

# Кризис и ликвидност — институционални алтернативи

Калин Господинов\*

**Резюме:** Последната глобална икономическа криза принуждава изследователите да разгледат по нов начин проблемите на икономическата активност, да търсят нови подходи при изучаването на причините за цикличността в развитието на националните икономики и на глобалната икономика, като цяло. При това финансовата природа на актуалните кризисни явления изисква да се преосмислят теориите за деловите цикли, в които паричната система и финансовите пазари се разглеждат като катализатори или проводници на циклическите колебания.

В рамките на сегашното изследване е направен опит за характеризиране на основните етапи в еволюцията на теориите, изследващи значението на паричното обръщение в иницирането и разпространението на колебанията в деловата активност. Тези теории известни като монетарни теории за деловите цикли се явяват сравнително по-широки като обхват от чисто паричните теории. На фона на тяхното разнообразие и породилото се през последните години известно колебание в прогностичните им възможности особена роля и място може да заеме институционалната теория. Възникнала като своеобразна опозиция на традиционния икономикс, тя отразява, не толкова с помощта на формални модели и логически схеми, живата икономика

\* Калин Господинов е доктор, главен асистент в Икономически университет град Варна, e-mail: k.gospodinov@ue-varna.bg

в цялото и многообразие. Един от възможните алтернативни аспекти на нейното приложение касае проблема с ликвидността на глобално равнище, до който се стига с устойчива периодичност от XVII век насам. През последните години в тази връзка се предприемат нови практики и усилия от Централните банки и правителства на водещите държави, действия които имат нужда от теоретично осмисляне и обосноваване.

**Ключови думи:** икономически кризи, финансови кризи, ликвидност, монетарни теории, положителна лихва.

JEL: E 66.

*„Даже любовта не е лишила  
от разум толкова хора,  
колкото размишлението  
за природата на парите...”*

**У. Глагстон**

Парите са „ресурс”, без който е немислим който и да е икономически процес, битът на домакинствата и съществуването на държавата. Целият спектър на взаимоотношения (междучелностни, социални, икономически и пр.) придобиват смисъл, тежест или ценност, ако имат парично изражение<sup>2</sup>. И едва в условията на криза и то глобална финансова и икономическа криза доверието във възможностите на системата се поколебава и може да се окаже, че въпреки всичко алтернатива има.

<sup>2</sup> „В епохата на аристокрацията онова, което има стойност, няма цена; в епохата на демокрацията онова, което няма цена, няма стойност.” Николас Гомес Давила.

## Финанси и инвестиции

Алтернатива, която може да реши глобалните социални, екологични и икономически проблеми с други средства. В тази връзка се опираме на методологията на институционализма, защото той изучава еволюцията и ролята на институциите, а парите са институция. Освен това според институционализма икономическата система не е тъждествена с пазара (с паричната система), а значително по-мощна от него. И може би най-важното, разпределението на ресурсите не се обуславя в голяма степен и единствено от пазарните принципи и механизми, а от институциите и съответно от властните структури, изградени на тяхна основа. Тези виждания разширяват рамките на чистия неокласически анализ и предоставят по-големи възможности за реакция и изработването на решения на съвременните глобални проблеми.

**Основната цел**, която си поставяме, е да определим възможностите за стабилизация и балансиране на паричното обръщение, прилагайки методите за анализ на институционализма, а така също отделни аспекти от опита на австрийската школа относно еволюцията на паричните системи.

### 1. Еволюция на теориите за деловия цикъл

Главният проблем е ликвидността. Този проблем особено осезаемо се открие на фона на съвременната финансова криза. Осезаемо, само защото ние сме съвременници на случващото се, а не защото този проблем е уникален. Историята на икономическите кризи независимо от посочваните от анализаторите последици и критерии за класифицирането им в крайна сметка имат общ и неизменно присъстващ доминантен проблем – ликвидността. Ликвидността (liquidity) е счетоводно-финансов термин, свързан със способността на даден актив да бъде максимално бързо обменен и превърнат в парични средства,

без това особено да повлияе на цената<sup>3</sup>. Различават се няколко вида ликвидност: счетоводна, банкова, пазарна и други. В широк смисъл „липсата на ликвидност” и проблемите с ликвидността се свеждат до понятието „ликвидна криза”, което предполага липсата на пари изобщо, т. е. способността на икономическите субекти като домакинства, фирми или държава да посрещат краткосрочните си плащания и задължения. Отнесено към икономиката като цяло ликвидната криза означава, че двата главни източника на ликвидност: банките и фондовият пазар, рязко намаляват отпусканите заеми и сделките с ценни книжа, което предизвиква вълнообразен кризисен ефект върху цялата икономика. Историята на икономическите кризи потвърждава посочените особености<sup>4</sup>.

**Таблица 1.** Хронология и характеристика на икономическите кризи

Година	Характеристика и обхват
1719	Френска валутна криза. Реформите на Джон Лоу
1797	Финансова криза, предизвикана от временен отказ от златния стандарт в Англия
1819	Банкова криза в САЩ, предизвикана от диктата на Националната банка над регионалните.
1825	Банкова криза в Англия, Европа и Латинска Америка
1837	Банкова криза в Англия и САЩ
1857	Срив на курса на акциите и фондовия пазар и банковата система. Масово банкрутство на ЖП компании. САЩ, Великобритания, Германия, Франция.
1873-1878	Крах на фондовия пазар във Виена, Германия, САЩ. Най-продължителната криза готозава.

<sup>3</sup> The new Palgrave a dictionary of Economics V.3 p. 211.

<sup>4</sup> В литературата в обръщение се намират много определения за „финансова криза”. Според нас едно от най-уточнените и обобщаващи е мнението на М. D. Bordo (2008) и други автори, като за финансовата криза може да се говори, ако са налице банкова криза, дългова криза, валутна криза.

