

ДИНАМИКА НА ФИНАНСОВОТО БОГАТСТВО НА ИНСТИТУЦИОНАЛНИТЕ СЕКТОРИ В БЪЛГАРИЯ ПРЕЗ ПЕРИОДА 1990-2005 Г.

Преходният период неизменно се свързва с преразпределителни процеси и изменение на финансовото богатство на икономическите агенти. Изследването на преразпределението на богатството и неговата динамика е важно, предвид възможностите за по-цялостно изучаване и осмисляне на настъпилите промени в икономиката. Във връзка с това е оценена и анализирана динамиката на финансовото богатство на институционалните сектори в България за периода 1998-2005 г. Обособени са основните нетни кредитори и нетни дебитори за икономиката и е разгледана тяхното поведение преди и след смяната на паричния режим. Направени са и иконометрични симулации на основните фактори, определящи изменението на секторното финансово богатство. В хода на изложението е обоснована хипотезата (която до голяма степен е потвърдена от емпиричните резултати) за функционалната връзка между динамиката на преразпределението и промяната на паричния режим.

JEL: D31, E42, P30

Един от основните въпроси на посткомунистическия период, който все още търси своя отговор, е за това кой печели и кой губи от прехода.¹

Дълбоката и като цяло неочаквана смяна на системата (от планова, социалистическа към пазарна, капиталистическа икономика) предизвика мащабно преразпределение на богатство, собственост и капитали. Тя беше свързана с появата на нови актьори - било чрез трансформация или чрез изчезването на старите актьори. Осъществиха се първоначално натрупване на капитали и собственост чрез конвертиране на властови ресурси в пари и собственост. Пасивите и загубите се прехвърлиха към големи групи от населението, докато в ръцете на малка част се концентрираха печелившите дейности, като посредник на това стана преди всичко държавата и банковата система (също държавна по своя характер). Въпреки че се появили редица нови и самостоятелно изградилите бизнес-актьори, в общи линии богатството на нацията се съсредоточи в ръцете на онези, които имаха властови и политически позиции в старата планова система. Разбира се, трудно е да се отговори доколко този тип преход беше контролируем, планиран и доколко изобщо беше възможно той да се осъществи по друг, по-справедлив начин. Трудно е да се отговори и на въпроса дали беше възможна друг тип

¹ Подобно на всеки преход вж. Бухарин (1989 [1920]).

институционална смяна и доколко изобщо е възможно *apriori* да се избере справедлив и ефективен модел на преход.²

Постсоциалистическата динамика на българската икономика дава редица *специфични* възможности за анализи поради своеобразната времева граница, която поставя кризата и последвалата я смяна на паричния режим в средата на 1997 г. Чрез паричния съвет (ПС) най-новата икономическа история на страната се разделя на два симетрично противоположни периода, за които са характерни не само различни парични режими и различни типове икономическа политика, но и периоди, в които доминират различни актьори (в първия случай става въпрос за период на длъжниците, дебиторите, а във втория - на кредиторите). Връзката между паричния режим и преразпределението на богатството е несъмнена, въпреки че рядко е анализирана. В рамките на тази връзка логично идва и въпросът колко дълго даден паричен режим (дадена институция) би поддържал определено статукво в разпределение на богатството.³

Не само от историческа гледна точка обаче е интересно да се анализира преразпределението в преходния период. Членството на България в ЕС и бъдещото приемане на страната в Еврозоната поставят редица формални и неформални критерии за конвергенция и сходство на българската икономика, без постигането на които общата парична политика би била неефективна. Става въпрос за това доколко трансмисионните парични механизми са сходни с тези на страните в Еврозоната и доколко е подобно на европейското поведението на отделните сектори (актьори) в българската икономика. Макар и рядко споменавани, проблемите на преразпределението на финансовото богатство могат логично да се обвържат в теорията за паричните зони (било то оптимални, ендеогенни или политически). Защото не е все едно къде (в кой-сектор) се намира богатството, къде е ликвидната част на това богатство и т.н. Ролята на преразпределението е в тясна връзка със състоянието на кредитния канал и с ролята на финансовата система за трансмисионния механизъм.

За “лошата, крони” динамика на прехода е писано многократно. В последно време това стана своеобразна мода, която до голяма степен се диктува от все по-голямото значение, отделяно на институционалните, политическите и културните фактори и на критиката на неklasическия

² Няма съмнение, че моделът на преход въпреки някои специфики (които често се преувеличават) се прояви във всички бивши социалистически страни (Hodgson, 2006; Colombatto, 2006; Winiecki, 2004; Beck and Laeven, 2005; Pejovic, 2003; Стародубровская и May, 2004; Бунич, 2005 и др.).

³ С други думи, доколко и докога се изчерпва полезността (пределната полезност) на дадена институция.

подход към реформите в Източна Европа (често наричани Вашингтонски консенсус).

За съжаление рядко се предлагат емпирични анализи, главно поради липсата на адекватна методология за количествени анализи (Nenovsky, Rizopoulos, 2004). Трудностите и ограниченията пред емпиричния анализ на преразпределението са очевидни и могат да се сведат до три основни: (1) статистическите данни и редове за *стандартно* приетите сектори на икономиката (домакинства, държавно управление, нефинансови предприятия, банкова система и др.) са предназначени за друг тип анализи и поради своята агрегираност не ни казват много за това, което ни интересува; (2) съществуват трудности с идентифициране на актьорите, които не желаят да бъдат разкрити и (3) съществуват трудности с идентифициране на богатството, активите и пасивите на тези актьори.

Посочените ограничения поставят редица непреодолими познавателни бариери. Въпреки това според нас не бива да се чака. Възможно е да се направят първите стъпки, които в рамките на разполагаемите данни и на международно приетата методология биха ни позволили да изведем някои закономерности за динамиката на разпределението на богатството и за връзката на това разпределение с паричния режим. (Интересно е, че дори такъв тип анализи се правят рядко. В България едва през последните години се правят опити за построяване на финансовата сметка (част от СНС), която дава определени възможности за проследяване на динамиката на преразпределението на финансовото богатство - Михайлова, 2004, 2006).

Еволюция на финансовото богатство в България и паричния режим (1989-2005)

Както вече посочихме, финансовата криза и въвеждането на ПС (заменил дискреционната централна банка) разделят посткомунистическата история на България на два подпериода с противоположни модели на икономическа политика. Първият обхваща периода от 1989 до средата на 1997 г., а вторият - от средата на 1997 г. досега.

