

ТЕОРЕТИЧНА ВРЪЗКА МЕЖДУ ИКОНОМИЧЕСКИТЕ И ФИНАНСОВИТЕ КРИЗИ В ЕВОЛЮЦИЯ

Застъпена е позицията, че теорията за финансовата нестабилност и финансовите кризи не успява да обясни в каква степен ценовото или количественото оценяване са най-важният механизъм в процеса на създаване на постоянен излишък в търсенето на кредит и на изменения в нивото на предоставения кредит; доколко макроикономическата променливост се идентифицира с финансовите колебания; какво е въздействието на паричната политика и може ли тя да бъде използвана за стабилизиране на финансовите системи и съвкупното производство; може ли Международният валутен фонд да изпълнява ролята на световен кредитор от последна инстанция и да стабилизира световните финанси.

JEL: B22; E65

Повечето големи икономически кризи на XX век са свързвани с финансовите кризи. Ранните макроикономически теории като *теорията дълг - дефлация*¹ отделят голямо внимание на финансовите системи, особено на ролята на очакванията, финансовата спекулация и паричното предлагане. Поради това, че финансовият колапс е основна причина за Великата депресия, Кейнс поставя финансовите колебания на челно място в общата си теория.² В нея финансовите системи подхранват животинската природа на спекулацията, която създава инвестиции и променливост в съвкупното търсене, стимулиращи бизнес-циклите. С други думи, "тенденцията към трансформиране на успеха в спекулативен инвестиционен бум представлява основен източник на нестабилност в едно пазарно стопанство".³

В началото на 60-те години на миналото столетие изучаването на макроикономическите аспекти на финансите постепенно е изоставено. Първо, *кейнсианските модели*⁴ предхождат *посткейнсианските*, например *хипоте-*

¹ Според *теорията дълг-дефлация*, разработена от Fisher през 1933 г., финансовите системи или по-точно променливото поведение на кредиторите и длъжниците са в основата на формирането на бизнес-цикли. Дефлацията като форма на понижаване на средното ценово равнище или като дефлация на активи става причина за паническа разпродажба, която се оказва изключително скъпа поради фиксираността на номиналните дългови контракти. Вж. Fisher, I. The Debt-Deflation Theory of Great Depression. – *Econometrica*, 1933, Vol.1, p. 141-195 (цит. по Knoop, T. A. *Modern Financial Macroeconomics – Panics, Crashes, and Crises*. Blackwell Publishing, 2008).

² Keynes, J. M. [1936]. *The General Theory of Employment, Interest, and Money*. London: Macmillan, 1964.

³ Knoop, T. A. Цит. съч., с. 239.

⁴ Последователите на Кейнс правят опит в своите модели да интерпретират неговите идеи и да пресъздадат общата теория във вид, достъпен и ясен за политиките и обществото. Такъв е моделът IS-LM, разработен от John Hicks (вж. Hicks, J. R. Mr. Keynes and the 'Classics'; a Suggested Interpretation. – *Econometrica*, 1937, Vol., p. 147-159).

зата за финансова нестабилност на Мински,⁵ който е основен наследник на идеите на Кейнс и главен интерпретатор на неговия труд. Кейнсианците омаловажават финансите, като акцентират върху моделите за равновесие, които стъпват върху променливостта в потреблението, и подценяват влиянието на финансовите колебания. След тях идват монетаристите,⁶ които фокусират вниманието преди всичко на външните шокове върху паричното предлагане. След това е ред на неокласическите модели и по-конкретно на модела на рационалните очаквания⁷ и моделите за реалните бизнес-цикли⁸, в които акцентът е поставен на неочаквания шок върху търсенето и на реалните шокове върху съвкупното предлагане, като напълно се пренебрегват разнородността и пазарният срив във финансовия сектор. Независимо че монетаристите и неокласиците продължават да обръщат внимание на паричната политика, парите не се възприемат като финансов актив. Това е причина операциите на микроикономическо ниво на финансовите пазари да остават в изолация. Във всеки от тези модели финансовата нестабилност се приема за симптом на макроикономическата променливост, а не обратното, което превръща изучаването на финансовите системи в твърде безинтересно занимание.

Един от големите проблеми в икономическата наука е, че същите тези модели, които омаловажават значението на финансите, са застъпени в най-голяма степен в учебната литература. В нея отсъства по-детайлното представяне на финансовите проблеми като причините и ефектите от кредитното оценяване (рейтинговане), банковите кризи, ценовите балони на активите, кризите-близнаци и заразата. В резултат от това поколения наред

⁵ Според хипотезата за финансова нестабилност пазарните икономики са дефектни и нестабилни, тъй като финансовите системи са вродено нестабилни (Minsky, H. P. *Business Cycles and Their Causes*. Berkeley, CA: University of California Press, 1982).

⁶ В модела на монетаристите класическият принцип за неутралност на парите се потвърждава в дългосрочен период. В краткосрочен период те приемат позицията на кейнсианците, че флуктуациите в съвкупното търсене могат да имат реално влияние върху производството и да стимулират бизнес-циклите (Friedman, M. *The Role of Monetary Policy*. - *American Economic Review*, 1968, Vol. 58, p. 1-17).

⁷ В модела на рационалните очаквания на John Muth индивидите формират своите очаквания след оптимална прогноза за бъдещето, като използват достъпната текуща информация (Muth, J. *Rational Expectations and the Theory of Price Movements*. - *Econometrica*, 1961, Vol. 29, p. 315-335). В модела на рационалните очаквания на Robert Lucas бизнес-циклите представляват временно отклонение от естествения растеж на производството вследствие на неочаквани изменения в съвкупното търсене (Lucas, R. E. *Expectations and the Neutrality of Money*. - *Journal of Economic Theory*, 1972, Vol. 4, p. 103-124).

⁸ Моделите на реалните бизнес-цикли стават известни през 80-те години на миналото столетие с работите на Finn Kydland и Edward Prescott (1982) и John Long и Charles Plosser (1983). В тях е вградена логиката на неокласическата теория, докато в заключенията им те се връщат към фундаменталните принципи на класическия модел (вж. Kydland, F. E. and E. C. Prescott. *Time to Build and Aggregate Fluctuations*. - *Econometrica*, 1982, Vol. 50, p. 1345-1370; Long, J. B. Jr., and Ch. I. Plosser. *Real Business Cycles*. - *Journal of Political Economy*, 1983, Vol. 91, p. 39-69).

изследователи отъждествяват финансите с процесите и явленията на капиталовите пазари. Отсъствието на прецизност в изясняването на макроикономическите аспекти на финансите лишава икономистите от възможността да осъзнаят макроикономическата променливост, както и способността за минимизирането ѝ.