1907	Финансова криза, предизвикана от повишаването на лихвите от Английската банка, последвана от фондов крах в САЩ
1914	Международна финансова криза, предизвикана от тоталната разпродажба на чуждестранни финансови активи от правителствата на САЩ, Великобритания и Германия на фона на предстоящата война. Това довежда до крах на всички пазари, както стокови, така и финансови.
1920-1922	Свързан е с последвалата след войната дефлация. Банкови и валутни кризи в Дания, Италия, Финландия, Холандия, Норвегия, САЩ, Великобритания.
1929-1933	Черният четвъртък на Ню-Йоркската фондова борса. Става рязко падане на курса на акциите. Отменя на златния стандарт.
1957-1958	САЩ, Великобритания, Канада, Белгия. „Нова инфлация“. Високи военни разходи и манипулации от монополистите с кредита и цените
1973	Първа енергийна криза
1987	Dow Jones Industrial рухва с 22,6 %
1994-1995	Мексиканска банкова криза.
1997	Азиатска криза, крах на фондовия пазар
1998	Руска криза. Невъзможност на гържавата да се разплати по краткосрочните заеми.
2008	Ипотечна и финансова криза в САЩ и водещите индустриални страни.

**Източник:** Киндлбергер, Ч., Р. Алибер, 2010. *Мировые финансовые кризисы – мании, паники и крахи.* – СПб.: Питер; Bordo, M., V. Eichengreen, D. Klingebiel et al. 2001. *Is the Crisis Problem Growing More Severe? Economic Policy.* April. P. 53–82.

Дори и при този бегъл поглед през годините, няма да е трудно да се забележи една от главните причини за кризите – проблемното функциониране на финансовата система. Как теорията обяснява фактите?

Очевидното и разбираемо усилие на из-

следователите на икономическата активност при наличието на горните факти би било системното и последователно изучаване на проблемите на паричното обръщение и на парите в частност. Теоретичните изследвания обаче еднозначно не поемат по този път. Една основна група от автори, принадлежащи към класическото и кейнсианско направление, пренебрегват ролята на парите и паричното обръщение като главен фактор, инициращ кризите в икономиката. Друга група автори, сравнително по-малко влиятелна, особено в началото, успява да наложи паричните теории за деловия цикъл през 30-40-те години на XX век. Резултатите от работата на учени като Р. Хоутри (1913), Ф. Хайек (2008) стават известни и получават признание. Много скоро обаче това направление бива бързо изместено от „чисто икономическите теории“, доказвани от представители на класическата, кейнсианската и неокласическата школи. Случайно ли е това изместване на научния интерес от проблемите на паричното обръщение към „реалната икономика“? Според нас не, както и не е случайно началото на икономическите кризи, чието гатиране е статистически уловено към началото на XVII век. Кое е това събитие или група събития, случили се през този период? Това, което се случва в областта на икономическите процеси и паричното обръщение и може би съзнателно оставено в забвение, е **стартирането на паричните системи с положителна лихва**. Отпада забраната върху лихварството. До тогава паричните системи са имали безлихвен характер, а още по-рано на значителен исторически етап са съществували много успешно и парични системи с отрицателна лихва (Лиетар, 2007). Днес възможностите на подобна алтернатива на паричното обръщение не се разглеждат като вариант за развитие. Добрите практики от миналото за социално благополучие и устойчиво развитие са забравени, а всъщност икономи-

ческата активност през античността се е опирала хилядолетия на паричната система с отрицателна лихва, докато нейният антипод – системата с положителна лихва, само няколко столетия.

Да проследим накратко основните версии за икономическите кризи в **епохата на положителната лихва**. Икономическите кризи в най-общ смисъл, представляват нарушаване на пазарното равновесие, при което възникват два типа последствия: свръхпроизводство или недопотребление. Основателите на класическата икономическа наука – А. Смит, Д. Рикардо, Ж. Б. Сей – изобщо са отричали възможността за всеобщи икономически кризи. Те са предполагали, че няма граници пред натрупването на капитал и нарастването на производството. Склонността към пестеливост увеличава капитала, а той съответно търсенето (Смит, 2006). По думите на Маркс (1963, с. 553) „самият Рикардо нищо не е знаел за кризите в собствения смисъл на тази дума“, а колкото го А. Смит (нак там, с. 583) „той познава само кредитните и парични кризи, които се появяват сами по себе си заедно със системата на кредита и банките“. „Оптимистичният“ поглед относно възможностите на пазарната икономика се потвърждава от факта, че А. Смит нито веднъж не използва категорията „криза“ в своето основно петтомно съчинение, а Рикардо (2006) само веднъж, споменавайки кризата от 1797 г.

За разлика от посочените автори други техни съвременници като Р. Малтус и Сисмонди „песимистично“ оценяват възможностите на пазарната система и предсказват перманентна криза на свръхпроизводство, предизвикана от недостатъчното съвкупно търсене на произведените стоки. Разликата между двамата е в това, че Малтус (1836) вижда причината за недостатъчното търсене в свръхпроизводството на капитал, поради склонността на капиталиста да спестява и инвести-

ра в производството на все повече стоки, вместо да ги употребява. Колкото го Сисмонди той вижда главната причина за недостатъчното потребление в бедността на населението, предизвикана от неравномерното разпределение на доходите.

