institutions (Hodgson, 2006), which influence the perception of reality, leading to the formation of preferences. Therefore, preferences are endogenous.

There is a double interaction between individuals and institutions: institutions influence individuals, facilitating choices and shaping goals and desires; and individuals influence institutions, changing habits of thought and social rules, to form new institutions and adapt existing institutions to emerging needs (Morselli, 2018).

Furthermore, according to Commons (1934), the concept of collective action is linked to the definition of an institution. Commons refers to collective actions related to the activities of organizations (trade unions, banks, corporations, lobbies, etc.). These are organised groups which contain conflicts of interest between one another and are in opposition to other groups, while within the groups themselves, the same values, common interests and similar objectives are found. Conflicts are determined by the shortage of resources and the conflicting values that underlie their decisions.

Commons (1932) states that the economy must take three principles as its basic unit of analysis, namely 'conflict, mutuality and order'. Consequently, it must consider the transaction, since it contains these three principles, and through control and the capacity to govern the economy it is necessary to convey order, mitigate conflicts and achieve mutual gains. Collective actions, through laws, social

habits and organizations, regulate the individual behaviour at the moment of the negotiation of a transaction; for example, when an agent negotiates a contract with another agent, both act in the context of collective actions that determine the choices and, on this path, all the economic relations of the individuals.

It seems essential to accept the conventionalist hypothesis, if we want to build institutions that can solve the complex problems of exchange and at the same time are immune to some incentives that are incompatible with an efficient conduct. Therefore, if all the innovations have not succeeded in creating the necessary conditions to develop efficient markets theorized by the neoclassical theory¹¹, the answer is to be found either in the conventionalist hypothesis or in a hypothetical legislation that favours the increase of the aggregate income and that obliges those who earn to compensate those who lose with transaction costs that are sufficiently low to turn out advantageous (Morselli, 2018).

However, if individual benefits are achieved through collective compensation, it must be noted that even in the most favourable of institutional systems it is not easy to meet two conditions: 1) the interested parties must have both the information and an interpretative framework suitable for evaluating the final results; and 2) all must have equal access to the decision-making process.

The fact that individuals are obliged to integrate into their strategic decisions variables that depend on the decisions and actions of economic actors who may be at enormous distances means that they are faced with a great deal of uncertainty. This uncertainty concerns the evolution of the structure of the markets, the technology and the variability of the macroeconomic conditions themselves.

Conclusions

We have seen that today's inequality is essentially linked to the sharp increase in the incomes of the very few rich, to the detriment of the rest of the population, which is increasingly slipping into poverty. The nature of this inequality does not fail to have significant consequences for society. The neoclassical statement that inequality supports economic growth because it rewards the worthiest individuals is no longer credible. This is so because the incomes and wealth of the richest people are less and less the result of an increase in economic activity that can benefit the entire economy, and more and more the result of financial speculation and privileges that are a burden on the economy in general.

The idea of liberalist economic thought states that economic inequality is essential to achieve the objectives of economic growth and market efficiency. The Trickle-down theory and the Efficient-market hypothesis, representing the base of the liberalist doctrine, have accelerated the process of financial globalization and increased inequalities. The Trickle-down hypothesis incorporates the Efficient-market

¹¹ According to North (2006, p. 95), the neoclassical theory gives us an interpretation of how markets work in more developed economies, but it has never been able to explain their evolution. This theory has three limits that need to be overcome in order to understand the process of economic change: no friction, static nature and no consideration of human intentionality.

hypothesis in order to derive an estimate of the benefits produced, and the latter theory highlights how the perfect rationality of investors, operating in efficient financial markets, provides the best estimate of any financial asset.

The financial markets are the best possible guide for the value of economic goods and, therefore, for investment and production decisions. Thus, share prices reproduce the best possible estimate of their future value. However, the financial crisis of 2007 has brought these convictions into question.

The economic system needs signals and guides to function efficiently. Many economists argue that prices describe decision-action guides. It has often been thought that human behaviour was only coordinated by prices, without the need to resort to rules or conventions. Even if we assume that the price system is the only form of coordination, rules are needed to coordinate behaviours. The market, if left to its own devices, is not in a position to operate efficiently, nor are the prices able to ensure their coordinating function without the definition, even minimal, of constitutive rules. At this point, convention comes into play, which means that the existing state of affairs will repeat itself indefinitely, unless there are specific reasons to expect a change.

We have seen convention appear concretely when Keynes (1936) studied the decision-making processes in the financial markets. Faced with an uncertain context, speculators and investors are forced to adopt the only possible behaviour – that of acting as if the past were repeating itself; as if the state of affairs were continuing indefinitely. The conventional assessment of markets represents a pseudo-certainty, coming from the interaction of a mass of ignorant people¹². That is why earning on the stock exchange means anticipating the change of convention.

The liberalist theory tries to explain the coordination of behaviour through prices, assuming that the rules that underlie the interactions have already been given. Thinking that the rules represent data that is preliminary to the interactions in turn gives the agents unlimited information about its context. It is pointed out that the characteristics of the situation, and at the same time the rules that frame the interactions, are not learned at a given time, therefore, in order to be able to act and

¹² If for the classical economists the market is the meeting place of the *homo oeconomicus*, endowed with fixed preferences from which the curves of supply and demand emerge, for Keynes it does not result from the interaction of autonomous individuals – it is a collective subject in itself. It is the blind, sheepish, ignorant crowd, panicked and sensitive to all the movements it causes. Keynes imagines a continuously unstable system, devoid of balance, in which everyone strives to discover how the average opinion is made, what he calls the 'market crowd'. Therefore, it is important to guess what others think, and the most skilled in the game will guess it at the third or fourth degree of mutual predictions: I know what others will do, but the others know what the others and I will do, so I know knowing what the others know, knowing that I know, and so on and on. A specular game from which speculation arises. Aware that our individual judgment is worth nothing, we try to conform to the judgment of the rest of the world, which is perhaps better informed. The Keynesian individual abandons his ideal in exchange for the ideal of the crowd: 'better to be wrong with the crowd than to be right against it'. So, one sets the price of a stock exchange stock or the interest rate, i.e. trying to guess the direction of the crowd while we are lost in the midst of that same crowd. All this is the stock market, a meeting of average opinions, of camouflage and self-referential mechanisms, that is to say the 'market crowd' (Dostaler, Maris, 2009, p. 77-79).

coordinate with other individuals it is essential to know the context in which one operates. This understanding is built up through the interpretation of the situation, that is, through the collection of information and the observation of the actions of others. The interest in the formation of the representations that each one produces (about the context in which one operates), leads to highlight a characteristic of individual rationality different from the traditional one, that is, the ability that individuals have to interpret their reference environment.

And that is when convention appears in its formulation as a constitutive framework. In fact, it concerns a rule that acts at a logical level above behaviours, thus participating in their institution. Convention represents a collective reference that is expressed through collective behaviour and intervenes in the assessments made by individuals, allowing coordinated decisions. This convention is very important, because it allows a certain stability in business, as long as one can rely on the convention given. However, this stability of the convention can be interrupted, so a new conventional basis of assessment is needed in order to provide the uncertainty of the future with a new structure, where financial markets can react. An external institutional intervention is therefore desirable when the market stops working, due to uncertainty, in order to change expectations and restore a future horizon. The objective must be to rebuild the convention, after its interruption, through the interaction between individuals and institutions. A new orientation must be indicated, which is structurally lasting and institutionally supported by taking a step forward, updating the Keynesian Conventional Economy into the Oriented Conventional Economy.

References:

- Akerlof, G. A. (1970). The market for "lemons": quality uncertainty and the market mechanism. *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 84, N 3, pp. 488-500.
- Atkinson, A. (2015). *Inequality. What can be done?* Cambridge: Cambridge University Press.
- Bar-Hillel, M. (1980). The base-rate fallacy in probability judgments. *Acta Psychologica*, Vol. 44, N 3, pp. 211-233.
- Batifoulier, P. (2001). *Théorie des conventions*. Paris: Economica.
- Batifoulier, P., J. Merchiers, D. Urrutiaguer (2002). David Lewis et la Rationalité des conventions. *Revue de Philosophie Economique*, Vol. 6, N 2, pp. 37-56.
- Bensaid, J., F. Gravel (1993). UEM et coordination des politiques budgétaires. *Economie et Prévision*, N 109, pp. 50-53.
- Boudon, R. (1989). Subjective rationality and the explanation of social behaviour. *Rationality and Society*, Vol. 1, pp. 171-196.
- Boyer, R., A. Orléan (1992). How do conventions evolve?", *Journal of Evolutionary Economics*, Vol. 2, N 3, pp. 165-177.
- Bradbury, K. (1986). The shrinking middle class. *New England Economic Review*, September/October, pp. 41-55.
- Bryson, J. H. (1994). Macroeconomic stabilization through monetary and fiscal policy coordination. *Open Economic Review*, Vol. 5, N 4, pp. 307-326.