Но времето се променя. *Новите финансови институционални теории*⁹ вече са заели своето централно място за изясняване на макроикономическите ефекти на неперфектната конкуренция и срива на финансовите пазарите. Тези теории показват как дори и най-малките промени във финансовите фундаментални характеристики на заемополучатели и заемодатели (като измененията в нетната им стойност, капиталовите потоци, бъдещата печалба и т.н.) могат да доведат до големи изменения във възприемане на риска от изпадане в неплатежоспособност. Промените във възприемания риск на свой ред водят до големи изменения в предлагането на кредит, които могат да превърнат и най-малките отрицателни шокове в големи икономически спадове. Новите финансови институционални теории доста добре обясняват последните кризи, в чиято основа са финансовите, например в Източна Азия, Япония и съвременната криза от 2007-2009 г. Историята показва, че банковите кризи, ценовите балони на активите и валутните кризи са основните фактори, по които се различава една средна по мащаб рецесия от острата депресия. Депресиите се различават от рецесиите преди всичко по силата на срива във финансовия сектор, който пресиращ финансовото посредничество, инвестициите, потреблението и производството. Новите финансови институционални теории дават убедително обяснение на големите икономически спадове от Великата депресия насам, поради фокусирането им върху краха на финансовите пазари.

Оттук вече основната цел на икономическите изследвания е не само да се разбере макроикономическата променливост, но и да се предложат политики, които биха могли да предотвратят финансовите и икономическите кризи в бъдеще. Това изглежда, че е възможно - в САЩ и в другите развити страни се поддържа становището, че финансовото развитие в значителна степен е подпомогнало засилването на икономическата стабилност от 80-те години насам. За да се предложи подходяща политика, е необходимо на първо място да се осъзнае какво казва и какво не казва теорията за финансовата нестабилност и финансовите кризи. Само тогава, когато се разбере докъде е стигнала теоретичната мисъл, може да се прецени какво е необходимо още да се направи. В противен случай алтернативата е да продължат да се допускат същите грешки, които са правени в миналото.

⁹ *Новите финансови институционални теории* попадат в групата модели, известни като *нови кейнсиански модели*. Последните обхващат широка група от модели, в които се акцентира върху изучаването на макроикономическите ефекти на неперфектната конкуренция и пазарните сринове и в частност обясняват как пазарните сринове превръщат малките екзогенни шокове в големи бизнес-цикли.

Какво може да се извлече от теорията за финансовата нестабилност и финансовите кризи?

Ролята на финансовите системи за макроикономиката на една държава може да се оцени в три направления.

1. Информацията и очакванията са в основата на финансовото посредничество

Финансовото посредничество включва търговията с пари във времето. По принцип бъдещето винаги предизвиква несигурност не само защото знанията ни за него са неперфектни, но и поради асиметричната информация и факта, че заемополучателите имат по-добра информация за собствените си възможности за изплащане на получените заеми в сравнение със заемодателите. Проблемите с информацията усложняват обезпечаването на кредита, защото водят до *обратен избор*,¹⁰ преди да се предостави заемът, и до *морален хазарт*, след като той бъде отпуснат. В резултат от това заемодателите се изправят пред много по-голям риск от изпадане в неплатежоспособност по активите в портфейлите си, отколкото ако финансовите пазари са напълно конкурентни. Финансовото посредничество се преустановява, ако те са изправени пред прекалено висока несигурност за връщане на кредита. Оттук една от основните отговорности на заемополучателите е да докажат, че биха могли да изпълнят условията на финансовите транзакции, в които желаят да участват. Единственият начин за преодоляване на проблема е предоставянето на специфична, качествена и убедителна информация от тях за възможностите им да изпълнят финансовите си задължения към заемодателите. Следователно информацията се превръща в най-важния ресурс при финансовото посредничество.

В случай, че заемодателите не разполагат с подходяща информация и не са достатъчно убедени за връщане на предоставените средства, кредитът няма да се осигури, без да се вземе под внимание размерът на паричното предлагане във финансовата система или лихвените проценти, които заемополучателите са в състояние да платят. С елиминиране на разнородността и неперфектната информация на финансовите пазари общата ликвидност и паричното предлагане според класическите и неокласическите теории представляват добра мярка за оценка на финансовото посредничество в една икономика. Това обаче не се отнася за пазарите с неперфектна и асиметрична информация.

Връзката между ликвидността и кредита е най-вероятно да се наруши тогава, когато възприеманият риск от изпадане в неплатежоспособност е най-висок. Въпросът, който следва, е: по какъв начин тогава финансовите участ-

¹⁰ Явлението, при което заемодателите са по-склонни да предоставят кредити на всички заемополучатели, защото не разполагат с перфектна информация кой е склонен или не на подобен риск.

низи формират очакванията си за риска от изпадане в неплатежеспособност, свързан финансовите транзакции? Според *моделите за рационалните очаквания* рационалният избор управлява формирането на очакванията, което означава, че те са изцяло базирани на икономическите фундаментални характеристики и единствено неочакваните шокове оказват влияние върху макроикономическото поведение. Според *кейнсианците* възприятията са силно ирационални, самозараждащи се, базирани са върху спекулацията, податливи са на стадното поведение и са вродено променливи. *Класическата школа и защитниците на реалния бизнес-цикъл* отхвърлят такава възможност.

Новите финансови институционални теории заимстват много от аспектите на предходните теории и създават по-разбираем образ за начина, по който отделните индивиди формират възприемането на риска. Както в модела за рационалните очаквания, така и в новите институционални теории се приема, че очакванията са рационални и се базират върху фундаменталните величини. В частност, тези теории акцентират върху това как промените на финансовите фундаментални характеристики на отделните заемополучатели и заемодатели влияят върху потенциалния риск, свързан с финансовото посредничество. За разлика от моделите за рационалните очаквания новите институционални теории разграничават причините, поради които финансовите пазари не са напълно конкурентни, обясняват как моралният хазарт и обратният избор стават причина за постоянно свръхтърсене на кредит. Подобно на кейнсианската теория новите институционални теории изясняват как цикличните изменения на финансовите фундаментални величини на заемополучатели и заемодатели водят до циклични изменения в очакванията и в доверието, обуславящи финансовата променливост, която на свой ред засилва бизнес-циклите. Фокусирайки вниманието върху финансовите фундаментални характеристики и финансовите колебания, тези теории правят значителна крачка в тълкуването на кризите от Великата депресия до кризата в Източна Азия, както и последния срив на вторичния ипотечен пазар.