Естествено продължение на „песимистичните“ възгледи на Малтус и Сисмонди се явява теорията на К. Маркс<sup>5</sup>. Той различава абстрактни и реални причини за кризите, като впоследствие коментира действителната картина на кризите. „Общата, абстрактна възможност за криза означава не нещо друго, освен най-абстрактната форма на кризата, без съдържание, без съдържателни побудителни причини за кризата. Продажбата и покупката могат да се откъснат един от друг. Те, следователно, са същността на кризата *potentia*, и тяхното съвпадение винаги си остава критически момент за стоката.“ (Маркс, 1963, с. 566) Тази потенциална възможност за разрыв на процеса покупко-продажба се доказва от необходимостта стоката да измине пътя С-П-С (стока-пари-стока), където е очевидна възможността връзката при това движение и превръщане да се прекъсне (на този етап Маркс не разглежда причините за това потенциално прекъсване). Впоследствие той уточнява, че освен първата форма на кризата (разпадането на процеса на покупко-продажба), забелязва се и втора форма, свързана с функцията на парите като средство за заплащане. Тази възможност произлиза от използването на менителници като платежно средство. Когато някои по веригата на възпроизводствения процес или повечето притежатели на менителници се явят в банката за осребряване, може да се окаже, че всички

<sup>5</sup> Отделяме малко повече място на К. Маркс, защото противно на очакванията той не е критик на паричната система от либерален тип, на която е съвременник. Против е единствено на получаването на тази част от печалбата, която е придобита в резултат на експлоатацията на човек от човека.

плащания не са извършени с живи пари, а с менителници и всеки на всекиго е дължен, възниква „невъзможност за плащане“. Функцията на парите като средство за разплащане крие в себе си и друга възможност за възникване на криза, тъй като, ако е разделен във времето процесът на покупко-продажба, парите се проявяват или като „мярка на стойността“, или като „реализация на стойността“. Стойността на стоката между тези два момента намалява и в момента на продажбата стоката вече не струва толкова, колкото в момента, когато парите са функционирали като мярка на стойността. С други думи, ако на първия етап от превръщането на стоката в пари главният проблем е реализацията, то на втория етап са парите и тяхната функция като платежно средство. По този начин кризата от *възможна* се превръща в *действителна*. Много актуални и съзвучни с днешната икономическа действителност са и посочените признаци за настъпващата кризисна ситуация. „*Първо, кризите най-често се предшестват от всеобщо раздуване на цените на всички предмети, продукт на капиталистическото производство... Второ, затова кризата (съответно и свръхпроизводството) да стане всеобща, е достатъчно да обхване водещи предмети в търговията*“ (Маркс, 1963, с. 562) В крайна сметка обаче Маркс не приема версията на своите съвременници относно причината за кризите, свеждана до ролята на парите и кредитите, макар и да отбелязва, че „...*развитието на парите като платежно средство е свързано с кредита и неговото набъбване*“ (Маркс, 1963, с. 572). Главната причина за кризите си остава свръхпроизводството на основен капитал „*Кризите се опират на свръхпроизводството на основен капитал и следователно, на относителното недопроизводство на оборотен.*“ (Маркс, 1963, с. 574).

Особено място в теорията на кризите заема Австрийската школа. Един от най-

ярките ѝ представители – Мизес (1953), в своята книга „Теория на парите и кредита“ поставя началото на австрийската теория за деловия цикъл. Според него цикличността в икономическото развитие се провокира от **съществуващата банкова система, система с частично резервиране**. Когато банките в рамките на тази система решат да увеличат кредитната експанзия, при това кредитната маса не е обезпечена с реални спестявания и ресурси, то това неизбежно води до **нарастване на паричната маса при занижени лихвени проценти**. Това от своя страна провокира излишно оскъпяване на производствените дейности (поради евтините и достъпни кредити). Резултатът е инфлация, която неминуемо рано или късно спира инвестиционната активност и настъпва спад или криза. Причината за този ход на нещата Мизес открива в институционалната структура на банковата система и частичното резервиране в частност. Решението е във въвеждането на банкова система с 100 % резервиране. „*Сега е очевидно, че единственото средство, което може да отстрани влиянието на човека върху кредитната система – това е да се преустанови емисията на фидуциарни пари... Би било грешка да се смята, че съвременната организация на обмен е обречена да съществува вечно. Тя носи в себе си зародиша на саморазрушението. Развитието на фидуциарните средства за обмен неизбежно ще доведат до нейния разпад*“ (Мизес, 1953, с. 408-409)<sup>6</sup>. Мненията на авторите, принадлежащи към

<sup>6</sup> Не само представителите на австрийската школа имат принос към утвърждаването на паричната версия за кризите. Особено място заема Ралф Джордж Хоутри (1879-1975), представител на Кеймбриджката школа. В своя труд „Пари и кредит“, Директмедия Паблишинг 2008, Москва, с. 49, той отбелязва, че когато „кредитът се разширява“ – цените се повишават, търговията оживява, производствената активност също или следва подем в икономиката. Когато „кредитът се съкращава“, следва обратната реакция на пазара. Друг е въпросът кое кара банките да разширяват или съкращават кредитите.

## Финанси и инвестиции

Австрийската школа, заслужават особено внимание, защото те са едни от малкото успешно предсказали Великата депресия 1929-1933 г. (Мизес и Хайек), с аргументи, породени от неубедителната монетарна политика на учредения през 1913 година в САЩ Федерален резерв. Последната финансова криза (2008-2010) – като причини и основания за възникване, също може да бъде обяснена с методите на Австрийската школа. Звучат пророчески гумите на Мизес (1953, с. 409) *"Веднъж постигнаха съгласие относно общите принципи на кредитно обръщение от различните предоставящи кредитни банки, или някога, когато множеството от кредитни институции бъде заменено от една единствена „Световна Банка”<sup>7</sup>, тогава вече няма да има никакво ограничение при издаването на фидуциарни пари,..., тогава единствената преграда пред емисията ще бъдат чисто технологическите възможности на банковия бизнес. Във всеки случай, много преди тези възможности да бъдат достигнати, последствията от нарастването на емисията на фидуциарни пари ще бъдат остро почувствани."*

