

## Рискове на антикризисната парична политика

Елизар Станев

*The following paper focuses on discerning some of the potential risks that national and macroprudential counter-crisis monetary measures employed around the world may, involuntarily, introduce into the real economy. It also deals with the challenges that may arise from said risks, and aims to propose solutions for deflecting possible future consequences of anti-crisis driven monetary policies.*

**Key words:** *monetary policy, counter-crisis policy, prudential measures*

### ВЪВЕДЕНИЕ

Глобалната финансова криза, започнала през 2007г., изненада голяма част от икономическите агенти със своя обхват и сила. Причините за възникването ѝ се търсят в няколко основни направления: "макроикономическите дисбаланси на глобално ниво, регулаторните практики и провали, поведението на икономическите агенти и банките" [1]. Предпоставките, идващи от регулаторните практики, според д-р Петър Чобанов, идват от политиката на FED за задържане на ниски лихвени проценти през 2002-2004г. (реакция за преодоляване на пораженията от балона на инвестициите в интернет-базираните компании), както и от щатската законодателна система, позволяваща на малки компании и победни домакинства да заемат ипотечни кредити за закупуването на жилища /активи/ при условие, че могат да докажат подходяща платежоспособност, без значение обезпечеността или оборотът им. Намалението на лихвените проценти през 2003г. достига от 6.5% до 1%, задържайки се до средата на 2004г. [2].

Друга причина може да се търси в самата специфика на секюритизацията на ипотечните кредити в "пакети". Чрез компилирането на множество ипотечни кредити в един общ "пакет", полу-държавните американски институции, заети в регулирането на пазара за ипотечни кредити, получават реалната възможност да предложат на инвеститорите нов вид ценна книга - финансов инструмент за инвестиции, зад който стоят ипотечните кредити на американските граждани. Така наречените mortgage-backed securities (MBS) поставят своеобразен капан на „балона“ за американската икономика. Въпреки, че секюритизацията на ипотеки е пазар, създаден през 70-те години на миналия век, поколението на т.нар. „бейби бумъри“ в САЩ съставляват основната част от потенциалните потребители на ипотеки, което само по себе си обуславя повишеното търсене на кредитно-ипотечните пазари, като те се явяват и основните „ползватели“ на разглежданите инструменти. Повишеното търсене, съчетано с ниските изисквания за получаване на ипотечен кредит, залагат елемент на слабост в щатските финансови пазари, което при упражнен ликвиден натиск допълнително утежнява икономическия бекграунд. Заложените дефекти не позволяват на регулаторния апарат, в лицето на правителството на САЩ и Федералния резерв, да овладеят настъпването на Глобалната финансова криза навреме, с което светът става свидетел на най-големия финансов катаклизъм от времето на Великата депресия насам.

### Антикризисни парични мерки и рисковете, произтичащи от тях

На локално ниво, FED впряга огромен капацитет и инструментариум за превенция на дългосрочни последици от разразилата се криза. Мерките са насочени към увеличаване на ликвидността, задържане на по-големи буферни резерви в банковата система срещу евентуална паника, стратегии за избягване на ликвиден капан, изкупуване на активи (включително „токсични“ активи). Стандартният подход

при настъпването на кризисен период диктува нуждата от редуциране на лихвените проценти чрез операции на свободните пазари от страна на ЦБ, като потенциално се цели включването на инфлационни механизми, които да контрират очакваната дефлация; и възстановяване на доверието в лицето на потенциална кредитна експанзия, която да раздвижи инвестиционното поведение. Въпреки взетите мерки за редуциране на дългосрочните лихвени проценти чрез минимализиране на FFR (Federal Funds Rate) в края на 2008г., междубанковият пазар също не успява да се справи с липсата на ликвидност дори посредством ново интегрираните, улеснени условия. Може да се твърди, че американският паричен сектор изпада в „ликвиден капан“, отчасти и поради очакванията на спестителите за дефлационни процеси, с което резултиращото „въздържане“ от вложения допринася към финансовия колапс. Нарушени са основните краткосрочни инструменти за регулиране на паричната политика, а с това се ражда и нуждата от неконвенционални решения за достигане на необходимата ликвидност на сектора. FED предприема мерки чрез т.нар. Quantitative easing (QE), или политика на количествени улеснения, която се осъществява в 3 поредни транша. Масираната акция стартира през м.март, 2009г., с изкупуването на 300 млрд. долара в държавни облигации, покриване на 175 млрд. долара дългове на държавно-финансираните Fannie Mae и Freddie Mac, и извършването на large-scale assets purchase на MBS в размер на 1,25 трлн. долара. Първият етап приключва през месец октомври, 2009г, а вторият е определен за ноември, 2010г. В опит да контрира дефлационните настроения, FED изкупува дългосрочни държавни облигации на стойност 600 млрд. долара до средата на 2011г. Третият етап включва месечни интервенции до 40 млрд. долара чрез изкупуването на MBS и поддръжка на ниски нива на дългосрочните лихвени проценти.