Информацията и очакванията не влияят само върху финансовото посредничество, а и върху паричната политика. През периода на слаби фундаментални характеристики и високи рискови очаквания увеличаването на паричното предлагане не води до повишаване на кредита или до "песимистичен капан". Повероятно е паричната политика да окаже влияние върху заемодателите и заемополучателите с най-слаби фундаментални характеристики и кредитни истории и преди всичко върху по-малките и по-новите банки и фирми. Но паричната политика не оказва влияние еднакво върху всички икономически агенти. По този начин влиянието върху решението за избор на използваната политика се усложнява.

На последно място, важноста на неперфектната информация се изразява в ролята на правителството за улесняване на кредитирането в условия на пазарен срив. Това е възможно преди всичко по *три начина*:

- чрез осигуряване на качествена прозрачна информация;
- чрез предоставяне на депозитна застраховка с цел предотвратяване на спекулативна паника, която може да създаде дестабилизиращо масирано теглене на депозити;

- чрез създаване на правни системи за защита правата на заемодателите, в случай че техните заеми не се погасят, а също за предотвратяване натиска върху заемополучателите, които не успяват да изпълнят задълженията си.

2. Финансовото развитие повишава стандарта на живот и икономическия растеж, но също засилва макроикономическата променливост, в случай че отсъства прецизно регулиране и добра инфраструктура

Финансовото развитие променя природата на макроикономикса към по-добри решения. Например да вземем ефектите от секюритизацията на жилищните ипотеките. *Секюритизацията*¹¹ чувствително понижава разходите при получаване на жилищен заем, като същевременно разширява размера на ипотечните заеми, които водят до увеличаване на собствеността дори и сред лицата, които са с лоша кредитна история. През последните години в много страни чрез рефинансиране на ипотеките при по-ниски лихвени проценти секюритизацията увеличава размера на разполагаемия доход и спомага за стабилизиране ръста на производството. Финансовите иновации като секюритизацията са стимулирани преди всичко от *два фактора*.

Първо, телекомуникациите подобряват качеството на информацията, която е най-важният ресурс за финансовото посредничество. Информационните технологии значително намаляват конкурентните разходи, свързани със сложните финансови трансакции.

Второ, дерегулирането създава среда, която стимулира експериментирането на иновации от предприемачите във финансовата област.

Много изследвания показват, че по-големите и по-ефективните финансови пазари могат да увеличат растежа с 1-2% на година, който, ако е устойчив след определен период, може да доведе до сериозно изменение в стандарта на живот. По-важното тук е, че ползите от икономическия растеж са не само за богатите страни, но и за нововъзникващите и дори за бедните икономики.

Икономическите теории разкриват причините, поради които финансовото развитие засилва икономическия растеж в дългосрочен период, като:

- подобрява количеството и качеството на информацията, която е от значение за ефективното и стабилното финансово посредничество;

- способства за нарастване на финансовите трансакции, с което се понижават разходите, стимулира се специализацията и се увеличава продуктивността;

¹¹ *Секюритизацията* е процес на трансформиране на неликвидни финансови активи, които трудно се препродават, в стандартни финансови инструменти с висока ликвидност.

- позволява по-доброто групиране, трансфериране и диверсифициране на риска;
- стимулира спестяванията, вследствие на което се увеличава размерът на кредитния ресурс за инвестиране;
- позволява на заемодателите по-добре да идентифицират предприемачите, които заслужават финансиране и които в бъдеще ще разработят нови продукти, насочени към увеличаване на производителността.

За съжаление обаче ползите от финансовото развитие често не са това, което могат да бъдат. Поради несигурността при финансовото посредничество финансовите системи са променливи по природа. Тъй като те играят все по-голяма роля в икономиката, увеличават се и възможностите за създаване на макроикономическа променливост - например бума при секюритизацията. От една страна, той става причина за увеличаване на собствеността и благосъстоянието, докато от друга, прекаленото кредитиране провокира неточната оценка на риска, което води до срив на вторичния кредитен пазар (както се случи през 2007 г.) и застрашава финансовото посредничество в бъдеще. Като доказателство на това може да се използва емпиричното изследване на връзката между финансите и бизнес-циклите, което правят Easterly, Islam и Stiglitz¹². Те доказват, че при по-изостаналите икономически страни финансовото развитие значително увеличава макроикономическата променливост, след като кредитът достигне определен размер от БВП. В повечето макроикономически теории липсва обяснение на това. Най-убедително по този въпрос се произнасят новите финансови институционални теории, които показват как дори и най-малките изменения във финансовите фундаментални характеристики на заемополучателите и заемодателите могат значително да променят възприемания (очаквания) риск, свързан с кредитирането. Това предизвиква големи амплитуди в изменението на кредита, които на свой ред водят до променливост в инвестициите, потреблението и производството. Наблюдаваните финансови цикли засягат най-силно най-малките, най-новите и най-слабите фирми и домакинства.

Кога потенциалът на финансовата нестабилност е най-голям? От емпиричните изследвания следва, че хаотичното финансово дерегулиране става причина за бум в кредитирането, който не е свързан с икономическите фундаментални величини, но е подхранен от моралния хазарт и обратния избор. От своя страна бумът в кредитирането създава ценови балони на активите, които отслабват финансовите фундаментални характеристики на заемополучателите и заемодателите. Всъщност при отрицателен шок и при поява на ценови балон се влошават финансовите позиции, увеличава се рискът от неплатежоспособност и заемодателите са принудени значително да ограни-

¹² Easterly, W., R. Islam, and J. E. Stiglitz. Volatility and Macroeconomic Paradigms for Rich and Poor Countries. – In: J. Dreze (ed.). *Advances in Macroeconomic Theory*. New York, NY: Palgrave: 2001.

чат кредитирането чрез повишаване на цените или чрез налагане на кредитни лимити. Ограниченият кредит понижава съвкупното търсене и съвкупното предлагане, като по този начин се засилват ефектите от негативния шок. Ако кредитът е прекалено свит, може да се достигне до банкова криза, при която банките фалират, а това прекъсва напълно банковото посредничество. Сригът в кредитирането чувствително понижава потреблението и инвестициите и предизвиква допълнително свиване на съвкупното търсене и съвкупното предлагане. От емпиричните резултати става ясно, че банкови кризи от миналото като последица от дерегулативни мерки водят до прекалени производствени разходи.

За да не се превърне финансовото развитие в източник на все по-голяма икономическа несигурност, необходимо е финансовото регулиране в страните да се насочи към стабилизиране на фундаменталните характеристики на финансовата система, но без ограничаване на финансовите иновации. Точно такава е задачата на Второто базелско споразумение, с което се цели осигуряване на подобър баланс между ползите от финансовото развитие и неговите потенциални рискове.