- Burtless, G. (1990). *A future of lousy jobs? The chancing of U.S. wages*. Washington: Brookings Institution Press.
- Caballero, R. J., A. Krishnamurthy (2009). Global imbalances and financial fragility. *American Economic Review*, Vol. 99, N 2, pp. 584-588.
- Dodier, N. (1993). Les appuis conventionnels de l'action. *Eléments de pragmatique sociologique. Réseaux*, Vol. 11, N. 62, pp. 63-85.
- Dostaler, G., B. Maris (2009). *Capitalismo e pulsione di morte*, Roma: La Lepre Edizioni.
- Dupuy, J.-P. (1989). Convention and common knowledge. *Revue Économique*, Vol. 40, N 2, pp. 361-400.
- Dupuy, J.-P., F. Eymard-Duvernay, O. Favareau, A. Orléan, R. Salais, L. Thévenot (1989). L'économie des conventions. *Revue Economique*, Vol. 40, N 2, pp. 141-406.
- Egidi, M., S. Rizzello (2004). Cognitive Economics: foundations and historical roots. In: Egidi, M., S. Rizzello (eds.). *Cognitive Economics*. Aldershot, Elgar, pp. 1-22.
- Esposito, E. (2009). *Il future dei futures*. Pisa: Edizioni ETS.
- Fama, E. (1970). Efficient capital market: a review of theory and empirical work. *Journal of Finance*, 25(2), pp. 383-417.
- Fox, J. (2009). *The myth of the rational market: a history of risk, reward, and delusion on Wall Street*. New York: Harper Business.
- Franzini, M., M. Pianta (2016). *Disuguaglianze*. Roma: Editori Laterza.
- Gaggi, M. (2009). *La valanga. Dalla crisi Americana alla recessione globale*, Roma-Bari: Editori Laterza.
- Gigerenzer, G., P. M. Todd (1999). *Simple heuristics that make us smart*. New York: Oxford University Press.
- Goldin, C., R. Margo (1992). The Great compression: the wage structure in the United States at Mid-Century. *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 107, N 1, pp. 1-34.
- Grossman, S., E. Stiglitz (1980). On the impossibility of informationally efficient markets. *American Economic Review*, Vol. 70, N 3, pp. 393-408.
- Hamada, K. (1976). A strategic analysis of monetary interdependence. *Journal of Political Economy*, Vol. 84, N 4, pp. 677-700.
- Hume, D. (1739). *Treatise of human nature*. Reprinted from the original edition by Selby Bigge, M.A. (1896), Oxford: Clarendon Press.
- Kahneman, D., A. Tversky (1973). Subjective probability: a judgment of representativeness. *Cognitive Psychology*, Vol. 3, N 3, pp. 430-454.
- Kahneman, D., A. Tversky (1979). Prospect theory: an analysis of decision under risk. *Econometrica*, Vol. 47, N 2, pp. 263-291.
- Kahneman, D. (2013). *Pensieri lenti e veloci*. Milano: Mondadori.
- Keynes, J. M. (1921). *A treatise on probability*. London: Macmillan.
- Keynes, J. M. (1936). *The General Theory of Employment, Interest and Money*. London: Macmillan.
- Keynes, J. M. (1973). The collected writing of John Maynard Keynes, Vol. VII. In: Johnson, E., D. E. Moggridge (eds.). *The General Theory of Employment, Interest and Money*. London: Macmillan.

- Knight, F. H. (1921). *Risk, uncertainty and profit*. New York: Houghton Mifflin.
- Konczal, M., M. Stanley (2013). *An unfinished mission: making Wall Street Work for us*. New York: The Roosevelt Institute.
- Koumakhov, R. (2009). Conventions in Herbert Simon's theory of bounded rationality. *Journal of Economics Psychology*, Vol. 30, pp. 293-306.
- Krugman, P. (1996). *The spiral of inequality*. Mother Jones, November/December, <http://motherjones.com/politics/1996/11/spiral-inequality>.
- Lawson, T. (1985). Uncertainty and economic analysis. *Economic Journal*, Vol. 95, N 380, pp. 909-927.
- Lewis, D. K. (1969). *Convention: a philosophical study*. Cambridge: Harvard University Press.
- Legrenzi, P. (2003). Naive probability. In: Galavotti M.C. (ed.). *Observation and experiment in natural and social sciences*. Amsterdam: Kluwer.
- Malkiel, B. (1999). *A random walk down Wall Street*. New York: Norton.
- Miller, G. (1956). The magical number seven plus or minus two: some limits on our capacity for processing information. *Psychological Review*, Vol. 63, pp. 81-97.
- Morselli, A. (2011). *L'instabilità del capitalismo contemporaneo e i suoi effetti sul sistema economico-sociale globale*. Apricena: Malatesta Editrice.
- Morselli, A. (2017a). Expectations and rational decisions according to John Maynard Keynes's thought. *Theoretical and Practical Research in Economic Field*, Vol. 8, N 16, pp. 110-118.
- Morselli, A. (2017b). From Keynes to a theoretical-political approach to conventional economics. *Policy Studies*, Vol. 38, N 6, pp. 622-639.
- Morselli, A. (2018). From the nation-state to world society: an institutional reading of globalization. *Journal of Economic Issues*, Vol. 52, N 3, pp. 653-675.
- Muet, P. A. (1995). Ajustements macroéconomiques, stabilisation et coordination en Union monétaire 2. *Revue d'Économie Politique*, Vol. 5, N 105, pp. 739-777.
- North, D. C. (2006). *Capire il processo di cambiamento economico*. Bologna: Il Mulino.
- Onado, M. (2009). *I nodi al pettine. La crisi finanziaria e le regole non scritte*. Roma-Bari: Editori Laterza.
- Orléan, A. (1987). Anticipations et conventions en situation d'incertitude. *Cahiers D'économie Politique*, Vol. 13, N 1, pp. 153-172.
- Orléan, A. (1989). Pour une approche cognitive des conventions économiques. *Revue Économique*, Vol. 40, N 2, pp. 241-272.
- Orléan, A. (1999). *Le pouvoir de la finance*, Paris: Odile Jacob.
- Orléan, A. (2010). *Dall'euforia al panico*, Verona: Ombre Corte.
- Piel, K. (2003). *Ökonomie des nichtwissens. Aktienhype und vertrauenskrise im neum markt*. Frankfurt: Campus.
- Piketty, T. (2013). *Le capital au XXI siècle*. Paris, Seuil (trad. it. *Il capitale nel XXI secolo*. Milano: Bompiani, 2014).
- Philippon, T., A. Reshef (2009). Wages and human capital in the U.S. financial industry: 1909-2006. *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. CXXVII, 4, pp. 1551-1609.
- Quiggin, J. (2015). *Zombie economics*. Milano: Egea.

- Rallet, A. (1993). La théorie des conventions chez les économistes. *Dans Réseaux*, Vol. 6, N 62, pp. 43-61.
- Rapporto Oxfam. Oxfam International, gennaio 2018.
- Rothschild, E. (2001). *Economic sentiments. Adam Smith, Condorcet and the Enlightenment*. Cambridge: Harvard University Press (trad. it. *Sentimenti economici: Adam Smith, Condorcet e illuminismo*. Bologna: Il Mulino, 2003).
- Samuelson, P. (1965). Proof that properly discounted present values of assets fluctuate randomly. *Industrial Management Review*, Vol. 6, N 2, pp. 369-374.
- Shackle, G. L. S. (1988). *Business, time and thought*. London: MacMillan.
- Schelling, T. C. (1958). The strategy of conflict prospectus for a reorientation of game theory. *The Journal of Conflict Resolution*, Vol. 2, N 3, pp. 203-264.
- Shleifer, A. (2000). *Inefficient markets. An introduction to behavioral finance*. Oxford: Oxford University Press.
- Simon, H. A. (1955). A behavioral model of rational choice. *Quarterly Journal of Economic*, Vol. 69, N 1, pp. 99-118.
- Simon, H. A. (1976). From substantive to procedural rationality. In: *Latsis, S. J. Method and Appraisal in Economics*, Cambridge: Cambridge University Press, pp. 129-148.
- Simon, H. A. (1990). Alternative vision of rationality. In: *Moser, P. K. (ed.). Rationality in action: contemporary approaches*. New York: Cambridge University Press, pp. 189-204.
- Skidelsky, R. (1998). *Keynes*. Bologna: Il Mulino.
- Smith, A. (2006). La ricchezza delle nazioni, In: *A. and T. Baglioni (eds.). I grandi classici dell'economia*, Vol. 2, Libro Quinto. Milano& Milano Finanza Editori.
- Soros, G. (1995). *L'alchimia della finanza. La logica, le tecniche e i segreti del mercato*. Firenze: Ponte alle Grazie.
- Stigler, G. J., G. S. Becker (1977). De gustibus non est disputandum. *American Economic Review*, Vol. 67, N 2, pp. 76-90.
- Stiglitz, J. E. (2016). *Le nuove regole dell'economia*. Milano: Il Saggiatore.
- Stiglitz, J. E. (2018). *Invertire la rotta. Disuguaglianza e crescita economica*. Bari-Roma.
- Sugden, R. (1986). *The economics of right, co-operation and welfare*. Oxford: Blackwell.
- Thaler, R. H. (1994). *Quasi rational economics*. New York: Russell Sage Foundation.
- Thévenot, L. (1989). Equilibre et rationalité dans un univers complexe. *Revue Economique*, Vol. 40, N 2, pp. 147-198.
- Tversky, A., D. Kahneman (1992). Advances in Prospect Theory: cumulative representation of uncertainty. *Journal of Risk and Uncertainty*, Vol. 5, N 4, pp. 297-323.
- Viale, R. (1997). Teoria cognitiva della razionalità o del ragionamento scientifico? *Sistemi Intelligenti*, anno IX, N 2, pp. 227-258.
- von Neumann, J., O. Morgenstern (1944). *Theory of games and economic behavior*. Princeton: Princeton University Press.
- Walras, L. (1954). *Elements of pure economics*. London: George Allen and Unwin.
- Weil, D. (2015). Capital and wealth in the Twenty-first century. *American Economic Review*, Vol. 105, N 5, pp. 34-37.

The advantages of the coordination process

The analysis of the benefits of a process of economic policy coordination is rooted in time, starting with the work of Hamade (1976).

The simplest case is represented by the coordination between two countries, where it is possible to record two essential results: the non-cooperative equilibrium point (Nash equilibrium) and the cooperative equilibrium point (Pareto-optimal).

The non-cooperative equilibrium point leads to a less favourable result for both countries than the co-operative equilibrium point. Therefore, the advantage for both countries to seek a cooperative solution in the context of Pareto-optimal solutions is clear, provided that the advantages of cooperation can be shared fairly.

The application of the general theories of economic policy coordination to cases of fiscal policy has been the subject of several macroeconomic models. To name but a few, we recall those of Bensaid and Gravel (1993); Bryson (1994); and Muet (1998).

In this analysis we consider a simplified version of the Muet model (of the Mundell-Fleming type) which studies the situation of two countries in a monetary union. If we go on to examine the fiscal aspects, a choice is made between unemployment (and production) and budget balance, which allows each country to determine its own fiscal policy. The model is log-linearized on a logarithmic scale and the variables represent the deviation from a reference situation. The following definitions are used: g stands for public expenditure (fiscal policy tool); q stands for gross domestic product; s stands for budget balance; zq and z stand for the impact of supply and demand shocks on q and s .