Няма да навлизаме в хронологични детайли. Читателят може да се запознае с обзорите на българския преход, направени в Dobrinsky (2000), Berlemann and Nenovsky (2004), Mihov (1999), Miller and Petranov (2001), Вучева (2001), Минасян (2002), Игнатиев (2005). По-скоро ще представим накратко основните черти и движещите сили на двата икономически модела от гледна точка на преразпределението.⁴

⁴ Оригинален емпиричен опит да се уловят преразпределителните ефекти от финансовата криза (в социален, етнически, полов, възрастов и регионален разрез) е направен в Adams-Kane and Lim (2005).

Накратко казано, първият период може да се определи от позициите на преразпределението като период на тотално господство на групата на длъжниците над тази на кредиторите. Групата на длъжниците беше хетерогенна и включваше преди всичко представители на държавата и политическото съсловие, субсидирани публични предприятия и рефинансирани банки, редица *крони* частни банки и предприятия, както и много "бандитски" стопански образувания. Централната банка беше също част от тази коалиция и без съмнение обслужваше (целенасочено или не) различните дебиторски интереси. *Юридически* тя беше независима институция, но на практика се превърна в трансмисионен механизъм на богатство в полза на длъжниците. Намирайки се на върха на финансовата пирамида, централната банка систематично (пак повтаряме, целенасочено или не) беше принудена да монетаризира загубите на предприятията, правителството и банковия сектор. От пари имаха нужда всички – и предприятията, и банките, натрупали значителен обем лоши вземания, и правителството, чиито вътрешен дълг и дефицит вземаха застрашителни размери (вж. табл. 1).

Механизмите на това монетаризиране не са нещо оригинално и са разгледани в Berlemann and Nenovsky (2004).⁵ Многобройните инструменти на парична политика (особено необезпеченото рефинансиране), политиката на валутен курс и др. бяха изцяло в интерес на определени групи актьори, свързани с коалицията на длъжниците. Функцията "кредитор от последна инстанция" (КПИ), която принципно се използва само в краен случай, беше постоянно изкарвана на преден план⁶ и не се направиха дори опити да се разграничат ликвидните от платежоспособните проблеми на банките. Домакинствата бяха основните кредитори и главните ощетени от мащабния механизъм на преразпределение. Тъй като потребителския кредит беше почти неразвит, то домакинствата бяха нето спестители и техните спестявания (във вид на депозити и ДЦК) систематично се обезценяваха. Същевременно външните кредитори на страната бяха загрижени за обслужването на външния дълг поради стопяващите се валутни резерви (вж. табл. 1). Логично настъпи финансовата криза, включваща като свои основни видими прояви хиперинфлацията, банковите фалити и кризата с публичните финанси. Хиперинфлацията обезцени дълговете и пасивите на коалицията от дебиторите (най-вече правителството), както и активите на основните вътрешни кредитори – домакинствата. Траекторията на кризата доведе до смяната на дискредитирала се инфлационна и дискреционна централна банка с рестриктивен паричен съвет (той беше въведен на 1 юли 1997 г.).⁷

⁵ Относно финансовата криза вж. също Balyozov (1999).

⁶ Berlemann and Nenovsky (2004) говорят за "кредитор от първа инстанция".

⁷ За повече подробности относно особеностите на функциониране на ПС вж. Nenovsky и Hristov (2002) и Miller (1999).

Таблица 1

Някои икономически променливи, България (1994-2001 г.)

	1994 г.	1995 г.	1996 г.	06/1997 г.	1997 г.	1998 г.	1999 г.	2000 г.	2001 г.
Инфлация (%)	121.9	32.9	310.8	484.2	16.2*	1.0	6.2	11.3	4.8
Реални заплати (USD)	89	110	75	6	78	101	108	105	114
Реални лихвени проценти по депозитите**	па	33.7	-50.4	-73.6	-12.54*	2	-2.7	-7.5	-1.7
Реална доходност по съкровищните бонове (%)	па	11.6	-47.8	-53.3	-7.1*	5	-0.7	-6.5	-0.2
Външен дълг/БВП	128.8	73.3	243.5	103.6	84.1	72.9	70.1	73.7	67
Вътрешен дълг/БВП	52.1	39.3	60.1	23.6	16	13.8	12.5	6.9	6.6
ΔВъншен дълг/ ΔВътрешен дълг	0.87	0.87	0.82	3.01	1.20	1.00	1.07	1.90	0.95
Валутни резерви (млн. USD)	1311	1546	793	1626	2474.1	3051.1	3221.6	3460.3	3580.3
Нарастване на валутните резерви	35.9	17.9	-48.7	105.1	52.2	23.3	5.6	7.4	3.5
Валутни резерви като месеци внос	3.1	2.8	1.5	1.0	5.1	6.1	5.9	5.4	5.0
Цени на брейди книгата (Brady bonds)	21.72	23.95	33.27	46.4	54	59	62.5	72.8	79.7
Фискален резерв (млн. лв.)	па	па	па	1154	1601	1900	2693	2609	2571
Лоши и съмнителни вземания (% от общите вземания)	82.3	74.1	46.3	па	41.8	31	26.7	17.3	7.7
Сеньораж/БВП	па	4.4	4.9	па	0.9	0.8	1.1	1.2	1.1
Лихвени разходи/общо разходи	31.9	44.9	63.1	па	38	24.9	9.1	9.6	9.1

* Сравнено с 06/1997.

**Реалните лихвени проценти са изчислени по формулата на Фишер, $1 + r = \frac{1 + i}{1 + \pi}$, където r е реалнаталихва, i – номиналната лихва и π – инфлацията.

Източник: БНБ, НСИ, собствени изчисления.

Новият режим дава повече сигурност на външните кредитори и спира принципно механизмите за монетизиране на загубите в различните участъци на икономиката. Изгубили своите спестявания в хиперинфлацията, домакинствата разчитаха на положителни реални лихвени проценти, които да защитават покупателната способност на активите им. Самата механика на ПС води до натрупване на валутни резерви, които обезпечават плащанията по външния дълг. Днес ПС в България е рестриктивен паричен режим, като функциите на КПИ са възможни само при определени и строго дефинирани случаи. Няма съмнение, че в режим на ПС централната банка стои твърдо на страната на коалицията от кредитори. Не случайно, обосновано или не, през целия период на функциониране на ПС представителите на групата на дебиторите го обвиняват в затормозяване на реалната икономика, в надценяване на лева, т.е. в намаляване на конкурентоспособността на износа и т.н.