Необходимо е правителствата да прекратят стимулирането на моралния хазарт чрез финансово подпомагане на лошите банки и корпорации. Вместо това те трябва да компенсират задълженията на банките към вложителите и директно да ги затворят, като същевременно позволят на лошо управляваните корпорации да фалират, въпреки че е възможно краткосрочните разходи при подобна политика да са значителни. Историческият опит показва, че общите разходи за финансово подпомагане – едновременно под формата на преки правителствени разходи и като загуба на производство, се увеличават прекалено, ако се пренебрегнат.

От повечето емпирични изследвания, направени досега върху банковото регулиране, става ясно, че то е необходимо, за да се подобри финансовата прозрачност. Това означава, че заемодателите, заемополучателите и регулаторните органи трябва да бъдат управлявани с помощта на стриктен отчет и счетоводни стандарти. Трябва да бъдат наложени по-стриктни стандарти и за рейтинговите агенции и останалите информационни посредници. Без качествена информация за пазарите е невъзможно да се дисциплинират заемополучателите и заемодателите. При по-голяма прозрачност повече ресурси ще попадат в най-ефективните пазари, където ще бъдат използвани по най-продуктивния начин.

3. Международните капиталови потоци, от една страна, повишават стандарта на живот и икономическия растеж, но от друга, засилват макроикономическата променливост при отсъствие на подходящи регулативни мерки и стабилна инфраструктура

Както финансовото развитие, така и отварянето на икономиката за чуждестранни инвестиции водят до големи потенциални ползи, но това е свързано и с

голям риск. По време на последния бум в глобализацията предимствата на информационните технологии за увеличаване на световния БВП и стимулиране на търговията позволяват на инвеститорите да преодолеят голяма част от информационните проблеми, поради които се наблюдава драматична експанзия в международните капиталови потоци. Те са насочени не само към конкретни индустрии в развитите страни, но и към голямо разнообразие от сектори в икономиките както на богатите, така и на бедните държави.

От емпиричните изследвания се вижда, че отварянето на границите за чуждестранните инвестиции може значително да увеличи икономическия растеж не само чрез нарастване на кредита, но и чрез повишаване ефективността при посредничеството. Чуждестранният капитал притежава всички предимства за финансовото развитие, но не води до разходи при увеличаване на вътрешните спестявания с цел нарастване предлагането на кредитен ресурс. С помощта на чуждестранните инвестиции страните се възползват от подобряване на ефективността и увеличаване на инвестициите и производителността, без да намаляват вътрешното потребление.

*Хедж фондовете*¹³ са пример едновременно за положителните и потенциално негативните тенденции в съвременната ера на глобализация. Те привличат чуждестранни инвестиции в размер, който преди това е бил невъзможен, като голяма част от средствата се насочват към слабо развитите страни. Но тяхната цел е реализиране на големи и бързи печалби, които могат да доведат до определено спекулативно поведение, което да подхранва паника по начин, описан от Кейнс.

През последните 30 години международните финансови кризи значително се увеличават. Причините за валутните кризи, бягството на капитали и заразата¹⁴ са базирани едновременно на възприятията (очакванията) и фундаменталните характеристики. Според подхода, основан на тези характеристики, счетоводните отчети, неправилната макроикономическа политика, обичайните шокове, търговските и финансовите връзки оказват влияние за възникване и разпространяване на финансовите кризи. Разбира се, рисковете фундаментални характеристики са необходими, но не и достатъчни за проявлението на кризата. С други думи, не е възможно да се прецени къде и в кой момент ще се случи кризата, ако се изходи само от фундаменталните величини. Възприятията (очакванията) са от голямо значение при бягството

¹³ *Хедж фондовете* са частни и международни инвестиционни институции, които не попадат под регулативен режим и са се специализирали в *краткосрочна продажба* (продажба на заемани активи в очакване стойността им да падне, за да бъдат закупени обратно с реализиране на печалба) и максимизиране на *ливъриджа* (закупуване на активи със заемни средства), като се извлича максимална печалба. Основните инвеститори в тях са главно големи банки, пенсионни и други инвестиционни фондове, тъй като минималната сума, необходима при инвестиране в хедж фонд, е около 10 млн. USD.

¹⁴ *Заразата* формално се дефинира като ситуация, при която валутната криза в една страна увеличава вероятността от валутна криза в друга.

на капитали и заразата, предвид това, че са самозараждащи се поради стадното поведение на спекулантите.

При какви обстоятелства е най-вероятно да настъпи *бягство на капитали*, да се развие *зараза, валутна криза* или *криза-близнаци*¹⁵? Големите финансови кризи обикновено са свързвани с бърза и не добре обмислена либерализация на международните капиталови потоци, която става причина за големи приливи на капитали, бум в местното кредитиране и ценови балони на активите вследствие на моралния хазарт. По-голяма част от тези средства често са горещи пари, т.е. краткосрочни и деноминирани в чуждестранна валута. Във времето финансовите фундаментални характеристики на заемополучателите и заемодателите стават нарастващо нестабилни, докато валутите – надценени. В един момент се появява шокова ситуация, при която ценовите балони се пукат и внезапно се проявява първата вълна на бягство на капитали, което е улеснено и от преобладаващото участие на горещите пари. След като капиталите започнат да изтичат, се появява натиск към поевтиняване на валутата. В случай, че правителството не е в състояние да интервенира в подкрепа на привързания валутен курс, следва валутна криза и девалвация. След като се случи това, финансовите позиции на банките значително се влошават. Често те се принуждават да разпродават активите си и да ограничат кредитирането.

Накрая е възможно да следва *серия от цикли*.

- В рамките на един цикъл бягството на капитали и падащите цени на активите водят до свиване на кредита и паническа продажба, което стимулира изтичането на ресурси и допълнително понижава цените на активите.

- В границите на друг цикъл девалвацията става причина за намаляване стабилността на банковата система. По този начин нестабилната банкова система подхранва бягството на капитали и увеличава размера на девалвацията. Възможно е икономическите фундаментални величини да се влошат до такава степен, че икономиката да влезе в криза близнаци – валутна и банкова, по време на която финансовото посредничество напълно се прекъсва, а икономическата активност се свива. Разходите от валутната и банковата криза, взети заедно, са значително по-големи в сравнение с тези за всяка една поотделно. Точно това се случва по време на източноазиатската криза.

Най-добрият начин за спиране бягството на капитали и на кризата-близнаци е тяхното предотвратяване, преди изобщо да са се случили. Много често финансовото дерегулиране означава отсъствие на регулиране в страните в момента, когато те са привлекателни за лесния капитал и горещите пари, без да се взема под внимание свързаният с тях риск. Според емпиричните изследвания¹⁶ финансовата либерализация е в състояние да увеличи

¹⁵ *Кризата-близнаци* е съвпадение на банкова и валутна криза.