The collective utility functions of each country U and U^* are written, as follows:

$$(1) \quad U = -\frac{1}{2}(q^2 + w^\circ s^2)$$

$$(2) \quad U^* = -\frac{1}{2}(q^{*2} + w^\circ s^{*2})$$

The reduced form of the IS-LM model in an open economy is represented by the following equations, remembering that (3) and (5) concern one country and (4) and (6) concern the other country:

$$(3) \quad q = ag + bg^* + zq$$

$$(4) \quad q^* = ag^* + bg + zq^*$$

$$(5) \quad s = cg + dg^* + z$$

$$(6) \quad s^* = cg^* + dg + z^*$$

The parameters a, b, c, d have the following sign; a is positive; b has an uncertain sign but with a value lower than a in absolute value, which means that the fiscal policy of the other country has a lower impact than the national policy; c is negative for the budget balance target; d has a partially uncertain sign, reflecting the impact of the policy on the public expenditure of the other country.

The *non-cooperative Nash equilibrium* is determined by the following equations:

$$(7) \quad \partial U / \partial g = -(a \cdot q + w^{\circ} \cdot c \cdot s) = 0$$

$$\text{from which } q = -w^{\circ} \cdot (c / as)$$

$$(8) \quad \partial U^{*} / \partial g^{*} = -(a \cdot q^{*} + w^{\circ} \cdot c \cdot s^{*}) = 0$$

$$\text{from which } q^{*} = -w^{\circ} \cdot (c / as^{*})$$

This equilibrium is insufficient since the crossed derivatives to the Nash equilibrium are non-zero. A change in the budgetary policy of one country could, therefore, improve the collective usefulness of the other since:

$$(9) \quad \partial U / \partial g^{*} = q / c \cdot (ad - bc)$$

$$(10) \quad \partial U^{*} / \partial g = q^{*} / c \cdot (ad - bc)$$

Considering the uncertainty that weighs on the sign of b , the general result on the effects of a fiscal policy can theoretically be indeterminate; however, it is acceptable that the Nash equilibrium reflects a borderline case, which does not correspond to the usual interdependence that exists between two countries in a monetary union.

The more in-depth study of the choice between unemployment and budget balance leads to reduced forms, such as:

$$(11) \quad s = cg + dg^{*} + z$$

and

$$(12) \quad s^{*} = cg^{*} + dg + z^{*}$$

An analysis of the possible solutions of choice leads to two important results: in the case of a symmetric depressive shock, which affects both supply and demand, each country has an interest in a relaunch from the other country, since this relaunch simultaneously reduces both unemployment and its budget deficit; in the case of an asymmetric depressive shock, which affects demand, the effect is depressive in both countries, since the transmission of shocks is positive.

Therefore, these results highlight the benefits of a process of coordination of fiscal policies. Moreover, the coordination of fiscal policies is only one aspect of the necessary over-coordination that must take place between monetary policy and fiscal policy, within the framework of a monetary union.

The positive effects of the coordination process can also be traced during the financial crisis that has affected the global economy since 2007 (Caballero and Krishnamurthy, 2009). Governments and central banks have succeeded in restoring confidence in the financial markets and the banking system through effective international coordination so as to avoid systemic paralysis. The crisis has highlighted a considerable capacity for coordination on the part of individual countries in rapidly adopting shared decisions to deal with the emergency. Although, in the case of Europe, and the Eurozone countries in particular, monetary and budgetary policy decisions still take a long time, as the structures of the Member States of the European Union differ widely in terms of imbalances in the balance of payments and the level of public debt.

10.01.2020

ВЛИЯНИЕ НА ПРОИЗВОДИТЕЛНОСТТА НА ТРУДА ВЪРХУ РАБОТНИТЕ ЗАПЛАТИ В ЕС

Анализирана е връзката между производителността на труда и работната заплата в ЕС като цяло, както и в сравнителен план между старите и новите държави-членки. Въпреки че теоретичните основания за подобно изследване са добре известни, някои нови емпирични проучвания пораждат необходимостта от преосмисляне на този въпрос в периода след кризата. Във връзка с това с помощта на съвременни панелни иконометрични методи е изведен нов за българската литература резултат, който показва, че съществува несиметричност на връзката между производителността на труда и работната заплата преди и след глобалната финансова и икономическа криза от 2007-2009 г. Предложено е и допълнително обяснение за установената в изследванията асиметричност между производителността на труда и работната заплата.¹

JEL: E24; J01; J30

Ключови думи: работни заплати; производителност на труда; технологичен прогрес; пазар на труда

В светлината на икономическата криза и възникващите неравновесия между трудовите пазари на страните-членки на Европейския съюз в днешно време взаимовръзката между работната заплата и производителността на труда се превръща в един от основните дебати. По данни на МОТ² между 2006 и 2015 г. съотношението между труда и капитала се е променило – растежът на производителността на труда надхвърля нарастването на реалните работни заплати (вж. ILO, 2017). През този период производителността на труда в глобален мащаб се е увеличила 2.3 пъти, докато равнището на реалните заплати се е покачило 2.1 пъти (пак там).

Преди 2006 г. работните заплати са с по-висок ръст в сравнение с реалната производителност на труда. Подобно обръщане на съотношението е факт и по време на Голямата рецесия в САЩ (1929 г.) и периода след нея (вж. Darby, Hart, 2002). Тази структурна промяна е залегнала и в основата на съвременните

* УНСС, катедра „Икономика“, lkostov@citub.net

¹ Lyuboslav Kostov. THE IMPACT OF LABOR PRODUCTIVITY ON WAGES IN THE EU. *Summary:* The relationship between labor productivity and wages in the EU as a whole, as well as in comparative terms between old and new Member States is analyzed. Although the theoretical basis for such a study well known, some recent empirical studies put forth the need to rethink this relationship in the period after the crisis. In this regard, a result that is new to the Bulgarian literature has been drawn up with the help of modern panel econometric methods, which shows that there is an asymmetry in the relationship between labor productivity and wages before and after the global financial and economic crisis of 2007-2009. In addition, a further explanation of the asymmetry between labor productivity and wages, as found in the literature, is provided. *Keywords:* wages; labor productivity; technological progress; labor market.

² Изследването на МОТ се основава на данни за всички страни-членки на организацията – общо 187 държави.

изследвания, които открояват причините за разликите между темповете на изменение на работната заплата и производителността на труда, като вниманието към този проблем все повече нараства.

През последните няколко години европейските институции все по-активно дебатира проблемите на работната сила и нейния принос в икономиката, вкл. връзката между производителността на труда и работните заплати (вж. ЕССП, 2017; ЕИСК, 2017). Във връзка с това в представеното изследване е анализирано влиянието на производителността на труда върху средната работна заплата в страните от Европейският съюз през периода 2000-2017 г. Резултатите и изводите от него биха се вписали в международния дебат по темата и биха провокирали бъдещи сравнения, тъй като този проблем има както национални (за отделните икономики), така и международни измерения.

Освен това съвременните емпирични изследвания не дават ясен отговор на въпроса дали увеличението на работната заплата съответства на ръста на производителността на труда в сегашните условия на пазарна икономика. Нещо повече, няма еднозначно обяснение дали след 2008 г. двете променливи корелират помежду си и в каква посока. Международната организация на труда (МОТ) има данни за темповете на изменение на реалната производителност на труда и работните заплати след 2006 г., но никъде в емпиричната литература от този период не е изведена категорична статистическа връзка между двете променливи. По-значими доказателства за положителна корелация между производителността на труда и работните заплати могат да се открият в емпиричната литература отпреди 2008 г. В периода след световната финансова и икономическа криза връзката между двете променливи все по-трудно се намира или ако се намира, тя е много слаба. Ето защо анализът тук е насочен към опит да се определят причините за отслабването на връзката след 2008 г.

Необходимостта от нови емпирични изследвания по този въпрос нараства, защото в съвременните условия на пазарна икономика немалка част от икономическите зависимости често са поставяни под въпрос. Представеното изследване е логично продължение на съществуващата литература и би спомогнало за провеждането на ефективна и навременна превантивна макроикономическа политика от държавите-членки на ЕС, за да не се допуска задълбочаването на дисбалансите на пазара на труда.

Предмет на изследване са проявленията и динамиката на влиянието на реалната производителност на труда върху работните заплати в ЕС-28, ЕС-15 и ЕС-13. Във връзка с това е изведена различна динамика на влиянието преди и след глобалната икономическа криза от 2007-2008 г. и е проучено променящото се следкризисно въздействие на новите технологии върху тази динамика. Основната цел е чрез панелно иконометрично изследване да се оцени ефектът на производителността на труда върху средната работна заплата в ЕС-28, ЕС-15 и ЕС-13, за да се провери дали механизмите на влияние на производителността на труда върху работната заплата, изведени и добре познати в теорията, са валидни в Европейския съюз за периода 2000-2017 г.

Основната теза е, че производителността на труда е главен фактор за проявленията на динамиката на работната заплата в ЕС през периода 2000-2017 г., като връзката между двете се променя във времето под влиянието на два основни фактора: световната икономическа и финансова криза и степента на технологичен напредък на съответната икономика.

За да проверим дали има съществени разлики в проявлението на взаимовръзките между производителността на труда и работните заплати в старите страни-членки на ЕС и новоприсъединилите се държави след 2004 г., анализът се фокусира върху целия ЕС. Времевият интервал обхваща периода от 2000 г. до 2017 г., като данните са на годишна база. За начална е избрана 2000 г., защото преди това няма достатъчно сравнима информация за провеждането на емпирично проучване за страните от ЕС. За целта на изследването са разграничени две групи държави в рамките на Съюза: *ЕС-13* (Австрия, Белгия, Великобритания, Германия, Гърция, Дания, Ирландия, Испания, Италия, Люксембург, Нидерландия, Португалия, Финландия, Франция и Швеция) и *ЕС-15* (България, Естония, Кипър, Латвия, Литва, Малта, Полша, Румъния, Словакия, Словения, Унгария, Хърватия и Чехия). Основната идея на разделението е да се провери дали страните от двете групи проявяват съществени различия по отношение на взаимовръзката производителност на труда – работна заплата.