Теоретичната идея за смяната на паричния режим като резултат от промяна в съотношението на силите между отделните групи кредитори (в случая на България - вътрешни и външни) и дебитори е представена в Nenovsky and Rizopoulos (2003), където е направен опит тя да бъде илюстрирана, а в Nenovsky and Rizopoulos (2004) е посочена възможна емпирична методология (тази на фокалните променливи), която позволява количествени оценки.

Хипотезата, която ще представим, отчасти се базира на посочените две изследвания, но тук тя е формулирана малко по-различно.

Въвеждането на ПС е институционална смяна на паричния режим, която води до нарастване ролята на кредиторите (най-вече външните) за сметка на дебиторите. Дебиторите доминираха в предишния режим на дискреционна централна банка. С течение на времето обаче ефектът от ПС, т.е. неговата пределна ефективност като защитник на външните кредитори, намалява, потребителският кредит се разраства (домакинствата стават все повече дебитори, въпреки че нетната им финансова позиция се запазва). Намаляващата роля на ПС се компенсира все повече от фискалната политика на правителството, което става нетен спестител (грубо казано, превръща се от нетен дебитор в нетен спестител). Нещо повече, съществува вътрешен вграден механизъм, който води до определена цикличност в позициите на кредиторите и дебиторите. До голяма степен самият паричен режим е част от тази *ендогенна смяна*. (Например чрез "ефекта на доверие" ПС създава стимули потребителският и жилищният кредит да се разраснат. Наистина в България пречупването на кредита към растеж започна да се забелязва едва на петата година от въвеждането на ПС, което не изключително бавно в сравнение опита на други страни с такъв съвет и фиксиран курс - Rebelo and Vegh, 1996).

Емпирични изследвания на финансовото богатство (1998-2005 г.)

Както посочихме, ПС промени разпределителния процес и отношенията между кредитори и дебитори в полза на първите. Как обаче еволюира тази зависимост с течение на времето и от какво зависи тази еволюция, са важни

въпроси, на които е възможно да се даде частичен отговор чрез проследяването на изменението на финансовото богатство на икономическите агенти, т.е. нетната им финансова позиция и структурата на финансовите им активи и пасиви, които са определящи при класифицирането на икономическите агенти като дебитори или кредитори. Емпиричното изследване на изменението на финансовото богатство на институционалните сектори и промяната в тенденциите е направено въз основа на емпиричните резултати, получени от разработените финансови сметки според предложената методология в Михайлова (2004; 2006).⁸

Нетното богатство на основните агенти

Както посочихме, основните икономически агенти у нас са домакинствата, нефинансовите предприятия, правителството и финансовите предприятия. Външните кредитори също играят водеща роля за нашата икономика, особено преди въвеждането на паричния съвет. Интересите на международните институции и съюзи са определящи за преразпределителните процеси в една малка отворена икономика, каквата е българската, тъй като те осигуряват финансови ресурси за преодоляване на възникнали неравновесия и дисбаланси. Въпреки че през последните години значението на външните кредитори постепенно отслабва, все още те продължават да играят важна роля в взаимоотношенията между кредиторите и дебиторите.

Домакинствата са основните вътрешни кредитори и остават такива и след въвеждането на ПС. След кризата тяхната нетна финансова позиция нараства постоянно, т.е. нетното финансово богатство на домакинствата се увеличава. Високият икономически растеж през последните години, макроикономическата стабилност, възстановеното доверие във финансовата система са фактори обуславящи този ръст. Финансовото богатство на домакинствата нараства с по-голям темп до 2001 г., след което се наблюдава забавяне и по-умерени ръстове (вж. фиг. 1). Това забавяне може да се интерпретира с изчерпване ролята на смяната на паричния режим за нарастването на финансовото богатство на домакинствата поради възможностите от реализиране на допълнителни ползи от стабилизирането на макроикономическата среда и осигуряването на сравнително предвидими условия. Допълнителен стимул за по-нататъшното повишаване на благосъстоянието на населението са не толкова положителните очаквания за стабилност, колкото политиката за нарастване на доходите на домакинствата и възможностите за увеличаване на спестяванията под форма на финансови инструменти. Динамиката на придобитите финансови активи и съответно на финансовото богатство следва тази на работната

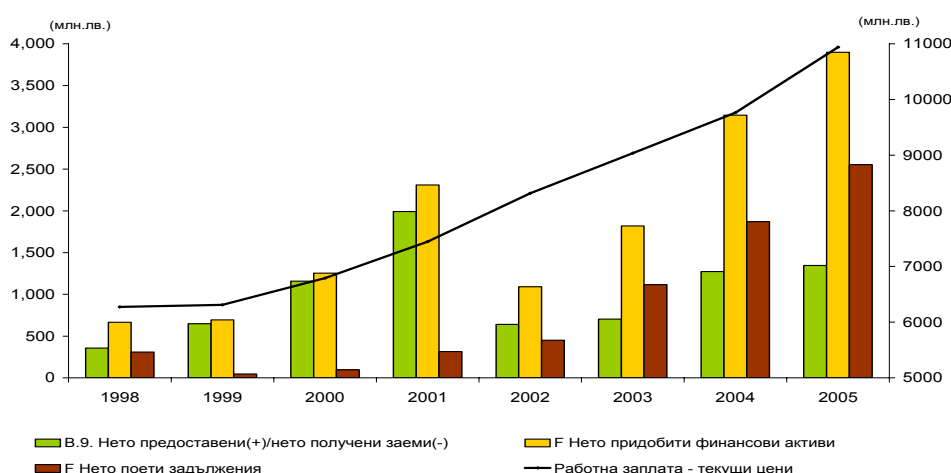
⁸ В България започват да се публикуват годишни финансови сметки през 2005 г. и към сегашния момент има разработени такива само за кратък период (2001-2004 г.), поради което данните все още не могат да се използват при анализа на по-голям период. Освен това досега не са разработени тримесечни данни, което налага да се използва методологията в тези изследвания, която до голяма степен отговаря на изискванията и препоръките на ЕЧС и СНС.

Динамика на финансовото богатство на институционалните сектори в България...

заплата,⁹ която се използва за измерител на нарасналите доходи на домакинствата. При увеличаването на доходите на сектора инвестициите във финансови активи растат.¹⁰ Прави впечатление обаче, че при единица нарастване на доходите нетното финансово богатство се увеличава в по-малка степен, което се свързва с по-ниската склонност към спестяване¹¹ и повишаващата се част от дохода, която се използва за потребление.

Фигура 1

Динамика на финансовите активи и пасиви на домакинствата (1998 – 2005 г.)