Тази теория (парична теория за деловия цикъл), макар и да е призната за доминираща през 30-40 те години на миналия век (Мизес, 2006), намира своя алтернатива в лицето на Дж. М. Кейнс. Приемайки заслугите на своите предшественици, в крайна сметка той предлага своя версия за цикличността в икономическото развитие. *"Ние сме свикнали при обяснението на „кризата” да обръщаме особено внимание на тенденцията към повишаването на лих-*

<sup>7</sup> През месец май 2010 на конференция в Цюрих (Швейцария) Доминик Строс – Кан (тогава управляващ МВФ) заявява, че е назряло времето за създаване на глобална валута и глобална банка. Това предложение е предхождано от друго официално изявление – документ на МВФ от 13.04.2010 г. (вж. <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2010/041310.pdf>), в който се предлага създаването на световна валута „bacor” (в знак на признателност към Дж. М. Кейнс – пръв предложил тази валута).

*веня процент под влияние на нараналото търсене на пари, както за производствени цели, така и за спекулации. Понякога този фактор действително може да играе ролята на ускорител, а понякога от него може да произлезе и първоначалният тласък. Но аз предполагам, че по-типичното, а често и главното обяснение на кризата трябва да се търси не в нарастването на лихвения процент, а във внезапното падане на **пределната ефективност на капитала**"* (Малтус, Кейнс, Ларин, 1993 с. 381). Намалената рентабилност Кейнс обяснява с увеличената маса на капитала. Освен това факторите, от които зависи макроикономическото равновесие и заетост, се определят от равнището на потребление, обема и ефективността на направените инвестиции, и на трето място, от лихвения процент. Намаленото потребление се компенсира от правителствените инвестиции, като за това се мобилизират възможностите на бюджета, както и на банковата система, като паричната политика е без особено значение. На практика кейнсианската версия води до нарастващи бюджетни дефицити и съответно държавен дълг, като в крайна сметка не се отстраняват причините за икономическата криза, а само се преместват проблемите във времето.

Последната криза (2008-2010) има редица признаци, които могат да намерят обяснение с методите на кейнсианския подход. Един от основните похвати, прилаган от кейнсианците за обяснението на деловите цикли, е анализът на динамиката на съвкупните разходи, които от своя страна са в пряка зависимост от оптимистичните или песимистични очаквания на икономическите субекти. Периодът преди 2008 година несъмнено е предшестван от период на оптимизъм, особено в сектора на недвижимите имоти. Този оптимизъм се проявява в нарастващите цени на имотите, което от своя страна внушава усещането за нарастало богатство у притежателите им. Това

зи подтиква към увеличаване на потреблението дори с цената на ипотекане на собственото жилище. Много скоро обаче предлагането на жилища изпреварва търсенето им, което води до спад в цените, заличаване на спекулативния мотив и приближаване до оптималните по-ниски нива на търсене, потребление. От тази гледна точка причината за кризата може да се категоризира като кейнсианска. Последвалите действия на ФРС (намаляването на лихвените проценти почти до нула), потвърждават още една кейнсианска концепция „капан на ликвидността“. В такива условия паричната политика се обезсилва и само фискални мерки (според Кейнс) чрез намаляването на данъците и увеличаването на държавните разходи ще измъкне икономиката от рецесията. Такива стъпки действително са предприети от американската администрация.

Монетаристите от своя страна, смятат, че непоследователната и необмислена парична политика се явява главната причина за нестабилността и чрез стабилизацията обема на паричната маса централната банка може да изгладя тежестта от рецесията и да предотврати настъпването на депресия. Относно последната криза като че ли монетаристите трудно намират обяснение за случилото се, защото обема на паричното предлагане през годините, предшестващи кризата, нарастват. Извличайки уроци от Великата депресия през 30-те години, М. Фридман (1963) препоръчва пряка намеса на централните банки по стабилизирането на паричното обръщение. Това, което следва да се направи, е да се избегне паниката сред спестителите и да се предотврати тегленето на депозити. Точно това и се реализира на практика. ФРС гарантира депозитите не само на гражданите, но и на инвестиционните фондове. „Програмите за количествено облекчение“ гарантират на банките достатъчно средства при всякак-

ви нива на изтегляни депозити. Освен това самият ФРС се активира като кредитор от последна инстанция, като отпуска заеми на фирми и дори държави с цел да се ограничи нарастването на лихвените равнища за частно кредитиране.

Въпреки натрупаните доказателства в полза на монетаристите и тяхната версия относно влиянието на измененията в номиналното количество на парите върху реалната икономика, те не успяват да предложат убедителна хипотеза за механизма на това влияние: „*На нас не ни се отпаде, макар че се и надявахме, да предоставим убедителни емпирични доказателства за влиянието на номиналните показатели върху производството*“ (Friedman, Schwartz, 1982, p. 462).

От това признание на монетаристите се възползват представителите на новата класическа макроикономика, създали теорията на „реалния делови цикъл“, сред които са Р. Лукас, Е. Прескът, Ф. Кидланд, Р. Бароу. Те, от своя страна, разглеждат деловия цикъл като реален феномен, абстрахирайки се от ролята на паричното обръщение и финансовите пазари.