Работната заплата и производителността на труда се тълкуват въз основа на дефинициите на Евростат, защото той е източник на основната база данни за проведеното емпирично изследване. Освен това икономистите обикновено очакват пълната компенсация на труда на работниците да нараства с тяхната производителност, но това увеличение може да бъде под формата както на заплати, така и на най-различни обезщетения и бонуси. Работодателите обикновено се интересуват от общите разходи за наемане на работник, но често пренебрегват това как техните разходи за труд се разделят в структурен план (Scott, Meghan, 2002). В този смисъл разглеждането само на данните за заплатите не би било напълно коректно от гледна точка на променящата се среда на заплащане и динамиката, с която се развиват отделните икономики. Различните източници на данни, които обхващат отделни служители и измерват различни видове компенсации, водят до разнопосочни резултати (Seamans, Raj, 2018). Това е част от ограниченията на представеното изследване – то се фокусира само върху взаимовръзката между производителността на труда и изменението на работните заплати. Тъй като обаче работната заплата представлява най-големият дял от разходите за труд на бизнеса, резултатите в изследването биха били представителни и за разходите за труд общо.

Методология на изследването

За да може връзката да се проучи коректно, са необходими данни по държави и по години за периода 2000-2017 г. в рамките на Европейския съюз. С цел да се повиши обективността на крайните резултати на базата на предва-

рително проучената теоретична и емпирична литература сме използвали най-често присъстващите в нея допълнителни независими променливи (коефициент на безработица, коефициент на заетост, ниво на технологичен напредък), които са намерили място в крайния модел. По този начин се изследват всички държави от ЕС-28 общо и отделно страните от ЕС-13 и ЕС-15. Това позволява да се направи сравнителен анализ на резултатите между новите и старите членки.

Информацията за средната работна заплата за страните от ЕС-28 е взета от базата данни на Евростат³ и е представена в два варианта – като темп на изменение спрямо предходната година и при база 2012 г. Метаданните⁴ на Евростат показват, че работните заплати при база 2012 г. са в реален размер. Затова в крайния модел се използват те, а не темповете на промяна спрямо предходната година, които са в номинален размер. Възприетият от нас подход цели постигането на по-голяма обективност на резултатите и на изводите от изследването. Освен това по този начин лесно може да се избегне добавянето на инфлацията като независима променлива в модела, защото тя вече е отчетена.

Данните за производителността на труда⁵, предоставени от Евростат, са реални и не е необходимо извършването на допълнителни процедури по дефлиране преди оценката на модела. В базата данни за ЕС-28 се добавят също и равнището на безработицата, коефициентът на заетост⁶ и разходите за НИРД като процент от БВП, които отново са взети от Евростат. Решението ни е обусловено от съществуващата досега емпирична литература, която се занимава с този проблем и откроява допълнителните променливи като важни за връзката производителност на труда – работни заплати (вж. Welfe, 1997; Blanchflower, Oswald, 1990; Bell, Nickell, Quintiti, 2002; Blanchard, Katz, 1999; Stansbury, Summers, 2018).

Изборът на разглежданите групи от държави е мотивиран от наличието на информация за определените показатели в Евростат. Основната цел е не да се търси повече от един източник на данни, а отделните показатели за всяка група да бъдат сравними, което предполага обща методика за събирането на данни. Подобен анализ би дал ценна информация, която ще е полезна в бъдеще при провеждането на конкретни икономически политики, насочени към една от изследваните групи или и към двете, за да се открият политики за реална конвергенция на равнището на заплащане в рамките на целия ЕС-28.

За целите на иконометричния анализ е конструирана допълнителна променлива, която представя произведението от реалната производителност на труда на един зает и разходите за НИРД като процент от БВП. Променливата е използвана като измерител на начина, по който реалната производителност на

³ http://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php/Wages_and_labour_costs

⁴ http://ec.europa.eu/eurostat/cache/metadata/en/lci_esms.htm

⁵ <http://ec.europa.eu/eurostat/web/products-datasets/product?code=tipsna70>

⁶ <http://ec.europa.eu/eurostat/tgm/table.do?tab=table&init=1&plugin=1&pcode=tesem010&language=n>

труда се отразява на средната работна заплата вследствие от изменението на технологичния прогрес, и по-конкретно за измерител на технологичното развитие на равнището на НИРД като процент от БВП за всяка страна. Този показател не е най-точният измерител на нивото на технологично развитие, защото стойностите му показват каква сума е отделена в сектора, а не колко нови технологии са произведени. Въпреки това поради наличието на достатъчно дълга база данни и поради липсата на подходящи алтернативни показатели тук е възприет точно такъв подход на представяне на нивото на технологичен напредък. Целта на допълнителната променлива е да провери дали и по какъв начин влиянието на реалната производителност на труда върху средната работна заплата се изменя в условията на технологичен прогрес. Освен това с нейна помощ може да се види дали основната връзка се изменя преди и след кризата в контекста на променящото се технологично развитие. Конструирането на тази променлива ще ни позволи да потвърдим или да отхвърлим основната теза на изследването. Обърнато е внимание и на равнището на безработицата и на коефициента на заетост, които емпиричната литература извежда също като важни допълнителни обяснителни променливи, влияещи върху връзката между работните заплати и производителността на труда. Индексът на потребителските цени не присъства в базата с данни, защото всички променливи са коригирани предварително с него и са представени в реален размер.

Преди конструирането на модел и провеждането на изследването е необходимо да се направи проверката за стационарност на събраните данни. Стационарността обозначава статистически редове, които не зависят от момента, в който са измерени. Ако данните не са стационарни, те са трудни за моделиране, тъй като могат да надценят реалната връзка между променливите или значимостта на коефициентите. Затова те трябва или да се приведат в стационарна форма чрез подходящи трансформации (които обаче обикновено водят до загуба на информация), или да се докаже, че са коинтегрирани (Engle, Granger, 1987).

С помощта на теста на Дики-Фулър, както и на други тестове за стационарност се проверява стационарността на редовете за събраната база данни за ЕС-28 за всяка държава поотделно. Резултатите показват, че редовете за растежа на реалната производителност на труда за всичките страни на ниво ЕС-28 са стационарни. В същото време стойностите на темповете на растеж на реалната средна работна заплата са стационарни в едва 9 държави, а в останалите 19 не са. Събраните данни за равнището на безработицата също не са стационарни в първоначалния си вид, но приведени в темп на изменение, всички наблюдения са стационарни. Подобни са наблюденията и при разходите за НИРД като процент от БВП и при заетостта – редовете са стационарни в темп на изменение, но в първоначалния си вид не са.

Въпреки че проверката за стационарност на редовете се прави основно с теста на Дики-Фулър, който използва редовете за ЕС-28, с цел допълнителна достоверност е използван и тестът Им-Песаран-Шин. Прегледът на литерату-

рата показва, че този тест има по-голяма приложимост, когато се изследват панелни времеви редове, защото е по-конкретен и работи с по-малко ограничения. Резултатите от двата използвани теста за стационарност позволяват да се прави изследване на връзката между реалната производителност на труда и средната работна заплата на основата на данни с темпове на изменение.

Направена е също и проверка за оптимален брой лагове на производителността на труда, които биха могли да се включат в модела. Подобна предварителна проверка, преди да се пристъпи към оценката на модела, е необходима, за да се разкрие връзката между двата показателя по-конкретно, тъй като има доказателства за това, че в нея са налице лагови елементи (вж. Kuczynski, 2013; Smith, 2009; Romer, 2011). Проверката за оптимален брой лагове на ниво ЕС-28 отново е извършена за всяка държава поотделно. Оптималният брой лагове, които могат да се включат при анализа на въздействието на реалната производителност на труда върху реалната средна работна заплата, е един (използвайки SBIC, AIC и HQIC критерии). Ето защо тук изследваме това влияние в текущ период и в лаг от един период назад.

Изхождайки от проведените тестове за стационарност и процедурите за оптимален брой лагове, е дефиниран модел, върху който са извършени изследванията за ЕС-28, ЕС-15 и ЕС-13:

$$(1) \Delta rAW_{it} = f_i + f_t + \beta_0 \Delta rLP_{it} + \beta_1 \Delta rLP_{it-1} + \gamma_0 \Delta(rLP * AC)_{it} + \gamma_1 \Delta(rLP * AC)_{it-1} + \sigma_0 \Delta u_{it} + \sigma_1 \Delta(u * AC)_{it} + \mu_0 \Delta e_{it} + \mu_1 \Delta(e * AC)_{it} + \Omega_1 \Delta RD_{it} + \Omega_2 \Delta(RD * AC)_{it} + \delta_1 \Delta lpRD_{it} + \delta_2 \Delta(lpRD * AC)_{it} + \Delta \varepsilon_{it}, \text{ където:}$$

ΔrAW_{it} е изменението на реалната средна работна заплата в период t и в държава i ;

f_i – фиксирани ефекти на ниво държава;

f_t – фиксирани ефекти на ниво време;

ΔrLP_{it} – изменението на реалната производителност на труда в период t и в държава i ;

$\Delta(rLP * AC)_{it}$ – изменението на реалната производителност на труда в период t и в държава i , умножено по дъми променлива, равна на 1 за периода след 2009 г. и на 0 за периода преди това;

Δu_{it} – изменението на равнището на безработицата в период t и в държава i ;

Δe_{it} – изменението на коефициента на заетост в период t и в държава i ;

$\Delta lpRD_{it}$ – изменението на съвместното влияние на производителността на труда и технологичния прогрес, представено като произведение от реалната производителност на труда и брунтните разходи за НИРД като процент от БВП в период t и в държава i ;

$\Delta lpRD * AC_{it}$ – изменението на съвместното влияние на производителността на труда и технологичния прогрес преди и след 2009 г.;

ΔRD_{it} – изменението на brutните разходи за НИРД като процент от БВП за период t и в държава i ;

$\Delta(RD * AC)_{it}$ – изменението на brutните разходи за НИРД като процент от БВП преди и след 2009 г. в период t и в държава i ;

$\Delta \varepsilon_{it}$ – стандартна грешка.

Ако коефициентът пред $\Delta(rLP * AC)_{it} > 0$, т.е., ако $\gamma_0 > 0$, то влиянието на реалната производителност на труда върху работните заплати е по-голямо в периода след 2009 г., отколкото преди това. Ако $\gamma_0 < 0$, влиянието на реалната производителност на труда върху работните заплати е по-слабо след 2009 г., отколкото преди нея. По подобен начин се интерпретират и останалите коефициенти на влияние в модела.