В Евроразоната се наблюдава подобен процес на „наливане“ на ликвидност с цел избягване на потенциална кредитна стагнация, но спецификата на инструментариума, използван от ЕЦБ, обуславя и по-директния подход към търговските банки (дори малките и средни банкови институции). Чрез дългосрочни операции за рефинансиране на задълженията (Long-term Refinancing Operations; LTRO), ЕЦБ предоставя възможност за търговските банки да получат кредитиране срещу минимални лихвени плащания (годишна лихва от 1%) за период до 3 години. В първият етап през 2011г. ЕЦБ предоставя транш от 489 млрд. евро на заинтересованите институции. Вторият етап добива повече популярност, и е с увеличена стойност, равняваща се на 529,5 млрд. евро (стартира от март, 2012г). За обезпечения по кредитите се използват активи, като задължително за посредници се обвързват националните централни банки. Операцията по двуетапното пускане на LTRO дойде във време на потенциален фалит на Гърция, който заплашваше стабилността и ликвидността на финансовия сектор в Евроразоната, както и във момент на несигурност в икономиките на Испания и Италия.

На глобално ниво, финансовата криза диктува измененията в изискванията на базелския комитет при въвеждането на международната макропруденциална рамка Базел III. Създаването на коефициент за ливъридж (leverage ratio), който следва да бъде определен и интегриран до 2018г., се фокусира върху поддръжката на „здравословен“ процент собствен срещу привлечен капитал в банковата система. Увеличават се изискванията за минимални стойности на собствен капитал, добавят се буферни съотношения за покриване на краткосрочни и дългосрочни ситуации, стесняват се класификациите за капитал от първи и втори ред. В периода 2015-2019г. предстои да се интегрират коефициенти за ликвидност (liquidity coverage ratio – LCR и net stable funding ratio – NSFR), които поставят рамка за наличието на достатъчно висококачествени, бързоликвидни активи, които да застраховат банковата система в стресови сценарии.

Несъмнено, разглежданите мерки са отговор на големите финансови системи срещу пораженията от Глобалната финансова криза. Както всяка монетарна мярка, горепосочените политики носят със себе си и известни рискове в дългосрочен план. Можем да систематизираме рисковете в две основни направления:

### **Локални антикризисни мерки**

Въпреки разликата в инструментариума, подходът на политиките на ЕЦБ и FED има достатъчно сходства, за да позиционираме произтичащите от тях рискове заедно, в следните категории.

- *Риск от висока инфлация* – в стремежа към запазване на ликвидността и избягване на кредитен „крънч“, изкуственото покачване на наличната парична маса се отразява в обезценяване на валутата, и намаляване на покупателната ѝ способност. Доказателство за отражението на антикризисните улеснения са покачващите се цени на суровия петрол, ценните метали, минералните суровини. При наличието на неизвестен времеви лаг преди установяването на новите средства в обръщение, тяхното въздействие може да предизвика свръх инфлация във възходящ период на следващия стопански цикъл;

- *Валутен и външнотърговски риск* – когато се говори за международно значими валути като долар и евро, опасността от обезценка на стойността им води до потенциални проблеми както във финансов, така и в реален аспект. Във външнотърговските отношения е възможна загубата на синхрон и доверие от страна на търговските партньори от трети страни. Валутният натиск би могъл да прекъсне оборотите по международни сделки в определени отрасли;