На съвременния етап от развитието на паричните теории за цикъла най-влиятелно направление се очертава концепцията за **финансовия акселератор**, разработен в духа на неокейнсианството, но използващ микроикономически аргументи за поведението на финансовите посредници. Не е достатъчно да се моделира единствено предлагането на пари, условията на кредитирането са също важни. Най-пълно игите в тази посока са разработени от Б. Бернанке, М. Гертлер и С. Гилкрист през 90-те години на миналия век (1996). Както е известно, в рамките на неокласическото направление финансовата система не се разглежда като фактор, оказващ влияние на реалната икономика. Така например без значение е как се финансира инвестиционен проект: със собствени средства, с кредит

или с акции. На практика обаче това не е така. Несъвършенствата в банковата система или институционалната среда водят до различни по мащаби транзакционни разходи. Разходите по предоставянето и получаването на кредита увеличават пазарния лихвен процент. Кредитополучателят събира и предоставя информация за своето финансово положение или предоставя собствените си активи като залог. Кредиторът е принуден да извършва мониторинг на състоянието на кредитополучателя. Очевидно е, че външното финансиране не е еквивалентно по стойност с вътрешното. Нарасналите разходи намаляват от своя страна обема на инвестициите. Именно тази разлика между стойността на външното финансиране и алтернативната стойност на вътрешното финансиране се определя като **премия за използването на външното финансиране**. Тази премия е винаги с положителна стойност и се намира в обратно пропорционална зависимост от чистото богатство на кредитополучателя. Колкото е по-голямо чистото богатство на инвеститора, толкова по-малка премия той ще заплаща за използването на външните ресурси (Bernanke, Gertler, 1989). По-ниската премия, от своя страна, предполага привличането на капитал при по-изгодни условия. Тази зависимост между чистото богатство и премията за външно финансиране чрез системата на кредита може да изиграе ролята на проводник за шокови циклични колебания. Така например, намаляването на производството намалява богатството на предприемача, това ограничава обема на инвестициите, което води до допълнително ограничаване на производството. При тези условия банките (кредиторите) също се сблъскват с намаляването на чистото си богатство. Това увеличава транзакционните разходи и принуждава банките да се пренасочат към по-ликвидни и по-малко рискови активи. Инвестициите намаляват, производството

спада, следва продължаващо влошаване позициите на банката. Финансовият акселератор обяснява причините за деловия цикъл както от страна на съвкупното търсене, така и от страна на съвкупното предлагане, като първоначалният импулс за кризата е именно в тези сфери. Финансовата сфера само усилва тези импулси. При това в условията на спад ефектът на акселератора е по-значим, защото фирмите са по-чувствителни в случаите на нарастващи транзакционни разходи, отколкото когато тези разходи намаляват. Ефектите на финансовия акселератор се наблюдават в различни по мащаб икономически субекти: домакинства, фирми, отрасли и икономиката като цяло. Засягат се от описаните ефекти в по-голяма степен малките фирми, отколкото големите, поради по-малките обеми разполагаемо чисто богатство. Или реализира се така нареченото „бъгство към качество“. На макро ниво признаци за присъствието на финансов акселератор са открити в икономиките на Великобритания, Япония, Южна Корея (Sarabia, 2007).

Въпреки определените успехи в анализа на последиците от финансовите и икономически кризи, концепцията за финансовия акселератор също не посочва причините за случващото се. Те са там някъде в областта на съвкупното търсене и предлагане, т.е. в реалния сектор, а финансовият е само ускорител на случващото се. Разбира се това удовлетворява малцина и търсенето на нови аргументи и концепции продължава. В същото време трябва да се отбележи приносът на описаната теория в посока на засилване присъствието и аргументите на институционалната теория.

В крайна сметка по думите на Ричард Дал, въпреки „*значителните академични ресурси, изразходвани за изследвания на финансовите пазари, общото разбиране за това, как те се развиват още не е отишло твърде далеч от времената на 1929-1933 г. или дори 1720 г.*“ (Herring, 1993, p. 1553-1556).



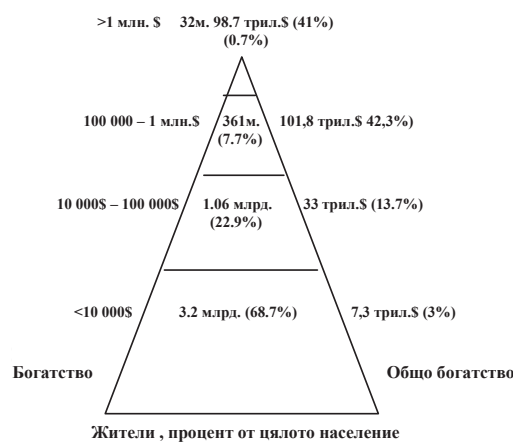
Ако към това мнение припомним и думите на Фригдмън, то оставаме с впечатлението, че авторитетни анализатори на финансовите процеси в икономиката са далеч от убеждението, че има резултативна и действаща теория, способна да обяснява и прогнозира случващото се. Особено като имаме предвид, че много от препоръките на монетаристите през последните десетилетия са приети в практиката на редица правителствени администрации. Тези опити за теоретични приспособявания и усилия за излизане от ситуацията се реализират на фона на глобализацията, финален и висш етап (Фукуяма) от разпространението на принципите на либералната пазарна икономика.

## 2. Концентрация на капитала и устойчивост на системата

Освен честота на случващите се кризи друг много важен аспект съпровожда процеса на глобализация и е тясно свързан с проблемите на ликвидността<sup>8</sup>. Това е на първо място процесът на концентрация на богатствата и ресурсите в ръцете на все по-малко хора. Този процес е закономерен за пазарната система оставена единствено на ефектите от автоматичното приспособяване и „невидимата ръка“, когато механизмите на конкуренция и ефективност акумулират ресурсите в ръцете на успешните и предприемчивите. Паричната система с положителна лихва играе далеч не по-малка роля в този процес, а това е процес на непрекъснато изземване на блага от по-голямата част от населението и съсредоточаването им в ръцете на единици. Така след определено време паричните потоци и реални активи се оказват на върха на обществената пирамида. За да продължава процесът на производство и потреб-

<sup>8</sup> Прието е да се смята, че естественото състояние на икономиката е икономическият растеж, а ненормалното – кризите. Всъщност, кризите се случват с очаквана регулярност, а растежът - понякога.