¹⁶ Galindo, A. J., A. Micco, and G. Ordoñez. Financial Liberalization: Does it Pay to join the Party? - *Economía*, 2002, Vol. 3, p. 231-261; Tornell, A., Fr. Westermann, and L. Martinez. Liberalization Growth

макроикономическата променливост при липса на силни институции (като правна система и закони за обявяване на банкрут), ефективна финансова система (като ефективен и конкурентен пазар за акции и облигации) и стокови пазари, които са отворени за международната търговия. Всичко това предполага поетапен процес на реформиране. Едва когато се установи стабилен икономически растеж, последният етап от този процес трябва да бъде отварянето на финансовите пазари и банковата система за международните капиталови потоци. За съжаление поради едновременния натиск отвън и отвътре върху правителствата и чуждестранните инвеститори, финансовата либерализация често изпреварва събитията. А това означава икономически растеж върху пясъчни основи, които е възможно да бъдат измити още по време на първата буря.

Опитът напоследък предлага и други пътища за ограничаване променливостта на чуждестранните инвестиции. Финансовите фундаментални характеристики на финансовите институции се нуждаят от по-критичен поглед, докато правителствата трябва да въвеждат регулативни мерки, насочени към засилване на стабилността им, както и прозрачността на финансовата информация. Голяма част от икономистите сега споделят виждането за налагане на капиталов контрол преди началото на кризата под формата на постоянни ограничения върху обема на горещите пари или други депозити, които банките привличат, а също временно въвеждане на капиталов контрол върху по-широк спектър от активи, в случай, че кризата започне. Независимо че видовете контрол са скъпоструващи, те са за предпочитане пред алтернативата, която е финансовият колапс.

Какво не казва теорията за финансовата нестабилност и финансовите кризи?

Икономистите вече имат по-задълбочено разбиране за ролята на финансовите системи в макроикономикса в сравнение с началото. Разбира се, остават още предизвикателства. Изследователите не са достигнали до консенсус относно един унифициран модел, който може в значителна степен да обясни всички аспекти на съвременната икономика, като предложи насоки за политиката, с помощта на която може да се минимизира финансовата променливост и да се увеличи икономическият растеж. За целта е необходимо да се вземат под внимание четири проблема.

and Financial Crises: Lessons from Mexico and the Developing World. - *Brooking Papers on Economic Activity*, 2003, Vol. 2, p. 1-88; *Eichengreen, B.* Capital Account Liberalization: What Do The Cross-Country Studies Tell Us? – In: B. Eichengreen (ed.). *Capital Flows and Crisis*. Cambridge, MA: The MIT Press, 2003, p. 49-69; *Edwards, S.* Capital Flows and Economic Performance: Are Emerging Economies Different? NBER Working Paper N 8076, 2001.

1. Доколко ценовото или количественото оценяване (рейтинговане) са най-важният механизъм в процеса на създаване на постоянен излишък в търсенето на кредит и на изменения в нивото на предоставения кредит?

В модела за финансовия акселератор¹⁷ промените в цената на кредитното посредничество определят измененията в търсеното количество кредит. В моделите за кредитното оценяване (рейтинговане) заемодателите налагат количествени лимити върху заемополучателите, като промените в тези лимити водят до промени в предлагането на кредит.

В модела за финансовия акселератор по-високият риск от изпадане в неплатежоспособност увеличава разходите при кредитното посредничество, докато в моделите за кредитното оценяване (рейтинговане) измененията в риска от изпадане в неплатежоспособност стават причина за изменения в кредитните ограничения.

В двата модела промените в риска водят до проциклични изменения на кредита, които ускоряват бизнес-циклите. И в двата модела финансите проявяват асиметрично и нелинейно въздействие върху бизнес-цикъла преди всичко чрез влиянието им върху кредита по време на спадове, когато заемополучателите са най-чувствителни на промените в разходите при кредитното посредничество и е най-вероятно да бъдат засегнати от кредитните ограничения. Според тези модели бизнес-циклите имат асиметрични ефекти върху индивидуалните участници, като най-вероятно е да повлияят по-малките, по-новите и по-слабите заемополучатели и заемодатели.

В повечето емпирични изследвания се доказва, че новите финансови институционални теории са съвместими едновременно с ценовото и кредитното оценяване. Затова говори фактът, че финансовите фундаментални характеристики са тясно свързани със съвкупната икономическа активност и че производителността на малките, на финансово зависимите фирми е много повече променлива в сравнение с тази на големите.

Въпреки че в по-голямата си част моделите си приличат, между тях съществуват и основни различия, които водят до важни макроикономически последици.

¹⁷ В модела за финансовия акселератор финансовите фундаментални характеристики на заемополучателите и заемодателите оказват въздействие върху риска от банкрут, който от своя страна влияе върху обема и разходите по кредита. В резултат от това най-малките микроикономически промени в балансите на фирмите, домакинствата и на банките могат да имат значително влияние върху макроикономическото поведение. Този модел е разработен от Ben Bernanke и Mark Gertler в серия от шест разработки, публикувани през 1987, 1989, 1990 и 1995 г. (вж. *Bernanke, B. S., and M. Gertler. Banking and Macroeconomic Equilibrium.* – In: W. A. Barnett and K. J. Singleton (eds.). *New Approaches to Monetary economics.* Cambridge, MA: Cambridge University Press, 1987; *Agency Costs, Net Worth, and Business Fluctuations.* – *American Economic Review*, 1989, Vol. 79, p. 14-31; *Financial Fragility and Economic Performance.* – *Quarterly Journal of Economics*, 1990, Vol. 105, p. 87-114; *Inside the Black Box, The Credit Channel of Monetary Policy.* – *Journal of Economics Perspectives*, 1995, Vol. 9, p. 27-48).

Първо, прилагането на кредитно оценяване означава, че провизирането на кредита е непостоянно. След като заемополучателят достигне веднъж кредитния си лимит, посредничеството незабавно се прекъсва. Оттук се подчертава значимостта на кредитните връзки, чрез които производителите са свързани с крайния потребител във финансовата верига. В случай, че дадена фирма достигне кредитния си лимит, веригата се нарушава и е възможно кредитът да изчезне от системата. Такова рязко прекъсване не съществува в модела за финансовия акселератор.

Второ, лихвените проценти представляват важен компонент от разходите при кредитното посредничество. Техните изменения представляват отражение (което не е перфектен индикатор) на промените в кредитните условия в модела за финансовия акселератор. В модела за кредитното оценяване съществува слаба емпирична връзка между лихвените проценти и промените в кредитните лимити. Всъщност последните се налагат, преди всичко защото заемодателите не са склонни да променят лихвените проценти на фона на съществуващия морален хазарт и обратен избор. Следователно, ако икономистите трябва да оценяват измененията на лихвените проценти и техните макроикономически ефекти, важно е да се знае, че кредитът се оценява посредством промените в цените или чрез измененията на количествените ограничения.