По същество с този модел се оценява по какъв начин динамиката на реалната средна работна заплата зависи от динамиките на реалната производителност на труда, на заетостта, на безработицата и на технологичния прогрес както на равнище ЕС-28, така и в сравнителен план между ЕС-15 и ЕС-13. Първоначално моделът е приложен в изследването за ЕС-28, като след това се правят отделни оценки на параметрите му за ЕС-15 и за ЕС-13. Сравнението на параметрите на модела между ЕС-15 и ЕС-13 позволява да бъдат изведени определени тенденции както за новите, така и за старите страни-членки на ЕС (присъединили се към Съюза съответно след и преди 1 януари 2004 г.). Освен това емпиричната литература, засягаща проблема, позволява да се раздели времеви интервал на два подпериода – преди кризата (до 2008 г. вкл.) и след нея (след 2009 г.).

Съществуват емпирични изследвания, които анализират ефекта на кризата върху производителността на труда и работните заплати в ЕС-28 (вж. Drahočouřil, Piasna, 2017; Savsek, 2018). Именно затова в представения тук модел присъства и подобна допълнителна променлива, чиято цел е да изследва влиянието на производителността на труда върху работната заплата преди кризата и след нея. Това от своя страна би помогнало да се потвърди или отхвърли предполагаемата несиметричност на връзката преди и след 2009 г.

Общите за ЕС и сравнителните оценки между ЕС-15 и ЕС-13 са направени по панелен метод на най-малките квадрати (МНМК) с включени фиксирани ефекти на ниво държава, времеви фиксирани ефекти и клъстеризация на стандартните отклонения на ниво държави.

Анализ на резултатите

В табл. 1 са представени резултатите от извършени множествени линейни регресии за съответните групи страни чрез панелен МНМК с включени фиксирани ефекти в изследването (времеви и по страни) и клъстеризация. Влиянието на производителността на труда върху реалните работни заплати навсякъде е в права посока. Коефициентите за ЕС-28 и ЕС-13 са статистически значими, докато за ЕС-15 са статистически незначими.

Таблица 1

Сравнения на връзката производителност на труда – работна заплата
в ЕС-28, ЕС-15 и ЕС-13Равнища на статистическа значимост: * $p < .10$, ** $p < .05$, *** $p < .01$

	ЕС-28 (1) $\Delta pCP3$	ЕС-28 (2) $\Delta pCP3$	ЕС-15 (3) $\Delta pCP3$	ЕС-15 (4) $\Delta pCP3$	ЕС-13 (5) $\Delta pCP3$	ЕС-13 (6) $\Delta pCP3$
ΔpPT	0.647*** (0.186)	0.571** (0.266)	0.037 (0.113)	-0.096 (0.221)	0.550** (0.194)	0.500 (0.373)
$\Delta pPT(t-1)$	0.629*** (0.178)	0.421** (0.157)	0.214 (0.272)	0.247 (0.310)	0.590*** (0.179)	0.324 (0.198)
$\Delta pPT^{\wedge}$	-0.496** (0.182)	-0.151 (0.309)	-0.074 (0.131)	0.243 (0.216)	-0.220 (0.239)	0.220 (0.311)
$\Delta pPT(t-1)^{\wedge}$	-0.539*** (0.189)	-0.306 (0.184)	-0.230 (0.291)	-0.246 (0.342)	-0.460* (0.246)	-0.189 (0.226)
$\Delta безраб$		-1.088*** (0.273)		-0.495** (0.184)		-1.039** (0.376)
$\Delta безраб.^{\wedge}$		0.146 (0.307)		0.040 (0.258)		-0.252 (0.449)
$\Delta заетост$		0.619 (0.368)		0.134 (0.315)		0.740 (0.434)
$\Delta заетост^{\wedge}$		-0.315 (0.201)		-0.059 (0.104)		-0.317 (0.226)
$\Delta НИРД$		-0.462 (1.910)		0.872 (1.671)		-0.390 (3.876)
$\Delta НИРД^{\wedge}$		3.669** (1.587)		0.469 (0.677)		2.028 (3.785)
$\Delta НИРД * pPT$		-0.098 (0.135)		0.121 (0.077)		-0.008 (0.254)
$\Delta НИРД * pPT^{\wedge}$		-0.003 (0.148)		-0.208** (0.087)		-0.166 (0.185)
N	384	350	197	180	187	170
R-sq	0.31	0.50	0.10	0.16	0.50	0.67

Легенда: $\Delta pCP3$ е изменение на реалната средна работна заплата; ΔpPT – влияние на реалната производителност на труда в текущ период върху изменението на $CP3$; $\Delta pPT(t-1)$ – влияние на реалната производителност на труда в период $t-1$ върху изменението на $CP3$; $\Delta pPT^{\wedge}$ – влияние на реалната производителност на труда върху работната заплата след 2009 г. спрямо преди 2009 г.; $\Delta pPT(t-1)^{\wedge}$ – влияние на реалната производителност на труда върху работната заплата след 2009 г. спрямо преди 2009 г. в период $t-1$; $\Delta безраб.^{\wedge}$ – влияние на равнището на безработицата върху равнището на работната заплата след 2009 г. спрямо преди 2009 г.; $\Delta заетост^{\wedge}$ – влияние на коефициента на заетост върху работната заплата след 2009 г. спрямо преди 2009 г.; $\Delta безраб$ – влияние на равнището на безработицата; $\Delta заетост$ – влияние на коефициента на заетост върху реалната средна работна заплата; $\Delta НИРД$ – влияние на разходите за НИРД като процент от БВП върху изменението на работната заплата; $\Delta НИРД^{\wedge}$ – влияние на разходите за НИРД като процент от БВП след 2009 г. спрямо преди 2009 г. върху работните заплати; $\Delta НИРД * pPT$ – влияние на произведението от разходите за НИРД като процент от БВП и реалната производителност на труда върху реалната работна заплата; $\Delta НИРД * pPT^{\wedge}$ – влияние на произведението от разходите за НИРД като процент от БВП и реалната производителност на труда върху реалната работна заплата след 2009 г. спрямо преди това; N – брой наблюдения; R-squared – обяснителна способност.

От табл. 1 може да се види, че реалната производителност на труда има по-малко влияние върху работните заплати в ЕС-15 именно заради влиянието на новите технологии, особено в периода след кризата. Следователно новите технологии отслабват връзката между производителността на труда и работните заплати. На този етап подобна тенденция се забелязва само в старите страни-членки, докато в останалите все още влиянието на производителността на труда върху работните заплати е значително въпреки отчетеното отслабване на връзката след 2009 г.

Това би могло да се дължи и на факта, че новите страни-членки не са толкова добре технологично развити, колкото старите. Освен това по-голямата част от новите членки се стремят към реална конвергенция и догонване на средноевропейските нива на заплащане, производителност на труда, икономически растеж и други макроикономически показатели. В този смисъл фактът, че Четвъртата индустриална революция навлиза във всяка икономика по различно време и с различен интензитет оказва ефект и върху различните проявления на връзката производителност на труда – работни заплати. Въпреки че ЕС е общ интеграционен проект, това е поредното доказателство, че той се движи най-малко на две скорости. Пример за това е как икономиките на отделните държави реагират спрямо един и същ процес, какъвто е „Индустрия 4.0“. Представените в табл. 1 данни потвърждават най-категорично тези изводи, защото резултатът е статистически значим ($-0,208^*$), което означава, че степента на технологично развитие отслабва влиянието на реалната производителност на труда върху динамиката на средната работна заплата в старите страни-членки (ЕС-15).

За ЕС-28 може да се каже, че е налице статистически значима връзка при изследване на влиянието на производителността на труда върху работната заплата както в текущ период, така и при едногодишен лаг. Същата тенденция се наблюдава и когато се изследва изменението на връзката преди и след кризата. Оценката за обяснителната способност на отделните модели е добра и може да се определи като благоприятна за изследване в панелна среда. Обяснителна способност от между 30 и 70% говори за висока степен на достоверност на крайните резултати по отношение на ЕС-28 и ЕС-13.

На базата на резултатите от иконометричното изследване за страните от ЕС-28, ЕС-15 и ЕС-13 могат да се направят следните по-важни изводи:

- Влиянието на производителността на труда върху работните заплати е по-силно изразено в страните от ЕС-28 и ЕС-13, отколкото в тези от ЕС-15.
- Връзката между двете променливи е в права посока, но тя е най-силно изразена в период с едногодишен лаг, което доказва лаговата същност на влиянието на производителността на труда върху работната заплата.
- Предвид високата обяснителната способност на моделите за страните от ЕС-13, може да се допусне, че голяма част от динамиката на работната заплата в новите страни-членки може да се обясни с добавените от нас допълнителни променливи.

- Безработицата и работните заплати корелират отрицателно преди 2009 г., но тази зависимост намалява след кризата при държавите от ЕС-13. Заетостта от своя страна корелира положително с работните заплати и преди, и след 2009 г. Тази положителна корелация е различна като степен на проявление за ЕС-28, ЕС-15 и ЕС-13. В ЕС-15 тя е много по-слабо изразена, докато в ЕС-28 и ЕС-13 въздействието на заетостта върху динамиката на работните заплати е доста по-голямо. Общото и в трите групи държави е, че след кризата това влияние спада.

- Съществуват други независими променливи, които обясняват в по-голяма степен динамиката на работните заплати в ЕС-15, отколкото избраните от нас. Това говори, че влиянието на производителността на труда върху работните заплати в ЕС-15 намалява с времето, особено след световната финансова и икономическа криза.

- Степента на технологично развитие е сред основните причини за отслабеното въздействие на производителността на труда върху работните заплати в ЕС-15 след кризата.

Това ни дава основания да смятаме, че различията в степента на развитие на старите и новите страни-членки отварят отново дебат за необходимостта от реална конвергенция и преодоляване на различията между отделните държави в ЕС-28.

*

На базата на проучената литература е дефиниран изследователски модел, чиято цел е да провери основната теза на изследването.