Източник. Собствени изчисления.

Забавянето на ръста във финансовото богатство на основните вътрешни кредитори се дължи и на засилващото се значение на заемните ресурси на домакинствата. През последните три години те се ориентират все повече към финансиране на покупката на жилища и извършване на потребителски разходи със заемни средства.

⁹ За източник на данни за работната заплата е използвана сметката "Формиране на дохода" по икономически сектори. От работната заплата са изключени социалноосигурителните вноски.

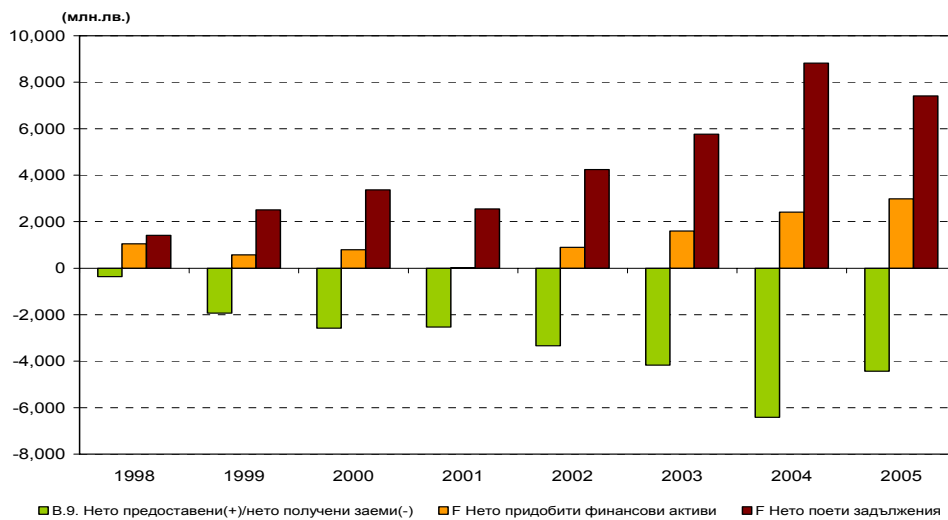
¹⁰ Нарастването на инвестициите във финансови активи е по-голямо от повишаването на доходите под формата на работната заплата.

¹¹ Трябва да се имат предвид и инвестициите в реални активи, но тъй като секторните сметки, публикувани от НСИ, не показват съществено изменение, този извод може да се направи в придобитите реални активи от домакинствата. Бруто капиталобразуването на домакинствата възлиза на 217, 215 и 280 млн. лв. съответно за 2002, 2003 и 2004 г.

Нефинансовите предприятия в българската икономика се очертават като основни нетни заематели (дебитори). През разглеждания период нетната им финансова позиция се влошава с изключение на 2005 г., когато се наблюдава забавяне на кредитния ръст за нефинансовите предприятия в резултат от предприетите рестриктивни мерки от страна на централната банка. През първите години от въвеждането на ПС прави впечатление почти постоянното изменение на нетното финансово богатство на предприятията от реалния сектор (вж. фиг. 2). Това подсказва, че смяната на паричния режим не води веднага до съществена промяна в поведението на дебиторите и не се индуцира някакво съществено преразпределение на богатството като резултат от въвеждането на ПС. Това може да послужи като потвърждение на изказаното от нас твърдение, че промяната на паричния режим е в полза на кредиторите, а не на дебиторите. Нефинансовите предприятия започват по-съществено да влошават нетната си финансова позиция след 2002 г., когато вече са поставени основите на пазарните механизми, постигната е макроикономическа стабилизация и доверие в институциите и икономиката. Предвидимата и стабилна макроикономическа среда осигурява условия за разширяване на дейността на предприятията и финансирането им със заемни средства не само от вътрешни, но и от външни източници.

Фигура 2

Изменение на финансовите активи и пасиви на нефинансовите предприятия и небанковите финансови институции (1998-2005 г.)

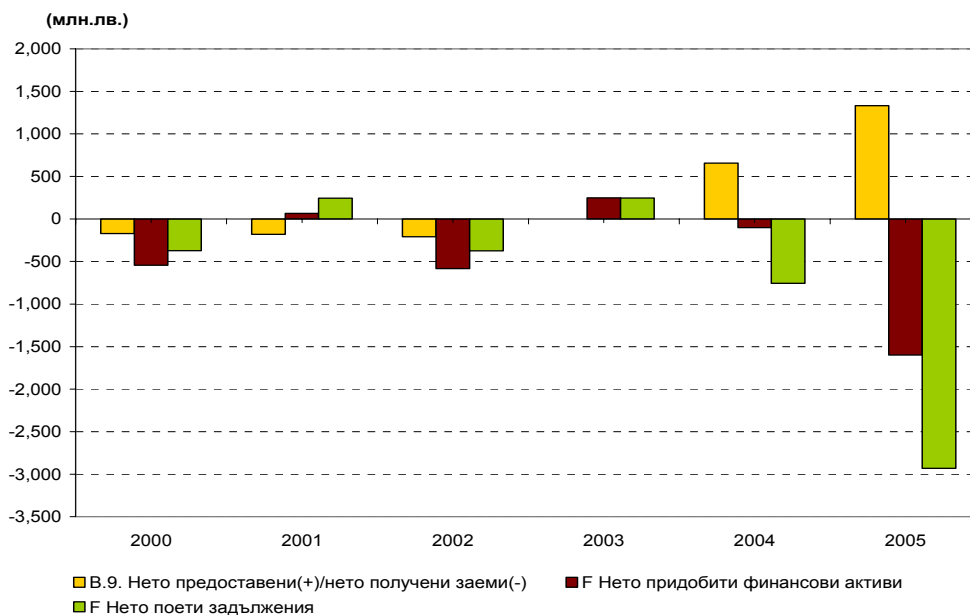


Източник. Собствени изчисления.

Докато през анализирания период домакинствата и нефинансовите предприятия могат еднозначно да се определят като кредитори, респ. дебитори, *правителственият сектор* е твърде трудно да бъде отнесен към само една от категориите. Преди 2002 г. той се очертава като нетен дебитор, а след това се определя като нетен кредитор за българската икономика (т.е. този сектор “смени финансовите си позиции”). Въвеждането на ПС се съчетава с премахването на “меките” бюджетни ограничения и въвеждането на т.нар. твърди бюджетни ограничения, при което се наблюдава затягане на фискалната политика и спиране на неконтролируемото финансиране на правителството от централната банка и пренасянето на загубите от реалния сектор върху банковата система. Тези нови правила водят до налагането на строга фискална дисциплина, която допринася за подобряването на нетната финансова позиция на сектора и реализирането на бюджетни излишъци. Поради засилването на ролята на фискалната политика и постепенното отслабване на ролята на паричната политика при справянето с възникващите външноикономически неравновесия (дефицити по текущата сметка) може да се предположи, че пределната полезност (дисциплина и доверие) на ПС постепенно намалява.