- *Застой на мерките и риск за свободното ценообразуване* – практиката на директно стимулиране на даден финансов пазар от страна на ЦБ чрез закупуване на големи количества активи видоизменя пазарните отношения. Освен това съществува опасност от „застой“ на мерките и приемането им като константна норма, което противоречи на техния характер на анти-кризисна, временна политика. Валидирането на подобен род действия под формата на регулативен инструмент подкопава свободното ценово формиране, създавайки нова регулационна практика, която допълнително би утежила либералните пазарни отношения в разглежданите пазари;

- *Дългов риск* – постоянната поддръжка на ниски лихвени проценти с цел стимулиране на кредитирането (респективно – на инвестициите) се транслира в риск от дългова привързаност. Дълговият риск е пряко свързан със застоя на антикризисните мерки. Видно доказателство за наличието на подобен феномен е константната политика на FED за поддръжката на ниски нива на дългосрочен лихвен процент. В дългосрочен план подобни практики неминуемо водят до по-висока задлъжнялост на предприятията и домакинствата, което полага допълнителни системни дефекти. На по-късен етап тези дефекти имат потенциала за предизвикването на нови и нови финансови сътресения и кризи.

### **Макропруденциални мерки**

Макар и насочени към поддръжката на стабилна и ликвидна международна финансова система, и покачване на гъвкавостта и издръжливостта на отделните банкови институции, наднационалните мерки на макропруденциалното регулиране в дългосрочен план носят със себе си определени рискове:

- *Забавяне на естествения темп на кредитната експанзия* – чрез въвеждането на по-високи изисквания за наличие на буферни ликвидни резерви, новата рамка допринася за задържането на капитали, които иначе биха били използвани от банките като кредитен ресурс;

- *Риск за конкуренцията на банковите пазари* – насочеността към по-стриктен контрол и по-високи изисквания, заложена в Базел III, все още има недостатъчно индивидуален характер. По-малките банкови агенти (или специализирани финансови институции) биха срещнали проблеми при въвеждане на някои от новите изисквания. Митигиращ ефект върху този вид риск оказва дългият период за имплементиране на новите капиталови и ликвидни изисквания;

- *Риск по корпоративни тежести* – при изчисляването на коефициента на капиталова адекватност и други капиталови мерители се използват рисково претеглени стойности на експозициите на банковите активи. Рисковата тежест на корпоративните инструменти към банките се оценяват на 100% (по Базел II), т.е. – най-рискова категория, без оглед на индивидуалното състояние на предприятието. За сравнение, правителствените ценни книжа се третират като почти безрискови. Ако тази тенденция се запази и в Базел III, банките ще имат стимул (и задължение) да реструктурират част от своя портфейл към по-нискорискови инструменти за да покажат по-високо наличие на висококачествен, нискорисков капитал. С тази практика се рискува допълнително натоварване на дългосрочното инвестиционно кредитиране, което, в макроикономически аспект, дава отражение в икономическия потенциал на дадена икономика.

## ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Анализът на рисковете от антикризисните мерки на локално и глобално ниво, насочени срещу текущата Глобална финансова криза, представя ясна картина за негативните последици, които те могат да донесат за реалната икономика в дългосрочен план. Нарушаването на основните функции на низходящата част от стопанския цикъл (например пречистване на пазарите от неконкурентни агенти), чрез частичното предотвратяване на последиците от кризата, лавинообразно „натрупват“ пазарни дефекти, с които неминуемо ще се сблъскат идните поколения икономисти. За третирането на проявленията на гореизброените рискове ще са нужни още по-мощни, скъпи и неефективни кампании, които отново ще натрупат дефекти – което създава своеобразен „порочен кръг“ без изход. Нужно е цялостно преосмисляне на монетарните системи и създаване на нов инструментариум, който да отговаря на предизвикателствата на бъдещето.

## ЛИТЕРАТУРА

[1]. Чобанов, П. Неравновесията, рисковете и глобалната криза, София, 2012, 19стр

[2]. ^пак там, 20стр..

3. <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp359.pdf> (

4. <http://www.bis.org/publ/bcbs189.pdf>

5. <https://www.ecb.europa.eu>

6. <http://www.bis.org/>

### За контакти:

докторант Елизар Станев, Факултет „Бизнес и мениджмънт“, катедра „Икономика“, Русенски университет „Ангел Кънчев“, тел.: 0887 033 986, e-mail: [eastanev@uni-ruse.bg](mailto:eastanev@uni-ruse.bg)