ление обаче, е необходимо непрекъснато и ускоряващо се движение на финансовите потоци. Но поради концентрацията на богатствата в „елита“, възниква опасност от спиране на нормалната циркулация на парите и ресурсите. Паричните потоци се движат не между икономическите субекти хоризонтално, които по определение са равни и свободни, а вертикално, от основата на обществената пирамида към върха ѝ (фигура 1)



Фигура 1. Разпределение на доходите и богатствата в света

Източник: J. Davies, R. Liuberas, A. Shorrocks, Suisse Global Wealth atebodok 2013

За да работи и за да е устойчивата обществената система и пазарната система в частност, основата на пирамидата, масовият потребител и по-голямата част от населението трябва да бъде „захранена“ с необходимото количество пари.

При съществуващите условия на парична система с положителна лихва това може да се случи по няколко начина. Първият метод е икономически. Икономическите средства отдавна се прилагат, институционално и нормативно регламентирани чрез прогресивната система на данъчно облагане и антимонополното законодателство. Законите за защита на конкуренция-

та би трябвало да предотвратят появата на пазарни структури със значителна пазарна власт, но за съжаление практиката от последните десетилетия говори друго.

Вторият, който е свързан с по-малък риск и транзакционни разходи, е да се наруши вертикала на акумулирането на парични и други ресурсни потоци към върха на глобалната пирамида или да не се допуска този вертикал да бъде създаден. Това предполага да се създадат множество регионални „пирамиди“ (национални валутни системи или да не се допуска създаването на единствена глобална такава), които от своя страна, също предполагат неравенство в разпределение на доходите и богатствата, но това неравенство ще бъде в много по-слаба степен реализирано.

Третият подход предполага използването на политическата власт. Политическите средства дават възможност със силата на държавата да се извърши преразпределение на собствеността и богатствата (национализация, експроприация). Пример е опитът на социалистическите страни, продължил ограничено време и в крайна сметка довел до разпад на изградената икономическа система и обратното включване на ресурсите на тези страни в глобалната система на разделение на труда.

Тези методи макар и институционални, по природа видимо действащи и със значителен ефект в краткосрочен план, в дългосрочен план не могат да гарантират равномерно разпределение на ресурсите в обществото. Процесите на глобализация и концентрация продължават с устойчиви темпове. Това се доказва от изследванията на С. Витали, Дж. Глатфелдер и С. Батистон относно мрежата на глобалния корпоративен контрол<sup>9</sup>. Авторите моделират структурата на глобалната корпоративна система като са анализирали връз-

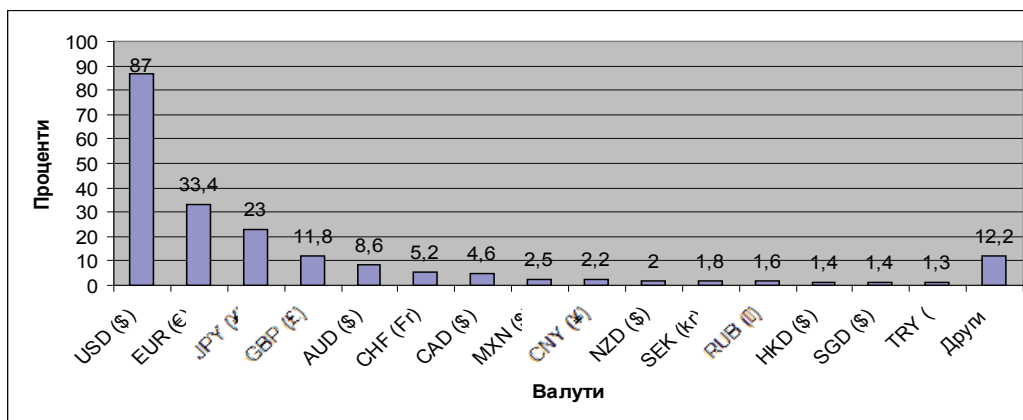
<sup>9</sup> The network of global corporate control, 2011. [http://arxiv.org/PS\\_cache/arxiv/pdf/1107/1107.5728v2.pdf](http://arxiv.org/PS_cache/arxiv/pdf/1107/1107.5728v2.pdf) (Accessed 14.08.2014)

ките между 43 000 транснационални корпорации сред 37 милиона инвеститори по целия свят. Изследователите построяват модел на разпределението на икономическото влияние на ТНК чрез контрол на една компания над другите чрез притежаваните фондове и активи, участие в печалбата и пр. Като резултат е открито ядро от 1318 компании, контролиращи по един или друг начин останалите. Впоследствие във всяка от тези компании са открити тесни връзки с две или няколко други компании, като кръгът се свива до 147 компании (повечето банки), които контролират 60 % от световните доходи и богатства. Списъкът на тези компании не е секретен, той не е и изненадващ<sup>10</sup>. Дори в Китай, активно включил се в нагпреварата, макар и социалистическа по конституция държава и с непризнат статут на страна с пазарна икономика, този процес набира скорост. Един процент от населението притежават 30 процента от собствеността<sup>11</sup>. За Русия ситуацията е още по-грастична, 110 милиардери контролират 35 % от активите на страната (Credit Suisse, 2013, с. 52).

Последното средство, което все още не е използвано достатъчно ефективно за решаването на проблема с ликвидността, е **реформирането на системата на паричното обръщение**. Единствената сфера, която е старателно опазвана от институционални реформи и **антимонополно** регулиране, е глобалната финансова система (фигура 2).

<sup>10</sup> Цит. съч., с. 33.