Фигура 3

Нетна финансова позиция на правителствен сектор (1998-2005 г.)



Източник. Собствени изчисления.

При разглеждането на поведението на *банковата система* не може да се направи извод, че определена група търговски банки са нетни кредитори или нетни дебитори в зависимост от това дали те са частни или държавни, респ. дали обслужват частни или държавни предприятия, нещо, което може да бъде видно през периода преди въвеждането на ПС (Nenovsky, Rizopoulos 2003; 2004). Пазарните механизми, конкуренцията, строгите правила на ПС не позволяват формална зависимост на търговските банки от останалите икономически агенти, поради което те изпълняват преди всичко посредническа роля.

Моделиране на поведението на основните агенти

Измерването на финансовото богатство на институционалните сектори е полезно, но не ни дава достатъчна информация за причините, които движат финансовите потоци. Моделирането на поведението на икономическите агенти (в случая сектори) позволява да се обособят факторите, които стоят зад едно или друго поведение на тези агенти, и съответно да се обяснят причините за нарастващата им или намаляващата им нетна финансова позиция.¹²

При моделирането на *поведението на домакинствата* по отношение на придобиването на финансовите активи, респ. финансовите пасиви, се установява, че работната заплата е един от основните фактори за динамиката на придобитите финансови активи от сектор "домакинства", защото при нарастване на разполагаемите финансови средства се увеличава възможността за спестявания. Това се потвърждава при иконометричната оценка (вж. табл. 2). В структурата на изменението на финансовите активи на домакинствата след 1998 г. депозитите съставляват повече от 60% от общото изменение на финансовите активи (през 1998 г. 37.9%, а през 2005 г. – 69.9%).¹³ Затова е логично да се очаква общото изменение на финансовите активи да зависи от лихвения процент по депозитите. Иконометричните симулации показват положителна зависимост на нетното изменение на финансовите активи от лихвените проценти по срочни депозити в лева. Затова пък лихвеният процент по ДЦК не показва статистически значима зависимост върху изменението на нетните финансови активи, което се дължи на относително малкия дял на ценните книжа в активите на домакинствата. Валутният курс на USD към лева показва статистически значима отрицателна връзка поради това, че при нарастване на валутния курс местната парична

¹² Оценяваният период обхваща от 1998 до 2005 г., като са използвани тримесечни данни от разработените финансови сметки според посочената вече методология. Оставяме настрана проблематиката за голямата агрегираност на институционалните сектори. Както посочихме, за *другия* тип актьори нямаме статистическа информация.

¹³ През 1998 г. депозитите заемат сравнително малък дял от общото изменение на придобитите финансови активи на сектор "домакинства" поради все още ниското равнище на доверие във финансовата система.

Динамика на финансовото богатство на институционалните сектори в България...

единица се обезценява и домакинствата придобиват по-малко финансови активи, деноминирани в лева. Оказва се, че инфлацията не е определящ фактор за поведението на домакинствата при придобиването на финансови активи, което може да бъде обяснено с установяването на ниски нива на инфлация след въвеждането на ПС.

Таблица 2

Модели за поведението на сектор домакинства по отношение на придобиването на финансови активи/пасиви (1998-2005 г.)

Променливи	ΔНетно изменение на финансовите активи	ΔНетно изменение на финансовите пасиви
Δ Работната заплата	24.61 (3.31)	
Дъми променлива 0401	1130.90 (4.46)	
Валутен курс в края на периода	-434.76 (-2.67)	
Лихвен процент по срочни депозити (пв.)	228.14 (2.34)	
Δ Нетно изменение на финансовите активи (-1)	-0.43 (-3.68)	
Δ Нетно изменение на финансовите активи (-2)	-0.60 (-5.51)	
Δ Работната заплата (-2)		0.12 (1.78)
Δ Лихвен процент по дългосрочни кредити за домакинствата		-54.20 (-2.81)
Дъми променлива 0205		-259.52 (-4.96)
Дъми променлива 0105		104.50 (2.14)
@SEAS(2)		66.22
R-squared	0.78	0.68
Adjusted R-squared	0.73	0.62
Durbin-Watson stat	2.11	2.00

Забележка: В скобите са дадени t-статистиките на коефициентите на обясняващите променливи.

По отношение на поемането на задължения определящи фактори за домакинствата са лихвените проценти по кредитите. Тяхното намаление води до растеж в склонността за поемането на нови кредити. Задълженията растат

и с увеличаване на доходите, измерени чрез работната заплата. Установява се, че домакинствата вземат своите решения за теглене на кредит въз основа на доходите, реализирани в минал период. В оценения модел са включени глухи (дъми) променливи с цел отразяването на влиянието на кредитните ограничения върху търговските банки от страна на централната банка.

Придобиването на финансови активи от *нефинансовите предприятия* се влияе от сходни фактори (вж. табл. 3), каквито бяха оценени и при домакинствата. Динамиката на придобитите финансови активи зависи от реализираните доходи от фирмите, които измерваме с динамиката на брутния опериращ излишък и брутния смесен доход.¹⁴ Лихвените проценти по срочните депозити в лева също показват статистически значимо положително въздействие върху зависимата променлива. При нарастване на лихвените проценти предприятията логично имат стимул за акумулиране на средства в банковата система (при вземане на решения се имат предвид промените в лихвените проценти в предходния период, тъй като е необходимо време за приспособяване към новите лихвени условия и планиране на дейността). Друг основен фактор се оказва валутният курс на USD срещу лева, който има отрицателно влияние. Предприятията вземат своите решения въз основа на миналото си поведение, поради което зависимата променлива е включена с лаг единица в оценяваното уравнение и показва статистически значима зависимост.

Трябва да се отбележи, че през първото тримесечие на 2005 г. се наблюдава масова кампания на търговските банки по привличане на депозити с цел увеличаване на кредитната база, за да се заобиколят регулациите върху ограничаването на кредитния ръст от страна на централната банка. Кредитните ограничения доведоха до съществена промяна в динамиката на кредитите за предприятията през първото и второто тримесечие. Поради това в регресиите са включени две дъми променливи с цел отчитане на ефекта от мерките.