Първо, ръстът на работната заплата се проявява по различен начин в страните от ЕС-28, ЕС-15 и ЕС-13. Освен това е налице ясно изразена несиметричност на изследваната основна връзка преди и след световната финансова и икономическа криза по отношение на всяка от разглежданите държави-членки. Тази несиметричност се изразява и в отслабване на цялостното влияние на производителността на труда върху работните заплати.

Второ, като основна причина за изменението на връзката и засилването на несиметричния ѝ характер може да се посочи степента на технологичен напредък. Анализът на резултатите показва, че новите технологии изменят връзката в посока към нейното отслабване, но влиянието им е по-голямо в старите държави-членки на ЕС. Това може да се дължи на повечето инвестиции в развойна дейност, които отделят тези страни, както и на по-високата степен на икономическо развитие, в която се намират. По този начин вследствие от степента на технологично развитие влиянието на производителността на труда върху работната заплата отслабва в периода след кризата.

Трето, най-силно въздействие на производителността на труда върху работните заплати и в старите, и в новите страни-членки се наблюдава в период с едногодишен лаг. В същото време голяма част от динамиката на работната заплата в ЕС-28 и ЕС-13 може да се обясни с динамиката на четири промен-

ливи: производителност на труда, равнище на безработица, коефициент на заетост и инвестиции в НИРД. Заедно с това обаче с тях може да се обясни незначителна част от динамиката на работната заплата в ЕС-15, което означава, че резултатите за ЕС-28 са по-близки като стойности до тези на ЕС-13, отколкото на ЕС-15.

Четвърто, и преди, и след кризата безработицата корелира отрицателно с работните заплати, но тази отрицателна корелация намалява значително след кризата. Това свидетелства за началото на процес, при който двете величини не отговарят на класическите допускания за тяхната връзка (т.нар. *jobless recovery*). Същевременно положителната корелация на заетостта с работната заплата и преди, и след кризата се запазва и в трите групи държави.

Навлизането на света в Четвъртата индустриална революция поражда необходимостта от преквалификация на работната сила и от непрекъснато усъвършенстване на уменията и знанията. Във връзка с това има вероятност технологичните нововъведения да изкривят класическите теоретични разбирания за взаимовръзката на производителността на труда и работните заплати. Голяма част от изследванията показват, че работната заплата не се влияе от производителността на труда, а от други фактори. В същото време общата производителност нараства, което поставя работната сила в сложна ситуация – необходима е непрекъсната преквалификация, за да остане конкурентоспособна на пазара на труда.

На базата на резултатите и изводите в изследването, могат да бъдат направени конкретни препоръки към икономическата политика:

1. Предвид нарастващите несъответствия между практиката и класическите допускания за взаимодействието на отделни икономически индикатори, *е необходимо преосмисляне на ролята на производителността на труда като ключов фактор за измерване и определяне на работната заплата. Тази препоръка се базира само върху резултатите за страните от ЕС-15.* Основният мотив за покачване или замразяване на работните заплати в частния сектор през годините винаги е бил наличието или липсата на достатъчна производителност, генерирана от фактора „труд“. Следователно при формирането на работната заплата в ЕС-15 трябва да се вземат предвид и други фактори като степента на технологичен напредък.

2. От резултатите в изследването се вижда, че различията между отделните групи страни в ЕС остават все още големи, особено по отношение на старите и новите членки (ЕС-15 и ЕС-13). Това означава, че сегашната политика на ЕК по реално сближаване и постигане на пълна интеграция е недостатъчна и може да се определи дори като консервативна. *Създаването на Европейски стълб за социални права през 2017 г. е добра стъпка. По-бързото му интегриране в процеса на Европейския семестър би допринесло за намаляването на различията между отделните държави-членки на Съюза, отнасящи се основно до доходите, богатствата, конкурентоспособността и неравенствата.*

3. В контекста на общото развитие на ЕС като интеграционна общност резултатите за отслабването на връзката производителност на труда – работна заплата, дължащо се на степента на технологичен напредък, са притеснителни. Причината е, че подобен процес се наблюдава само в страните от ЕС-15, където инвестициите в НИРД са много повече. Това е предпоставка за засилване на различията между старите и новите членки на ЕС в условията на дигитално и технологично неравенство. *Основната препоръка тук е да се пристъпи към изготвянето на стратегии за преход към „Индустрия 4.0“ на всяка държава от ЕС съобразно спецификите на икономиката ѝ.* Подобни стратегии има във всички страни от ЕС-15, но не и във всички от ЕС-13.

Засилващата се конкуренция на международно ниво и технологичните промени могат да доведат до момент, в който работната заплата да не бъде основен резултат от производителността на труда, а по-скоро да се дължи повече на други странични фактори. Във връзка с това възниква въпросът за влиянието и на ненаблюдаемите променливи в отделните периоди, чието включване значително повишава обяснителната способност в моделите. Бъдещи изследвания за България и за ЕС върху разглеждания проблем могат да се насочат именно в тази област – разкриване на това кои допълнителни фактори влияят върху работната заплата освен производителността на труда.

Използвана литература:

ЕИСК (2017). *ЕКО/410: Неравенствата в богатствата в Европа.*

Bell, B., S. Nickell, G. Quintiti (2002). Wage equations, wage curves and all that. *Labour Economics, Elsevier, Vol. 9(3)*, pp. 341-360.

Blanchard, O., L. Katz (1999). Wage Dynamics: Reconciling theory and Evidence. *American Economic Review, Vol. 89*, pp. 69-74

Blanchflower, D., J. Oswald (1990). Estimating a wage curve for Britain: 1973-1990. *Economic Journal, 104*, pp. 1025-1043.

Darby, J., R. Hart (2002). *Wages, productivity, and work intensity in the Great Depression.* University of Glasgow.

Drahokoupil, J., A. Piasna (2017). *What drives wage gaps in Europe.* Brussels. ETUI Working Paper 2017.04.

ILO (2017). *Inception Report for the Global Commission on the Future of Work.* Geneva.

Korinek, A., J. Stiglitz (2018). *Artificial Intelligence and its Implications for Income Distribution and Unemployment.* NBER working paper series, Working Paper 24174.

Kuczynski, M. (2013). *Unemployment rate is a lagging indicator.* Pembroke College, United Kingdom.

Rangelova, R. (2013). Empirical analysis of the interconnection between structural changes and labour productivity. *Economic Studies Journal, Vol. 22, Issue 1*, pp. 3-40.

Engle, R., W. Granger (1987). *Econometrica, Vol. 55, N 2*, pp. 251-276.

Romer, D. (2011). *Unemployment. Advanced Macroeconomics, Fourth edition*. New York: McGraw-Hill.

Savsek, S. (2018). *What are the Main Obstacles to Hiring after Recessions in Europe?* ECB Working Paper N 2153. European Union/European Investment Bank.

Scott, M., M. Meghan (2002). Do Employers Pay Efficiency Wage? – Evidence from Japan. *Journal of Labor Research*, Vol. 23, pp. 279-292.

Seamans, R., M. Raj (2018). *AI, Labor, Productivity and the Need for Firm Level Data*. NBER working paper series, Working Paper 24239.

Smith, C. (2009). *Economic Indicators, Encyclopedia of business in Today's World*. California, USA: SAGE Publications Inc.

Solow, R. (1979). Another Possible Source of Wage Stickiness. *Journal of Macroeconomics*, Vol. 1, Issue 1, pp.79-82.

Staneva, A. (2007). Econometric analysis of Labour Market in Bulgaria – 1991-2006. *Economic Studies Journal* (3), pp. 144-172.

Stansbury, A., L. Summers (2018). *Productivity and Pay: Is the Link Broken*. NBER working paper series, Working Paper 24165

Stirati, A. (1994). *The Theory of Wages in Classical Economics: A Study of Adam Smith, David Ricardo and Their Contemporaries*. Edward Elgar Publishing.

Welfe, A. (1997). Determinanty wzrostu płac. *Ekonomista*, Vol. 4, pp. 4-6.

World Bank. (2016). *World Development Report 2016: Digital dividends*. Washington DC.

Интернет източници:

Европейска комисия (2017). Европейски стълб за социални права (ЕССП), https://ec.europa.eu/commission/priorities/deeper-and-fairer-economic-and-monetary-union/european-pillar-social-rights_bg

Евростат (2018). *Коефициент на заетост*. Онлайн ресурс, http://ec.europa.eu/eurostat/search?p_auth=Jo98bX2c&p_p_id=estatsearchportlet_WAR_e-statsearchportlet&p_p_lifecycle=1&p_p_state=maximized&p_p_mode=view&_estatsearchportlet_WAR_e-statsearchportlet_action=search&text=Employment+rate+by+sex

ILOSTAT. *Labor Productivity description*, http://www.ilo.org/ilostatfiles/Documents/description_PRODY_EN.pdf

http://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php/Wages_andlabour_costs

http://ec.europa.eu/eurostat/cache/metadata/en/lci_esms.htm

<http://ec.europa.eu/eurostat/web/products-datasets/product?code=tipsna70>

<http://ec.europa.eu/eurostat/tgm/table.do?tab=table&init=1&plugin=1&pcode=tesem010&language=n>

22.01.2020 г.

ОБЩЕСТВЕНИТЕ ПОРЪЧКИ – СТРАТЕГИЧЕСКО СРЕДСТВО ЗА НАСЪРЧАВАНЕ НА НАУЧНОИЗСЛЕДОВАТЕЛСКА И РАЗВОЙНА ДЕЙНОСТ И ИНОВАЦИИ

Разгледан е въпросът как се разходват публичните средства при възлагането на обществените поръчки в България през последните години. С приемането на изцяло нов Закон за обществените поръчки в сила от 15.04.2016 г. българският законодател въвежда и в националното законодателство добре познатата в други държави-членки на ЕС процедура – „партньорство за иновации“. Изяснена е основната функция на тази процедура – да създаде реални предпоставки за изграждане на дългосрочно партньорство между бюджетните учреждения и частния бизнес, като в основата на това партньорство да е разработването и закупуването на изцяло новаторски продукт, а финансирането да става изцяло с публични средства. По този начин държавата се превръща в инвеститор на научни изследвания и иновации, които след това да послужат, от една страна, за задоволяване на потребностите на конкретния възложител, а от друга – за подобряване на живота на обществото. Във връзка с това са очертани стъпките за провеждане на процедурата „партньорство за иновации“, нейните характеристики и приложение на практика.¹

JEL: K000; K200

Ключови думи: обществени поръчки; научни изследвания; иновации; национален бюджет; европейски фондове.