<sup>11</sup> Один процент китайских семей владеет третью национальных богатств страны – доклад, 2014 [http://russian.china.org.cn/business/txt/2014-07/26/content\\_33065821.htm](http://russian.china.org.cn/business/txt/2014-07/26/content_33065821.htm) (18.09.2014)



Фигура 2. Глобални валутни пазари, април 2013

Източник: Triennial Central Bank Survey, Global foreign exchange market turnover in 2013. Сумата на относителните дялове е 200 %, защото се отчитат оборотите на валутните двойки.

Очевидно днес, а и през последните десетилетия доминира една глобална валута – доларовият емисионен център. Над 80 % от сделките са в долари, както и над 60 % от валутните резерви на повечето държави. Тази вертикална зависимост на практика спъва действието на чисто икономическите средства да решат проблема с ликвидността в основата на пирамидата.

В интерес на истината в рамките на съществуващата парична система се правят опити за преразпределение на богатата и ресурсите от върха към основата на пирамидата. Това става по няколко начина:

1) гарантира се появата на капитал в масовия потребител, благодарение на ниските лихви. В рамките на „рейгъномиката“ банковата система в началото на 80-те години на миналия век в САЩ позволи на домакинствата да рефинансират дълговете си, като паралелно с това започна да пада и цената на кредита. През 1980 г. основният лихвен процент, определян от ФРС на САЩ, е 18 %. През декември 2008 г. той е близо до нулата<sup>12</sup>. Възникна особена група потребители – NINJA (no income, no job, no

asset – без доходи, работа и имущество) и всичко това с една главна цел, да се стимулира търсенето и да се продължи цикълът на възпроизводство.

2) възможен е и trickle-down ефект, когато елитът от върха на пирамидата доброволно се отказва от натрупаните богатства и е готов под формата на благотворителност да ги пренасочи към основата на пирамидата. Така например през 2010 г. редица американски милиардери (34 първоначално, месец май 2014 вече 127) се съгласяват да приемат участие в инициативата на Бил Гейтс и Уорен Бафет, наречена The Giving Pledge (клетва за дарение), в рамките на която те се отказват от половината от своето състояние<sup>13</sup>. В този случай формално има значение къде се насочват тези средства: за социално подпомагане на определени групи от населението или за инвестиции в производството. Очевидно тези, които са на върха, си дават сметка, че играта може да приключи и „казиното“ трябва да затвори. За да не се случи това и играта да продължи, на „лузърите“ им се раздават обратно чипове и играта

<sup>12</sup> Fed Funds History Rate, 2014. <http://www.moneycafe.com/personal-finance/fed-funds-rate-history/>. (18.09.2014)

<sup>13</sup> The Giving Pledge, 2014, Pledger Profiles. <http://givingpledge.org/index.html> (18.09.2014)

## Финанси и инвестиции

продължава, но крайният печеливш както е известно, ще бъде отново казиното.

Тук няма да се спираме за това как работи паричната система с положителна лихва и как тя способства изграждането на обществената вертикала в посока към емисионния център. Ще посочим единствено някои от възможностите на отгавна пренебрежната парична система с отрицателна лихва, която при особено затруднителни ситуации все пак се прилага от банковите институции и днес. В резултат на финансовата криза един от основните методи за реакция на Централните банки с цел стимулирането на икономиките и осигуряването на необходимата ликвидност е намаляването на лихвените проценти (които достигнаха почти нулеви равнища в развитите страни) и в същото време, чрез програмите за „количествено облекчение“, печатането на пари. При такава парична политика неизбежно нараства инфлационният натиск и **реалната лихва** се оказва отрицателна. С известна периодичност отрицателни реални лихви възникват и при сравнително нормални периоди в икономическата цикличност. По този начин без да се въвеждат данъци върху депозитите, притежателите им могат да се принудят да активират инвестиционната си намерения<sup>14</sup>. Централните банки обаче в някои страни през последните години въвеждат и отрицателни **номинални лихвени** равнища за търговските банки, които търсят сигурно убежище за излишната си ликвидност. Подобна крайна мярка бе провокирана от нежеланието на търговските банки да рискуват в реалната икономика. По-безопасно дори и изгодно се оказва отпусканите от ЦБ средства да се връщат обратно в трезорите. След ескалацията на глобалната икономическа криза (есента на 2008 г.) и днес световната финансова система продължава да работи на автономен ре-

<sup>14</sup> Данъците върху влоговете също могат да доведат до отрицателна реална лихва.

жим. Трилиони долари, насочени от правителствата и ЦБ на различни страни за поддръжка на системообразуващите банки и другите финансови институти, фактически се „утаяват“, на балансите на кредитните организации. Банките неохотно кредитират фирмите от малкия и среден бизнес, ограничен е достъпът до заеми на потребителите. Финансовите организации предпочитат да акумулират предгоставените средства от държавата на своите баланси. Като резултат обемът на свръхрезервите на американските банки например, достига рекордни нива. Към началото на 2010 г. търговските банки в САЩ са разполагали със свръхрезерви при Федералния резерв за 1 трлн. долара в сравнение с 2,2 млрд. долара в началото на 2007 г. Сумата им се е увеличила благодарение на програмата на Федералния резерв за отпускане на спешни заеми и покупките на ценни книжа за 1,7 трлн. долара на открития пазар<sup>15</sup>. Същата ситуация се повтори и в Европа. Стимулиращата политика на ЕЦБ осигури допълнителни ресурси на търговските банки, които обаче се върнаха обратно при нея<sup>16</sup>. Това принуди ЕЦБ да въведе отрицателна номинална лихва (-0,1 % от месец юни 2014) върху свръхрезервите на търговските банки, след близо едногодишно колебание. Това е едно от събитията, което може да има наистина глобални последиствия. Една система грижливо създавана и опазвана в продължение на столетия – паричната система с положителна лихва, може драстично да започне да се променя. Тази система е ядрото на икономическата система, която е прието да се нарича система на свободното предприемачество или капитализъм. Изчезването на това ядро предполага и радикално реформиране на съществуващата система. След отмяна-

<sup>15</sup> Investor.bg, 2010. <http://forex.investor.bg/?id=93057>. (18.09.2014)

<sup>16</sup> Към началото на месец юни 2014 сумата на подобни депозити е 33 милиарда евро.