Трето, разграничаването между кредитното и ценовото оценяване е от особено значение за макроикономическата политика. В моделите за кредитно оценяване не е необходимо лихвеният процент да отразява условията на кредитния пазар, той не служи за инструмент на паричната политика. Това кара икономистите да търсят алтернативни канали за парична трансмисия. В моделите за кредитно оценяване възможността за кредитни връзки означава, че паричната политика може да има много по-големи ефекти върху благосъстоянието на малките фирми и домакинства, отколкото в модела за финансовия акселератор. Накрая, в модела за финансовия акселератор изискванията за капиталова адекватност, налагани от централните банки, са ефективен начин за редуциране на риска и разходите при кредитното посредничество. За разлика от това в моделите за кредитното оценяване регулирането на капиталовата адекватност може да увеличи кредитните лимити, което ще направи измененията в кредита повече проциклични.

Четвърто, съществуването на кредитно оценяване създава възможност и за оценяване на акциите. Всъщност се наблюдава важна пресечна точка между двете. Конкуренцията между банките и инвеститорите в акции за най-качествените заемополучатели води до налагане на по-строги ограничения върху кредитирането с цел да се запазят ниски лихвените проценти и високи цените на акциите. С други думи, по-конкурентните финансови системи могат да създадат условия за повече пазарни сривове и да доведат до пониско финансово посредничество. Тази интересна постановка за кредитното оценяване, която не съществува в модела за финансовия акселератор, поставя важни въпроси за бъдещите изследователи.

На този етап от икономическите изследвания не става ясна значимостта на една форма на пазарен срив пред друга. Емпиричното доказателство, че лихвените спредове не са проциклични, е в подкрепа на модела на финансовия акселератор. Въпреки това фактът, че според емпиричните изследвания инвестициите не са еластични към измененията на цените и че отсъствието на ценово споразумение като гаранциите играе важна роля за определянето на кредита, подкрепя моделите за кредитното оценяване. В изследванията на Friedman и Kuttner¹⁸ се доказва, че както измененията на цените, така и промените в количеството на кредита заедно са от значение за предсказването на макроикономическото поведение. Истината обаче е, че не е възможно да се каже кой от тези механизми е по-важният. Ограничени са изследванията върху проблема дали съществува пресечна точка между ценовото и количественото оценяване.

2. До каква степен макроикономическата променливост може да се обясни чрез финансовите колебания? Или ако финансовите колебания се преодолеят, ще изчезнат ли и бизнес-циклите?

Независимо че икономическата теория е доказала водещата роля на колебанията във финансовата система за засилване и евентуално създаване на макроикономическа променливост, не става ясно по какъв начин да се определи количествено нейната значимост.

Първият фактор, който усложнява въпроса, е фактът, че финансовите системи имат потенциал за едновременно засилване и смекчаване на икономическата променливост. Бумът в секюритизацията убедително показва това. Той води до едновременно рефинансиране на ипотечните заеми, с което се смекчава рецесията, а също и до криза на вторичния ипотечен пазар, която застрашава с икономически спад.

Финансовите системи могат да засилват шоковете, като се достигне до пазарен колапс, описан от новите финансови институционални теории - чрез подхранване на бумовете и сривовете в бизнес-циклите. След финансовото дерегулиране през 80-те години на миналия век банковите кризи се превръщат в по-често срещан и дори постоянен феномен. Същевременно и валутните кризи стават по-чести и скъпо струващи в ерата на глобализация, по време на която банките разчитат преди всичко на горещи пари. Накрая, ценовите балони на активите продължават да се случват и водят до големи разходи, когато те съвпаднат с банкова и валутна криза. В резултат от това според изследването на Bordo et al.¹⁹ по време на рецесията, в които се включват финансовите кризи-близнаци, се достига до 16% повече загуба на

¹⁸ Friedman, B. M. and K. N. Kuttner. Economic Activity and the Short-term Credit Markets: An Analysis of Prices and Quantities. - Brookings Paper on Economic Activity, 1993, Vol. 2, p. 193-283.

¹⁹ Bordo, M., B. Eichengreen, D. Kingebiel, and M. S. Martinez. Is the Crisis Problem Growing More Severe? - Economic Policy, 2001, Vol. 24, p. 51-82.

БВП, отколкото при една средна рецесия. Това показва, че финансовите системи са отговорни за голяма част от създадената макроикономическа нестабилност. Всъщност най-тежките депресии в икономическата история от Великата депресия досега са свързани с финансови кризи.

Освен това финансовото развитие е причина за намаляването на риска и позволява на домакинствата да увеличат потреблението си, а фирмите – инвестициите си. Финансовите иновации като секюритизацията създават възможност на домакинствата за по-добро стабилизиране на разполагаемия доход, фактор, който става причина за смекчаване на рецесията в САЩ през 2001 г. Финансовото развитие оказва влияние не само върху минимизиране на измененията в бизнес-циклите, но и върху продължителността на стабилизацията. Доказателство за това е фактът, че рецесиите в развитите страни след Втората световна война, особено през последните 25 години, стават по-редки.

Друг фактор, който усложнява въпроса, е, че финансовото развитие влияе върху ефектите на паричната политика и чрез нея - върху икономическата променливост.

Не е възможно категорично да се определи каква част от макроикономическата променливост се дължи на функционирането на финансовите системи. Необходим е по-пълнен емпиричен и теоретичен анализ, преди да се прави опит да се определи количествено нейната значимост. Това, което може да се каже със сигурност, е, че финансовите системи разполагат с потенциала едновременно да подкопават и да засилват стабилността. В страните със стабилно регулиране, развити институции, конкурентни пазари за стоки и ефективни финансови системи има основание да се смята, че финансовото развитие действително понижава икономическата нестабилност. При отсъствието на тези фактори по-голямата част от финансите по всяка вероятност ще се свързва с по-голяма икономическа нестабилност. Ето защо отговорът на този въпрос е прекалено различен за отделните страни, което налага огромно количество емпирична работа в бъдеще.

3. Какво е въздействието на паричната политика и може ли тя да бъде използвана за стабилизиране на финансовите системи и съвкупното производство?