При търсенето на кредитни ресурси предприятията се съобразяват с размера на извършваните разходи. Като техен апроксиматор в модела е използвано междинното потребление. При нарастването на разходите се увеличава и финансирането, което обяснява оценената положителна зависимост. Способността на предприятията да поемат своите задължения, измерена с реализирания от тях резултат, също се влияе положително, но решенията на фирмата се вземат въз основа на реализираните печалби преди две тримесечия. На практика предприятията имат нужда от известно време, преди да решат дали да вземат кредит от банковата система. Това се обосновава с необходимостта за вземане на решение не на базата на текущия резултат, който всъщност не дава ясна представа дали предприятието ще може да реализира подобен резултат през следващия период, а за един по-предишен период. Това позволява сравнимост с резултатите, получени в следващите периоди.

¹⁴ По-коректно е използването само на брутния опериращ излишък, но не се публикуват тримесечни данни за двата показателя поотделно.

Таблица 3

Модели за поведението на нефинансовите предприятия по отношение на придобиването на финансови активи/пасиви (1998-2005 г.)

Променливи	Нетно изменение на финансовите активи	Нетно изменение на финансовите пасиви
Дъми променлива 0205		-4256.86 (-8.84)
Дъми променлива 0105	3019.30 (7.81)	2419.05 (4.68)
Δ Бруто опериращ излишък и брутен смесен доход	0.14 (2.03)	
Лихвен процент по срочни депозити в лева (-1)	553.10 (3.27)	
Валутен курс в края на периода	-751.27 (-2.71)	
Нетно изменение на финансовите активи (-1)	-0.41 (-4.46)	
Δ Междинно потребление		0.40 (4.53)
Нетно изменение на финансовите пасиви (-1)		0.43 (4.65)
Δ Бруто опериращ излишък и брутен смесен доход (-2)		0.75 (5.17)
Δ Изменение на дългосрочните лихвени проценти по кредити (EUR)		-106.6 (-1.69)
Нетно изменение на финансовите пасиви (-2)		0.50 (6.58)
R-squared	0.81	0.86
Adjusted R-squared	0.77	0.82
Durbin-Watson stat	1.41	2.28

Забележка: В скобите са дадени t-статистиките на коефициентите на обясняващите променливи.

Източник. Собствени изчисления.

Лихвените равнища по дългосрочните кредити в EUR също притежават статистическа значимост. Единствено лихвените проценти по кредитите в EUR се оказват съществени, тъй като дългосрочните кредити в EUR съставляват и основен дял от отпуснатите за предприятията.¹⁵ При намаление на лихвените проценти нараства размерът на търсените кредити. Инфлацията отново не показва значимо влияние, както беше установено и при домакинствата.

Динамиката на финансовите активи и пасиви на сектор „*държавно управление*“ се определя от спецификата на въведения PS в страната, поради това, че действията на правителството се отразяват върху размера на валутните резерви и съответно на депозита на правителството, който се държи в пасива на Емисионно управление на БНБ.¹⁶ Поради тази причина валутните резерви са включени като обясняваща променлива в модела за изменението на финансовите активи на държавно управление, от които една съществена част са депозити.¹⁷

Правителството използва фискалния резерв при извършването на плащанията по външния и вътрешния дълг, поради което при увеличаване на лихвените плащания намалява депозитът на правителството и съответно се наблюдава спад в изменението на финансовите му активи (вж. табл. 4). Депозитите зависят също и от потреблението на правителството, което се измерва с колективното потребление и крайните потребителски разходи. При нарастването на съответните потребителски разходи би трябвало да намаляват съответните депозити на правителството, което се потвърждава с оценения статистически значим коефициент.

Изменението на финансовите пасиви на държавното управление се обяснява, като финансовите инструменти се обособят по видове – заеми и ценни книжа. Основанието за това е, че заемите са по-зависими от интересите на международните институции и кредитори, отколкото ценните книжа, при които водеща и активна е по-скоро ролята на правителството (поради по-различната процедура на заемане на ресурси чрез ценни книжа).

¹⁵ В края на 2005 г. 67% от дългосрочните кредити на нефинансовите предприятия са в EUR, а дългосрочните кредити от общата сума на кредитите на предприятията са 67.8 %.

¹⁶ За подробности относно спецификата на паричния съвет в България вж. Nenovsky and Hristov (2002), Petranov и Miller (2001).

¹⁷ При увеличаването на валутните резерви нараства и депозитът на правителството, а не само резервните пари, тъй като в България се нарушава автоматичният механизъм на PS поради неговата специфика (Неновски, Христов, 2002)). Друга съществена част са чуждестранните ДЦК, които се поддържат като обезпечение по емитираните брейди облигации. През анализирания период се наблюдава намаление на този финансов актив поради предприетите действия на правителството по реструктуриране на дълга през 2002 г. и неговото изкупуване през последните две години от периода.

Заемането на финансови ресурси чрез емитиране на ценни книжа зависи до голяма степен от макроикономическата ситуация, поради което се използват индикатори, характеризиращи икономическата среда в страната. За целта се вземат под внимание реализираният БВП, инфлацията и преките чуждестранни инвестиции. Всички показатели показват положителна зависимост върху изменението на ценните книжа, тъй като при стабилност и добри показатели за макроикономическото развитие външните кредитори имат по-голям стимул да инвестират своите средства в друга страна и увеличават придобиването на държавни ценни книжа. Шестмесечния ЛИБОР също оказва влияние върху емитирането на дълг, тъй като при нарастването на лихвения процент в чужбина се увеличават разходите за емитента и съответно правителството се въздържа от емитиране на нови държавни ценни книжа.¹⁸

Кредитите се свързват с изменението на външния дълг в техния компонент заеми. Факторите, от които зависи динамиката на кредитите, трябва да се отнасят отново до стабилността и развитието на българската икономика. По подобие на ценните книжа е направен опит за оценяването на зависимата променлива, но резултатите не са задоволителни. Установява се, че динамиката на тази променлива не зависи от определени фактори, а по-скоро може да се обясни с определена политика от страна на управляващите. Това се свързва и с интересите на отделните международни институции относно отпускането на целеви кредити за развитие на определени области, за извършването на структурната реформа в преходния период и др.