Широко разпространени технологии като интернет, гласово разпознаване, сензорни екрани, GPS и др. са разработени в резултат от правителствено финансирани проекти. В стратегия „Европа 2020“ именно научните изследвания и иновациите – не само от технологично, но и от социално естество, се разглеждат като един от основните двигатели на бъдещия интелигентен, устойчив и приобщаващ

* Докторант в Юридическия факултет на СУ „Св. Климент Охридски“, irena.georgieva88@gmail.com

¹ Irena Georgieva. PUBLIC PROCUREMENT – STRATEGIC MEANS FOR ENCOURAGING SCIENTIFIC RESEARCH, DEVELOPMENT AND INNOVATION. *Summary:* The issue of how public funds are being spent on public procurement in Bulgaria in recent years is considered. With the adoption of an entirely new Public Procurement Act, enforced on 15 April 2016, the Bulgarian legislature also introduced the so-called 'Innovation Partnership' procedure, which is well-established in other EU Member States. The main function of this procedure is clarified – to create real preconditions for building a long-term partnership between budgetary institutions and private business, based on the development and purchase of completely innovative products where the financing should be done entirely through public funds. In this way, the state becomes an investor in research and innovation, which can then serve, on the one hand, to meet the needs of the particular contracting authority, and, on the other hand, to improve people's lives. In this context, the steps for the implementation of the 'Innovation Partnership' procedure, its characteristics and its practical application are outlined. *Keywords:* public procurement; scientific research; innovations; national budget; EU funds.

растеж. Ето защо публичните органи трябва да използват обществените поръчки по най-добрия стратегически начин, за да насърчат иновациите. Закупуването на новаторски продукти, строителство и услуги играе ключова роля за повишаване на ефективността и качеството на обществените услуги, като същевременно спомага за справянето със сериозни обществени предизвикателства. То допринася за постигането на доброто съотношение между полученото качество и вложените публични средства, както и на по-широки икономически, екологични и обществени ползи, свързани с появата на нови идеи, тяхното превръщане в новаторски продукти и услуги и оттам — насърчаването на устойчив икономически растеж. Новият законодателен пакет в областта на обществените поръчки цели да насърчи закупуването на новаторски продукти, строителство и услуги от публичните органи, като наред с по-широките икономически, екологични и обществени ползи допринесе за по-доброто съотношение между полученото качество и вложените публични средства.²

Една от основните цели на действащите европейски директиви в областта на обществените поръчки е да се създаде работещ нормативен инструментариум, който да бъде в помощ на възложителите, чиято нужда от нов продукт, услуга или строителство не може да бъде задоволена от наличните на пазара решения, нито от последващо закупуване на резултата от разработени нови продукти, услуги или строителство. В такава ситуация най-често изпадат бюджетни организации, чиято основна дейност са науката и образованието, тъй като тяхната работа е свързана именно със създаването на нововъведения, приложими във всички сфери на обществения живот. Идеята на вече нормативно установената процедура „партньорство за иновации“ е да създаде реални предпоставки за възложителите и икономическите оператори да установят дългосрочно партньорство, като съчетава в рамките на една и съща законова процедура, от една страна, разработването на новаторски продукт, услуга или строителство а от друга – неговото последващо закупуване.

За първи път българското законодателство въвежда процедурата по партньорство за иновации със сега действащия Закон за обществените поръчки – ЗОП (Обн. ДВ, бр. 13 от 16.02.2016 г., в сила от 15.04.2016 г.). Целта е да се обезпечат по адекватен начин нуждите на възложителите в области, в които се налага например използването на новаторски подходи или на нетрадиционни и недостъпни технологии. Тази процедура е предназначена да позволи на възложителите да установят *дългосрочно* партньорство за разработване и последващо закупуване на нов, новаторски продукт, услуга или строителство.

Обща характеристика на процедурата „партньорство за иновации“

Спрямо начина си на уреждане „партньорство за иновации“ е „европейска“³ процедура, т.е. уредена е в директива. Тя се прилага както от публичните (чл. 5,

² Вж. Съображение (47) от Директива 2014/24/ЕС.

³ Според начина им на уреждане процедурите за възлагане на обществените поръчки условно се делят на „национални“ и „европейски“. Национални са две процедури – публично състезание и пряко

ал. 2 ЗОП), така и от секторните (чл. 5, ал. 3 ЗОП) възложители. Може да се приеме, че това е двуетапна процедура, тъй като при нея възложителят провежда преговори с допуснатите кандидати след предварителен подбор с цел да установи партньорство с един или повече партньори, които да извършват определена научноизследователска и развойна дейност – НИРД (чл. 18, ал. 6 ЗОП)⁴.

Легалното определение в §2, т. 18 от Допълнителните разпоредби (ДР) на ЗОП определя за иновация прилагането на нов или значително подобрен продукт, услуга или процес, включително, но не само, производствени или строителни процеси, на нов маркетингов подход или на нов метод на организация на стопанските дейности, работното място или външните отношения.

Законодателят е предприел интересен подход да насърчава научноизследователска и развойна дейност. ЗОП не се прилага по отношение на услуги за НИРД, когато ползите не възникват изцяло за възложителя за извършване на неговата дейност, както и когато представената услуга не се заплаща изцяло от него. Какво на практика означава това? Законодателното решение действително насърчава НИРД, но до производството на прототипи или ограничен обем от първоначална продукция. Именно с цел обединение на етапите на НИРД и търговската реализация на резултатите от нея са разписани правилата на новата процедура „партньорство за иновации“.

Задължително условие в този процес е новаторските продукти, услуги или строителство да бъдат доставени при договорените нива на изпълнение и разходи, без да се налага провеждането на отделна процедура за възлагане на поръчка за закупуването им. Партньорството за иновации се основава на процедурните правила, приложими за процедурите на договаряне, като най-подходящият критерий за сравняване на оферти за новаторски решения е най-доброто (оптималното) съотношение качество/цена. Независимо от мащабите на проекта партньорството за иновации би трябвало да се структурира по начин, който да насърчи разработването на новаторско решение, без да се ограничава пазарът. Ето защо на възложителите се забранява да пристъпват към партньорствата за иновации с намерение да препятстват, ограничават или нарушават конкуренцията. В определени случаи подобен резултат би могъл да бъде избегнат чрез създаването на партньорства за иновации с няколко партньори.

Условия за избор на процедурата. Кой може да участва

Процедурата е уредена с чл. 78 ЗОП. С решение по чл. 22, ал. 1, т. 1 ЗОП се одобрява обявлението за оповестяване на откриването на процедурата и документацията за участие. В документацията за обществената поръчка възложителят

договаряне. Процедурите, които произтичат от директивите, са въведени в Закона със съответстващите им наименования, независимо че по същество става въпрос за едни и същи процедури.

⁴ Научноизследователска и развойна дейност са всички дейности, които обхващат фундаментални научни изследвания, приложни научни изследвания и експериментална развойна дейност, като последната може да включва създаване на прототипи, например устройства за демонстриране на постиженията на нова концепция или нова технология в съответна или представителна среда (§ 2, т. 24 от ДР на ЗОП).

е длъжен да мотивира необходимостта от получаване на новаторска стока, услуга или строителство, както и невъзможността тя да бъде удовлетворена чрез наличните на пазара предложения. Възложителят описва и своите потребности, като посочва кои елементи от описанието са минимални изисквания, на които трябва да отговарят всички оферти. От изключително значение е и нормативно установеното задължение на възложителя предоставената информация да бъде достатъчно ясна, за да могат заинтересуваните лица да определят характера и обхвата на търсеното решение и да преценят дали да участват в процедурата. Още в документацията за участие възложителят определя и правилата, приложими към правата върху интелектуалната собственост.

Прогнозната стойност на обществената поръчка се определя, като се взема предвид максималната прогнозна стойност без ДДС на научноизследователските и развойните дейности, които ще се извършват на всички етапи от предвиденото партньорство, както и на доставките, услугите или строителството, които ще се разработват и доставят в края на предвиденото партньорство (чл. 21, ал. 13 ЗОП). Очакваната стойност на придобиваните доставки, услуги или строителство трябва да е съразмерна на инвестицията, необходима за тяхното разработване.

Всяко лице⁵ по смисъла на чл. 10, ал. 1 ЗОП може да подаде заявление за участие в партньорство за иновации, в което трябва да представи исканата от възложителя информация относно липсата на основания за отстраняване и съответствието му с критериите за подбор. За възложителите е налице императивна забрана да изискват обединенията да имат определена правна форма, за да участват при възлагането на поръчка, но могат да поставят условие за създаване на юридическо лице, когато участникът, определен за изпълнител, е обединение на физически и/или юридически лица, ако това е нужно за изпълнение на поръчката. Необходимостта от създаване на юридическо лице се обосновава изрично в решението за откриване на процедурата. Все пак за възложителя е предвидена възможност да поставя условия, които се отнасят до обединения и се различават от условията за индивидуалните участници или кандидати само когато са обективно обосновани.

Новият ЗОП въвежда легална дефиниция за „стопански субект“ в §2, т. 50 от ДР. Стопанските субекти, които участват в процеса на възлагане и/или изпълнение на договори за обществени поръчки, са кандидатите (§2, т. 19 от ДР), участниците (§2, т. 59 от ДР) и изпълнителите.

Минимални срокове

Минималният срок за получаване на заявление за участие в процедурата „партньорство за иновации“ е 30 дни от датата на изпращане на обявлението за обществената поръчка за публикуване. ЗОП предвижда възможност (чл. 137, ал. 4) при възникване на обстоятелства, които изискват спешно възлагане на поръчка, поради което е невъзможно спазването на срока, секторните възложители да опре-

⁵ Вж. чл. 10, ал. 1 ЗОП: Всяко българско или чуждестранно физическо или юридическо лице или техни обединения, както и всяко друго образувание, което има право да изпълнява строителство, доставки или услуги съгласно законодателството на държавата, в която то е установено.

делят срок за получаване на заявления за участие, който не може да бъде по-кратък от 15 дни.