През следвоенния период рецесиите в САЩ стават по-малки и значително по-редки. Емпиричните изследвания на Romer и Romer²⁰ доказват, че ефективността на паричната политика лежи в основата на стабилизацията. Въпреки това ползите не са толкова големи, колкото биха могли да бъдат, поради грешките на политиците - те обикновено злоупотребяват с паричната политика, което води до инфлация и на свой ред принуждава централната

²⁰ Romer, Ch. D. and D. H. Romer. What Ends Recessions? - NBER Macroeconomics Annual, 1994, Vol. 9, p. 13-57.

банка да се преориентира към нейното понижаване, ставайки причина за създаване на бизнес-цикли.

Независимо че ползите от стабилизационната политика се доказват по емпиричен път, това не изглежда винаги така. Конфликтът между кейнсианците, които подкрепят активното използване на паричната политика, и монетаристите и неокласиците, които настояват за правила в политиката, не е решен. Той се пренася в три области.

Първата област засяга *паричния трансмисионен механизъм*.²¹ В новите финансови институционални теории, по-точно в моделите за кредитното оценяване, не се поставя въпросът за традиционния канал на паричната политика чрез лихвения процент. Вместо това в тях се акцентира върху *каналите на баланса*²² за парична трансмисия, при които промените в паричното предлагане оказват влияние върху финансовите фундаментални характеристики на заемополучатели и заемодатели, което води до промени в кредита и икономическата активност.

В някои случаи според схващането за каналите на баланса за парична трансмисия паричната политика е много по-ефективна, отколкото се приема, поради това, че тя може да действа едновременно чрез съвкупното търсене и съвкупното предлагане. Тези канали също значително усложняват провеждането на паричната политика. Според това схващане силата на последната е нелинейна и се изменя паралелно при промените на фундаментални величини и възприемания риск. Например през периоди, когато са налице слаби фундаменталните величини и очаквания за висок риск, традиционните операции на открития пазар могат да се окажат напълно неефективни. При такива обстоятелства може да се наложи използването на други инструменти като сконтовото кредитиране на малките банки, при които кредитните ограничения са най-големи. Каналите на баланса за парична трансмисия действат преди всичко посредством най-слабите заемополучатели и заемодатели, което налага диференциран подход към тях.

²¹ *Паричният трансмисионен механизъм*, определен от традиционните макроикономически теории, включва три канала за влияние на паричната политика върху съвкупното търсене и реалното производство: на лихвения процент, на богатството (т.е. влиянието на паричната политика върху реалната икономическа активност) и на валутния курс.

²² Чрез *каналите на баланса* паричната политика играе важна роля при финансовото посредничество. Те включват: влиянието на паричната политика върху разходите при кредитното посредничество; върху стойността на активите, използвани като обезпечение (гаранция); чрез външните рискови фактори (*Kayshap A., J. C. Stein and D. Wilcox. Monetary Policy and Credit Conditions: Evidence from the Composition of External Finance. - American Economic Review, 1993, Vol. 83, p. 78-98; Gertler, M. and S. Gilchrist. The Role of Credit Market Imperfections in the Monetary Transmission Mechanism: Arguments and Evidence. - Scandinavian Journal of Economics, 1993, Vol. 95, p. 43-64; Kayshap A. and J. C. Stein. What Do a Million Observations on Banks Say About the Transmission of Monetary Policy? - American Economic Review, 2000, Vol. 90, p. 407-428; Barth, M. III and V. A. Ramey. The Cost Channel of Monetary Transmission. - NBER Macroeconomic Annual, 2001, Vol. 16, 199-240.*

Втората област от конфликта за паричната политика се отнася до това дали тя ще бъде толкова силна в бъдеще,²³ или финансовите иновации понижават нейната ефективност.²⁴ Тъй като иновациите ще продължават, това означава, че и паричните трансмисионни механизми ще продължат да се променят. Например глобализирането на финансовите пазари и спадащата значимост на банките при финансовото посредничество потенциално ограничава контрола на централната банка върху паричното предлагане и лихвените проценти. Рецесията в САЩ през 2001 г. е пример за това как паричната политика може да има непредсказуеми ефекти. Тогава по-ниските лихвени проценти успяват минимално да увеличат инвестициите и потреблението, докато бумът в рефинансирането в резултат от финансовите иновации значително стабилизира разполагаемите доходи и съвкупното търсене. Поради тази сложност става трудно директно да се оцени силата на паричната политика. Това обаче е най-малката причина. Обстоятелството, че при изменение на паричното предлагане производството остава стабилно, не означава, че въздействието на паричната политика е по-малко, а само че е по-ефективно.

Третата област е за ролята на паричната политика при предотвратяване на банкови кризи, ценови балони на активите и валутни кризи.

- Най-малко противоречива и най-лесно предотвратима е *валутната криза*.²⁵ Решението е в избягване на крайно фиксираните валутни курсове към една валута независимо от предимството им за привличане на чуждестранни инвестиции. Същевременно не може да се отрече консенсусът по въпроса, че ползите от нарастването на последните надвишават потенциалните икономически и социални разходи на валутната криза.

- Предотвратяването на *ценовите балони* е по-противоречиво. Обикновено стабилизирането на цените на активите не е приоритет в паричната политика на централната банка. При положение, че финансовите системи се разрастват и домакинствата трансформират спестяванията си в активи с променливи цени като акции и недвижими имоти, тя трябва да прецени каква ще бъде тежестта на инфлацията в цените на активите, съпоставена с общата инфлация.

²³ Mayer, M. The Inside Story of How the World's Most Powerful Financial Institution Drives the Markets. New York, NY: Free Press, 2001.

²⁴ Romer, Ch. D. and D. H. Romer. What Ends Recessions? - NBER Macroeconomics Annual, 1994, vol. 9, p. 13-57.

²⁵ Eichengreen, B., A. Rose, and Ch. Wyplosz. Exchange Market Mayhem: The Antecedents and Antermath of Speculative Attacks. - In: B. Eichengreen (ed.). Capital Flows and Crisis. Cambridge, MA: The MIT Press, 2003, p. 99-153; Eichengreen, B., A. Rose, and Ch. Wyplosz. Contagious Currency Crises. - In: B. Eichengreen (ed.). Capital Flows and Crisis. Cambridge, MA: The MIT Press, 2003, p. 99-153; Kaminsky, G. L., C. M. Reinhart, and C. A. Vegh. The Unholy Trinity of Financial Contagion. - Journal of Economic Perspectives, 2003, Vol. 17, p. 51-74; Kaminsky, G. L. and C. M. Reinhart. On Crises, Contagion, and Confusion. - Journal of International Economics, 2000, Vol. 51, p. 145-168; Røtheli, T. F. Competition, Herd Behavior, and Credit Cycles: Evidence from Major Swiss Banks. - Journal of Economics and Business, 2000, Vol. 53, p. 585-592.