Включените в регресиите фактори при обясняване на динамиката на кредитите са инфлацията, БВП, преките чуждестранни инвестиции в страната. Всички те обаче показват лоши статистически характеристики поради което са изключени от крайните резултати. Единствената променлива, която има значим коефициент, е балансът на правителството¹⁹. Когато нараства излишъкът (съответно намалява дефицитът), необходимостта от допълнителни заеми намалява (т.е. функционалната връзка трябва да е отрицателна). Коефициентът на независимата променлива с лаг три в оцененото уравнение за кредитите е отрицателен, с което се потвърждава очакваната зависимост. Лагът на независимата променлива се свързва с необходимостта от известно време след реализираните дефицити/излишъци да се вземе решение за начина на финансиране на дефицита, респ. за оползотворяване на реализирания излишък, и при възникнала необходимост

¹⁸ Лихвените плащания по българските брейди облигации се определят въз основа на шестмесечния ЛИБОР.

¹⁹ Измерен с разликата между общите приходи и общите разходи на правителството в консолидираната фискална програма т.е. това е дефицитът или излишъкът на правителството, който не е точно равен на нето получени/нето предоставени заеми.

от финансиране чрез кредити да се уредят взаимоотношенията между държавното управление и съответните външни кредитори.

Таблица 4

Модели за поведението на сектор "държавно управление" по отношение на придобиването на финансови активи/пасиви (1998-2005 г.)

Променливи	Нетно изменение на финансовите активи	Изменение на ценните книжа (пасив)	Изменение на заемите (пасив)
Дъми променлива 0105	-1510.97 (-4.9)		
Изменение на ценните книжа (пасив) (-1)		0.51 (3.36)	
Δ ПЧИ в България (-1)		0.09 (3.32)	
Δ Инфлация (-1)		0.44 (2.04)	
Δ Шестмесечен ЛИБОР (-1)		-64.78 (-1.78)	
Δ БВП(-1)		0.02 (1.60)	
@SEAS(1)		-186.98 (-4.45)	
Δ Бюджетен излишък/дефицит(-3)			-0.2 (-2.37)
Изменение на заемите (пасив) (-3)			0.2 (1.54)
@SEAS(3)			-221.3 (-2.58)
Δ Правителствено потребл.	-0.99 (-4.50)		
Δ Лихвени разходи	-1.10 (-4.32)		
@SEAS(4)	-325.82 (-2.44)		
Δ Международни валутни резерви	0.39 (3.73)		
R-squared	0.75	0.52	0.27
Adjusted R-squared	0.71	0.41	0.22
Durbin-Watson stat	2.12	1.88	1.91

Забележка. В скобите са дадени t-статистиките на коефициентите на обясняващите променливи.

Въпреки ограниченията на иконометричните тестове резултатите ни дават определена информация, която да ни послужи при обсъждане на представената теоретична хипотеза.

Дискусия

От направения емпиричен анализ на финансовото богатство по институционални сектори се очертават няколко основни тенденции.

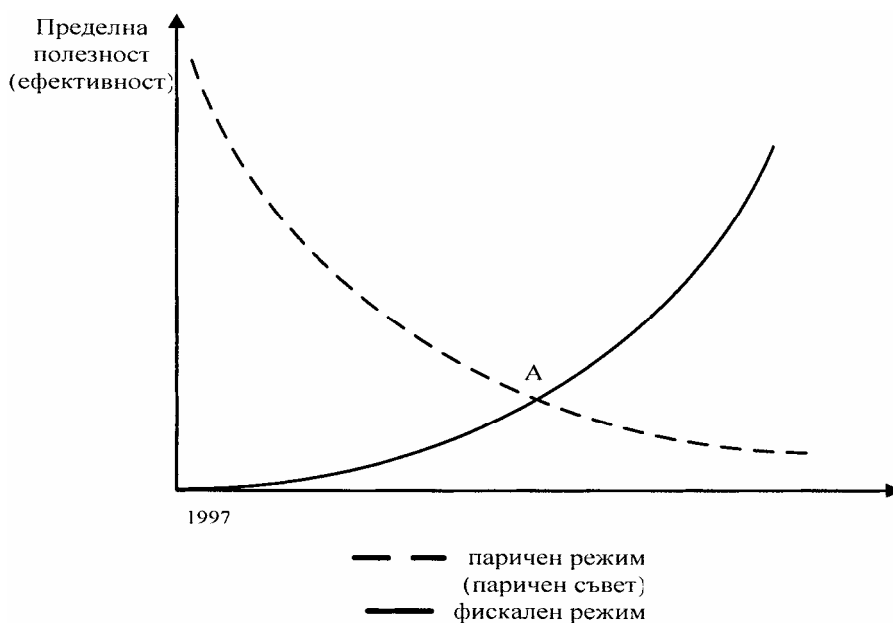
Домакинствата остават основни нетни кредитори в българската икономика за периода 1998-2005 г. въпреки забавянето на темповете на прираст на финансовото богатство. Подобно забавяне може да се интерпретира с изчерпването на ролята на смяната на паричния режим за нарастването на финансовото богатство на домакинствата поради възможностите от реализиране на допълнителни ползи от стабилизиране на макроикономическата среда и осигуряване на сравнително предвидими условия. Това изчерпване на ролята на смяната на паричния режим започва да се компенсира частично от фискалната политика, която след 2002 г. е рестриктивна. Тя от своя страна води до превръщането на правителството от нетен дебитор в нетен кредитор в икономиката. Тези изводи са потвърждение на хипотезата за намаляващата пределна полезност на паричния съвет (смяната на паричния режим) и нарастващата пределна полезност на фискалната политика (вж. фиг. 4).

Правителството се превръща в кредитор през последните години от анализирания период, като предприема политика на намаляване на външния дълг (което е и в унисон с изпълнението на Маастрихтските критерии за членство в Еврозоната). Тази политика води до ограничаване ролята на външните кредитори, т.е. до известно освобождаване на правителствения сектор от външните кредитори и по-голяма зависимост от тях. Трябва да се изтъкне обаче фактът, че освобождаването на правителството от силната зависимост от чуждестранните инвеститори, както и политиката на ограничаване на кредитните ръстове в българската икономика в края на 2004 и началото на 2005 г. доведе до изкривяване на пазарните механизми и до все по-голяма зависимост на нефинансовите предприятия от външния свят, т.е. ПС сам по себе си засилва ролята на вътрешните и вътрешните кредитори за разлика от ролята на дебиторите, които бяха определящи със своите интереси и власт през периода преди смяната на паричния режим. Това потвърждава и изказаната от нас хипотеза, че въвеждането на ПС води до нарастване ролята на кредиторите за сметка на дебиторите. Има основания да се твърди, че намаляващата ефективност на ПС като режим, защитаващ преди всичко интересите на кредиторите, се компенсира все повече от фискалната политика, която поема отчасти неговата роля (след точка А на фиг. 4 ролите на ПС и фискалната политика се променят).²⁰

²⁰ Георги Чобанов (2005) е един от първите, насочили концептуално вниманието върху важноста да се изследва пределната полезност (ефективност) на ПС.