Специфики при преценяване на техническите и професионални способности на кандидатите

Процедурата партньорство за иновации може да протече на няколко етапа.

При предварителния подбор съгласно чл. 78, ал. 5 ЗОП възложителят преценява техническите и професионалните способности на кандидатите в областта на НИРД и разработването и внедряването на новаторски решения. Следователно още при откриването на обществената поръчка трябва да бъдат ясни изискванията по отношение на критериите за подбор и те трябва да бъдат свързани с изследователския капацитет на кандидатите. Това изискване се регламентира предвид установяването на дългосрочно партньорство и необходимостта от траен ангажимент на участващия/щите партньор/и, който/които трябва да има/т готовност за предложение за новаторски продукт, за разработване на неговия прототип в рамките на процедурата и в случай на одобрение от възложителя – за реализиране на пилотни серии и закупуване на новаторския продукт от възложителя.

Не са предвидени специални правила за работа на Комисията по проверка на съответствието на кандидатите с критериите за подбор и изискванията за личното им състояние, поради което са приложими общите правила, предвидени в чл. 53-54 ППЗОП, засягащи работата ѝ.

Този етап от процедурата приключва с влязло в сила решение, с което възложителят обявява кандидатите, които ще бъдат поканени да участват в преговорите. С това решение се посочват и отстранените кандидати, като с него се одобрява и поканата за представяне на оферти. Последната трябва да бъде изпратена на посочените в решението кандидати в срок от 3 дни съгласно чл. 55, ал. 2 ППЗОП.

Възможност за поетапно провеждане на преговори и намаляване на броя на офертите

С диспозитивната разпоредба на чл. 78, ал. 7 ЗОП за възложителя е въведена възможност да предвиди поетапно провеждане на преговорите, за да намали броя на офертите, като приложи критерия за възлагане и показателите за оценка, посочени в обявлението. Тази възможност обаче е твърде неясно разписана и при нейното приложение както възложителите, така и потенциалните кандидати или участници ще се сблъскат със сериозни затруднения. Все пак законодателят е предвидил няколко ограничения при прилагането на разпоредбата. На първо място, ако възложителят възнамерява да използва тази възможност, то той е длъжен да посочи това още в обявлението на обществената поръчка. Идеята на законодателя е, че всяко заинтересувано лице трябва да е наясно към кой момент и на какво основание може да бъде отстранено от участие в процедурата. На следващо място с разпоредбата на чл. 105, ал. 3 ЗОП е регламентиран минимален брой кандидати, които възложителите могат да поканят да представят оферти – трима. При секторните възложители няма ограничение за броя на кандидатите, поканени да представят

оферти, след като възложителят е приложил обективни и недискриминационни правила и критерии за тяхното намаляване (.вж. чл. 144, ал. 5 ЗОП). Съществува обаче изискването броят им да е достатъчен, за да се гарантира реална конкуренция. Не е нормативно регламентирано какво разбира законодателят под „достатъчен“, но би трябвало да бъдат поканени поне двама кандидати.

Критерий за оценка

След влизането в сила на решението, с което се обявяват одобрените кандидати, се преминава към следващ етап от процедурата – преговорите. Преговорите засягат както първоначалните, така и последващите оферти. Няма нормативно установено ограничение относно това колко броя последващи оферти могат да представят участниците.

Особеност на тази процедура е, че на последващия етап от провеждането ѝ възложителят може да внася промени в техническите спецификации или в друг документ от документацията за обществена поръчка, различен от този, в който се определят минималните изисквания, т.е. налице е императивна забрана на такъв етап от процедурата да бъдат променяни минималните изисквания. След внасянето на промените възложителят информира писмено всички участници, чиито оферти не са отстранени, и им предоставя достатъчно време, за да променят и да представят отново изменените оферти.

Важно е да се има предвид, че описаните правила важат по отношение както на първоначалните, така и на последващите оферти, но не са приложими към окончателните оферти, които трябва да се представят на възложителя. В чл. 78, ал. 8 ЗОП е предвидено изрично, че по отношение на окончателните оферти не се провеждат преговори за подобряване на тяхното съдържание.

При възлагане на обществена поръчка чрез партньорство за иновации възложителят оценява офертите само по критерия „оптимално съотношение качество/цена“. Минималните изисквания и показателите за оценка не подлежат на преговори и не могат да се променят. Прави впечатление, че тук законодателят е изключил възможността да се прилага изключително спорният в практиката критерий „най-ниска цена“.

При провеждането на преговорите възложителят е длъжен да гарантира равнопоставеност на участниците, като не предоставя информация по начин, който може да даде предимство на някои участници за сметка на други (чл. 78, ал. 11 ЗОП). Той няма право да предоставя предложенията или друга конфиденциална информация, получена от участник в преговорите, на другите участници без изрично негово съгласие за всеки конкретен случай.

След приключване на работата на Комисията по оценяване на офертите тя изготвя доклад по реда на чл. 60 ППЗОП, а приемането на работата ѝ и приключването на процедурата става по общия ред, регламентиран с чл. 106 и 108-110 ЗОП.

Договор за партньорство

В чл. 69 ППЗОП е регламентирано задължителното минимално съдържание на договора за обществена поръчка. Необходимо е да се отбележи, че извън посочената в цитираната разпоредба информация, като част от задължителното

съдържание на договора следва да се разглежда и информацията, която трябва да е включена в него въз основа на други норми от ЗОП и ППЗОП. По отношение на съдържанието на договора за партньорство за иновации са предвидени някои специфични правила. Както е посочено в чл. 78 ЗОП, този договор цели разработване на новаторски продукт, услуга или строителство и последващото придобиване на получените в резултат от това доставки, услуги или строителство, при условие че те съответстват на нивата на изпълнение и на максималните разходи, договорени между възложителя и участника/участниците. Във връзка с това в договора за партньорство трябва да се уреди изпълнението на поръчката на последователни етапи съобразно стъпките в процеса на научни изследвания и иновации, които могат да включват производството на продуктите, предоставянето на услугите или извършването на строителството. Възложителят трябва да гарантира, че различните етапи на партньорството отразяват степента на новаторство на предложеното решение и последователността на научноизследователските и иновационните дейности, необходими за разработването на новаторското решение.

В договора за партньорство се определят и междинните цели, които трябва да се постигнат, както и вноските за заплащане на съответно възнаграждение. Освен това, ако възложителят реши да използва възможността да приключи партньорството за иновации след всеки етап, а при партньорство за иновации с няколко партньори – да намали техния брой, чрез прекратяване на отделните договори, условията, при които това ще бъде осъществено, също би трябвало да са уредени в документацията за обществената поръчка, както и в съответните договори. Възложителят няма право да разкрива на другите партньори предложените решения или друга конфиденциална информация, предоставена от даден партньор в рамките на партньорството, без изрично негово съгласие за всеки конкретен случай.

По отношение на договора за партньорство важат общите правила, регламентиращи срока на действие на договорите за възлагане на обществените поръчки. В ЗОП е предвидена изрична забрана за сключване на безсрочни договори за обществени поръчки или на такива, чийто срок автоматично се продължава (чл. 113, ал. 4, изр. второ от Закона). Това е обосновано с оглед спецификата на обществените поръчки и с цел предотвратяване на възможността за заобикаляне на конкурентното начало и създаване на условия за неравнопоставеност. Наред с това с чл. 113, ал. 1 ЗОП е въведена забрана срокът на договорите за обществени поръчки с периодично или продължително изпълнение да надвишава пет години. Подобно ограничение би създавало сериозни затруднения по отношение на постигане на целите на договора за партньорство, поради което е предвидено, че по изключение може да бъде сключен договор за по-дълъг срок, ако това се налага поради естеството на предмета на поръчката, необходимостта от възвръщаемост на инвестицията или поради техническа причина. В този случай възложителят мотивира необходимостта от по-дълъг срок на договора в решението за откриване на процедурата за възлагане на обществената поръчка (ал. 2 на същия член). Изключително опасно би било възложителят да пропусне да мотивира с решението необходимостта от по-дълъг срок, тъй като договор, сключен за по-дълъг срок в нарушение на посочените изисквания, се смята за сключен за една година (чл. 113, ал. 4, изр. второ ЗОП).

Стратегическата рамка на държавната политика в областта на обществените поръчки за период от шест години е очертана в приетата през 2014 г. Национална стратегия за развитие на сектора обществени поръчки в България за периода 2014-2020 г. Документът е разработен в отговор на препоръките на Европейския съвет и на Европейската комисия, свързани с Националната програма за реформи за 2013 г., както и на Мониторинговия доклад за напредъка по Механизма за сътрудничество и проверка. Същевременно той е насочен и към реализиране на националните цели, определени в съответствие със Стратегията „Европа 2020“ за интелигентен и устойчив икономически растеж.

Въпреки предприетите мерки за съжаление досега в България все още няма проведена процедура „партньорство за иновации“. Този факт не е никак изненадващ. В доклад на Европейската комисия за иновационния напредък на държавите-членки за 2017 г. България е на последните места в класацията Innovation Union Scoreboard 2017⁶. Този документ категоризира страните според обективни критерии, характеризирайки ги като „плахи иноватори“ – най-ниското ниво в класацията. На първо място са Швейцария, Швеция, Дания и Финландия – държави с развити икономики, световни лидери в нововъведенията и технологиите.

Би могло да се заключи, че възложителите в България все още са твърде плахи по отношение на провеждането на нововъведените процедури, въпреки че сред голяма част от тях се среща схващането и усещането за неудовлетвореност на интересите им при спазването на общоприложимите правила за възлагане на обществените поръчки. Този проблем е изключително осезаем в научните среди, където парите за наука са недостатъчни. Трябва да се има предвид, че в основата на реализирането на договор за партньорство стоят взаимовръзката между отделните участници, знанието и опитът, с които разполага всеки от тях, за да се постигне успешен резултат посредством алтернативен метод, който да послужи като „ноу-хау“ за широк кръг от заинтересувани страни. Поради това сътрудничеството е основна предпоставка за постигането на производителност и устойчивост, на „повече с по-малко“ – възможност, която не бива да бъде пропиявана поради липсата на опит в тази насока.

30.01.2020 г.

⁶ http://ec.europa.eu/growth/industry/innovation/facts-figures/scoreboards_bg