Нужно ли централната банка да “спука” балона в неговия ранен стадий, преди още разрастването му да застраши икономическата стабилност? На този въпрос би трябвало да дадат отговор повечето централни банки, ако се вземе под внимание световният бум в жилищното кредитиране за последните две години и спукването на балона, както и фактът, че голяма част от пазарите на акции достатъчно дълго поддържаха надценения си тренд независимо от мечата му характеристика в началото на 2000 г. Сред централните банки се наблюдава установена тенденция цените на активите да са с по-голяма тежест в провежданата парична политика в сравнение с миналото. Общо е мнението, споделяно и от председателя на ФРС Бен Бернаке,²⁶ че паричната политика е един прекалено безкомпромисен инструмент за ефективно прекратяване на ценовите балони, без да се намалява макроикономическият растеж.

• Рецептата за политиката по време на *банкови кризи* е също противоречива и зависи от това дали за причина на този вид кризи се приемат фундаменталните характеристики или възприемането (очакванията). Според *теориите, базирани на фундаменталните характеристики*,²⁷ дейността на централната банка като кредитор от последна инстанция би трябвало да се ограничи, тъй като лесното кредитиране стимулира моралния хазарт. Вместо това е необходимо централните банки да насочат дейността си към регулирането, с помощта на което да заздравят финансовите фундаментални характеристики. Според *теориите, базирани върху очакванията*,²⁸ предотвратяването на паниката е от първостепенно значение, поради което банковото кредитиране и депозитното застраховане играят важна роля за стабилизиране на очакванията. Оттук следва, че дебатът върху проблема колко активно трябва да бъде кредитирането на централната банка преди криза, продължава. Но тогава, когато кризата е факт, според теориите, базирани на фундаменталните величини, както и в тези, основаващи се на очакванията, най-доброто лекарство за минимизиране на разходите по време на кризата е незабавно осигуряване на финансова подкрепа на банките, изпаднали в неплатежоспособност, с цел колкото е възможно по-бързо да се възстанови финансовото посредничество.

4. Може ли Международният валутен фонд да изпълнява ролята на световен кредитор от последна инстанция и да стабилизира световните финанси?

Икономистите постепенно стигат до консенсус относно целите на МВФ:

²⁶ *Bernanke, B.* Asset Price “Bubbles” and Monetary Policy. Remarks before the New York Chapter of the National Association for Business Economics. New York, October 15, 2002.

²⁷ *Mitchell, W. C.* Business Cycles and Their Causes. Berkeley, CA: University of California Press, 1941; *Allen, Fr. and D. Gale.* Optimal Financial Crises. - Journal of Finance, 1998, Vol. 52, p. 1245-1284.

²⁸ *Kindleberger, Ch. P. and R. Aliber.* Manias, Panics and Crashes: A History of Financial Crises (Fifth Edition). New York: John Wiley and Sons, 2005; *Diamond, D. W. and Ph. H. Dybvig.* Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity. - The Journal of Political Economy, 1983, Vol. 91, p. 401-419.

- да насърчава по-голямата гъвкавост във валутните системи на страните за предотвратяването на моралния хазарт;
- да стимулира постепенната и поетапна либерализация с помощта на заеми, преди да се достигне до криза, като се откаже от налагането на условия за структурни реформи, както и на условия за ограничения и икономии. Това означава да спре финансовото подпомагане на лошо управляваните банки и корпорации, а също и на правителствата, които не успяват да изпълняват условията по заемите;
- да засили отвореността и прозрачността в процеса на вземане на решения.

Налице са обаче *две основни области* на продължаващо противоречие.²⁹

Първата се отнася до това дали МВФ трябва да играе “играта на доверие” и да продължава да съветва правителствата в средата на кризата да прилагат рестриктивна парична и фискална политика в опита си да увеличат лихвените проценти и да привлекат обратно капиталовите потоци. Защитниците на този вид политика твърдят, че незабавното връщане на капиталите е необходимо условие за възстановяване на растежа. Представената рецепта влиза в противоречие със стабилизационната политика от кейнсиански тип. Кейнсианците поставят въпроса по какъв начин рестриктивната политика (парична или фискална), която тласка икономиката към по-дълбока рецесия, може да се използва за обратно привличане на чуждестранните инвеститори.

Вторият източник на противоречие засяга ефектите от въвеждането на капиталов контрол с цел ограничаване отлива на капитали, едновременно преди и особено след като е започнала кризата. Някои твърдят, че контрол от този вид е подходящ само за ограничаване отлива на капитали и предотвратяване на заразата. Според други капиталовият контрол не е ефективен, той единствено дестимулира инвестициите и икономическия растеж в дългосрочен период.

Основният проблем, пред който се изправя МВФ обаче, е не толкова какво е необходимо, а по-скоро какво е в състояние той да направи. Принципиалният проблем на Фонда не е теоретичен, а политически. Въпросът е дали големите донори някога ще позволят дейността на МВФ да бъде в съответствие с обективната реалност, или той ще бъде инструмент на развитите страни за постигане на собствените им икономически и политически цели. Докато МВФ се опитва да направи само някои вътрешни реформи, малко вероятно е да постигне независимост в дейността си.

²⁹ *Krueger, A. O.* Whither the World Bank and the IMF? - Journal of Economic Literature, 1998, Vol. 36, 1983-2020; *Edwards, S.* Capital Flows, Real Exchange Rates, and Capital Controls: Some Latin American Examples, NBER Working Paper N 6800, 1998; *Goldstein, M.* IMF Structural Conditionality: How Much is Too Much? Institute for International Economics Working Paper 01-4, 2001.

*

Забележителният бум във финансовото развитие и иновациите през последните 50 години показва едновременно невероятните възможности и потенциалните капани, свързани с доминирането на финансите в съвременния икономически живот. Финансовите системи често са акумулатор на икономическия растеж, но в много случаи те са развратно колело, което разстройва цялата икономическа система, поради което ставаме свидетели на разгарящи се и затихващи финансови кризи.

Все пак икономическата наука се развива. Същевременно са налице добри индикации за зрялост в поведението на институциите. Появилите се нови теории обясняват важна част от целия пъзел, въпреки че на този етап липсва пълно тълкуване на ефектите на финансовата нестабилност върху макроикономическата система в отворените икономики. Постоянно се появяват все нови теории и политики, които биха могли да предотвратят разстройването на икономическата система или бъдещите финансови кризи, което да позволи на страните да се възползват от ползите на глобализиращите се финансови системи. За съжаление създаването на една единна теория, в която да са вградени и необходимите реформи на политиката, няма да бъде просто. Това е задължителен и продължителен процес, изпълнен с редица неизвестни, през който ще премине световната еволюция към глобализация.

28.VIII.2010 г.