Фигура 4

Пределна полезност (ефективност) на ПС и на фискалната политика



През периода след въвеждането на ПС се наблюдава и промяна на значимостта на някои фактори, които бяха водещи при определянето на поведението на икономическите агенти. През този период се установява, че инфлацията не е определяща за поведението на домакинствата, нефинансовите предприятия и правителствения сектор. Причината за това е постигането на ниски и предвидими нива на инфлация през годините след промяната на паричния режим. Преди въвеждането на ПС тя се смята за един от водещите фактори, които определят придобиването на финансови или реални активи. Същевременно валутният курс запазва все още своята значимост за изменението на финансовите активи на домакинствата и предприятията, но може да се очаква отслабване на неговата роля в бъдеще. Все още значимостта на валутния курс се дължи на необходимостта от известно време за преориентиране на икономическите агенти и обвързването им към еврото (поради членството на България в ЕС). Факторите, които са определящи за поведението на домакинствата и нефинансовите предприятия, са най-вече доходите, измерени съответно с работната заплата и

реализирания резултат от фирмите (брутен опериращ излишък и брутен смесен доход). При нарастване на доходите на тези икономически агенти се увеличава финансово им богатство.

И така има основания да се твърди, че смяната на паричния режим не само е предизвикана от значителни диспропорции в съотношението на силите между кредитори и дебитори, но и самият паричен режим влияе върху динамиката на финансовото богатство на основните кредиторски и дебиторски сектори. С течение на времето може да се предположи наличието на вътрешна, еднородна (циклична) динамика в рамките на връзката "паричен режим-разпределение на финансовото богатство", която води до трансформиране (обръщане) на "финансовите роли" на основните институционални сектори. Това обръщане, невинаги пълно, разбира се, води до намаляване на полезността на паричния режим от гледна точка на водещите актьори, което за да не доведе до крах, може да се компенсира чрез алтернативни институционални поведения (в случая с рестриктивна фискална политика, която води до финансов излишък в публичния сектор - т. А на фиг. 4).

Подобни идеи обаче са твърде общи - конкретните механизми на посочената ендогенна динамика трябва да бъдат подробно изучени.

Използвана литература:

Бунич, А. Осень олигархов. История прихватизации и будущее России. Москва: Эксмо, 2006.

Бухарин, Н. [1920]. Экономика переходного периода.- В: Бухарин, Н. Проблемы теории и практики социализма. Москва: Издательство политической литературы, 1989.

Вучева, Х. Икономическата политика в периода 1991-2000. С.: Стопанство, 2001.

Игнатиев, П. Банковата криза в България през 1996-1997 г. С.: СИЕЛА, 2005.

Минасян, Г. (.). Финансова стабилизация и икономически растеж. С.: АИ "Марин Дринов", 2002.

Михайлова, Г. Съставяне и анализ на финансова сметка за българската икономика. Система на национални сметки. Серия икономически изследвания. Агенция за икономически анализи и прогнози, 2004.

Михайлова, Г. Преразпределение на финансовото богатство в българската икономика през периода 1998-2005 г. (докторска дисертация). Университет за национално и световно стопанство, 2006.

Стародубровская, И., В. Мау. [2001]. Великие революции. От Кромвеля до Путина. Москва: Вагриус, 2004.

Чобанов, Г. Ролята на институциите за икономическия растеж и правилата на валутен борд. СУ "Св. Климент Охридски", Стопански факултет, 2005.

Balyozov, Z. The Bulgarian financial crisis of 1996-1997. BNB Discussion Papers, DP/7/99, 1999.

Beck, T., L. Laeven. Institutional Building and Growth in Transition Economies. World Bank Policy Research Paper N 3657, 2005.

Berlemann, M., N. Nenovsky. Lending of First versus Lending of Last Resort: The Bulgarian Financial Crisis of 1996/1997. - Comparative Economic Studies, 2004, Vol. 46, N 2, p. 245-271.

Colombatto, E. On Growth and Development. - The Review of Austrian Economics, 2006, Vol.19, N 4, p. 243-260.

Dobrinsky, R. Transition crisis in Bulgaria. - Cambridge Journal of Economics, 2000, Vol. 24, N 5, p. 581-602.

Hodgson, G. Institutions, Recessions and Recovery in the Transitional Economies. - Journal of Economic Issues, 2006, Vol. 40, N 4, p. 875-894.

Adams-Kane, J., J. Lim. The Microeconomic Impact of Financial Crises : The case of Bulgaria. Discussion Papers, Bulgarian National Bank, 2005.

Mihov, I. The economic transition in Bulgaria 1989-1999. – In: Blejer, M. and M. Skreb (eds.). Transition: The first decade. MIT Press, 1999.

Nikolov, B., N. Markov, N. Dochev, R. Dobrinsky. Understanding reform success and failure: a country study for Bulgaria. Sofia, Center for Economic and Strategic Research, 2004.

Nenovsky, N., K. Hristov. New Currency Boards and discretion. The empirical evidence from Bulgaria. - Economic Systems, March 2002, Vol. 26, N 1, p. 55-72.

Nenovsky, N., Y. Rizopoulos. Extreme Monetary Regime Change. Evidence from Currency Board Introduction in Bulgaria. - Journal of Economic Issues, December 2003, Vol. 39, N 4, p. 909 – 941.

Nenovsky, N., Y. Rizopoulos. Peut-on mesurer le changement institutionnel du régime monétaire? - Revue d'économie financière, 2004, Vol. 75.

Pejovic, S. Understanding the Transaction Costs of Transition: it's the Culture, Stupid!. - The Review of Austrian Economics, 2003, Vol. 16, N 4, p. 347-361.

Petranov, S., J. Miller. The Financial System in the Bulgarian Economy. Bulgarian National Bank, 2001.

Rebelo, S., C. Vegh. Real effects of exchange-rate-based stabilization: an analysis of competing theories. NBER Macroeconomic Annual, 1996, p. 125-172.

Winięcki, J. Determinants of Catching Up or Falling Behind : Interaction of Formal and Informal Institutions. - Post-Communist Economies, 2004, Vol. 16, N 2, p. 137-152.

29.I.2007 г.