та на златния стандарт и златно-доларовия стандарт количеството на законните книжни пари и приравнените към тях деривати значително нараства. В днешно време е реализирано свръхпроизводство на „стоката“ пари. Основният признак за свръхпроизводството на определен продукт е падането на неговата цена. Същото става и с парите, падат лихвите по кредитите и депозитите. И ако в миналото, дори близкото минало подобни кризи са имали сравнително регионален характер, днес системата е глобална и кризата също. За това и основните лихви на ЦБ са около нулата, а на търговските малко по-високи. Как при тези условия търговските банки могат да печелят от кредитиране на реалната икономика? Тази ситуация е породена като отговор на друга ситуация от края на 70-те години на миналия век, когато лихвените проценти започнаха да изпреварват темповете на икономически растеж в развитите държави. Като реакция последва промяна в структурата на инвестиционната активност на фирмите, които предпочетоха да вложат средства във финансови активи и в по-малка степен в реални. Като резултат за последните десетилетия **ежедневните** обороти на световните валутни пазари нарастват от 1 млрд. (2002 г.) до над 5 трилиона долара (март 2013)<sup>17</sup>, докато обемът на търговията със стоки и услуги (внос и износ) 2,8 пъти **годишно**<sup>18</sup>. Като резултат към началото на 2013 г. обемът на валутните операции над 40 пъти превишава обема на световния износ на стоки и услуги. При тези рамкови условия търговските банки предпочитат да вложат активите си в сигурни места като ЦБ или да се впуснат в спекулативни сделки с ценни книжа.

<sup>17</sup> Triennial Central Bank Survey, Global foreign exchange market turnover in 2013, Monetary and Economic Department, February 2014 <http://www.bis.org/publ/grfx13fxt.pdf>; (18.09.2014)

<sup>18</sup> Световна търговска организация, 2013. [http://www.wto.org/english/res\\_e/statis\\_e/its2013\\_e/its13\\_appendix\\_e.htm](http://www.wto.org/english/res_e/statis_e/its2013_e/its13_appendix_e.htm). (18.09.2014)

Парите спират да се движат в реалната икономика, а това води до безработица и социално напрежение. Затова и мерките на ЦБ са необичайни. Това са мерки, които не са прилагани през последните столетия, а именно отрицателни номинални лихвени равнища. За пръв път в по-ново време Япония си позволи да рефинансира търговските банки с отрицателна лихва от (-0,25 %). В Европа първи апробираха подобна инициатива в Швеция от тяхната централна банка (Риксбанк), започвайки от 2009 г. да изисква от депозитарите по свои сметки отрицателна лихва в размер на -0,25 %. Втори са датчаните, въвели отрицателни лихви през юли 2012. През същата година редица швейцарски банки направиха същото. Две години по-късно и ЕЦБ тръгна по този път. Отрицателните лихви означават, че реалната икономика спира да се развива, поради липсата на главния стимул – печалбата. Предприятията не получават необходимите кредитни ресурси, защото за банките е по-изгодно да ги пренасочат към финансовите пазари. За това днес бартерът съставлява почти 25 % от световната търговия<sup>19</sup>. Емитират се голям брой „локални пари“, предлагат се проекти за глобално преустройство на паричната система и въвеждането на нова валута или система от валути.

### Заклучение

Днес глобалната икономическа система е изправена пред мащабни предизвикателства. Очакваните промени ще засегнат фундамента на пазарната система от либерален тип – паричната система. За това са и толкова предпазливи действията на банкери, политици и експерти. Традиционните теории в рамките на мейнстриима нямат опит и готови решения извън паричната система с положителна лихва.

<sup>19</sup> Looking Beyond the Limits of Cash or Credit, 2007. [http://www.barternews.com/pdf/looking\\_beyond.pdf](http://www.barternews.com/pdf/looking_beyond.pdf). (18.09.2014)

## Финанси и инвестиции

Необходима е промяна на „правилата на играта“. Възможна алтернатива в тази посока може да се окаже институционалният метод, и особено неинституционалният, който акцентира в частност върху ролята на транзакционните разходи. Тези разходи започват да играят особена роля с развитието на глобалните пазари, обхващайки многочислени социални и икономически отношения, които като правило имат парична оценка. Основният начин да се ограничат транзакционните разходи е да се променят „институциите“ (правилата на играта), а парите са „гържавна“ институция, (Гезел, 2007, с. 143, 318). Подходът към парите като институция може да промени много ориентири относно глобалните икономически процеси. „...финансовата хипотеза не е задължително да бъде истина, за да е печеливши, достатъчно е да бъде общоприета. Но лъжливата хипотеза не може да господства безкрайно дълго...Парите са узурпирали ролята на истински ценности.“ (Сорос, 1999, с. 34, 101)

Няколко мероприятия могат да бъдат осъществени в близка перспектива, без да се изискват особени гържавни разходи в посока към стабилизиране на икономическата система и паричното обръщение в частност. Това са на първо място пресмисляне ролята на парите като институция и възможността за по-ефективно и мащабно използване на неприлагани досега в масовата практика възможности на паричното обръщение, свързани с въвеждането и използването на отрицателната номинална лихва. Преразглеждане ролята на института – задължително банково резервиране. Обвързване на механизма на паричните емисии не само с потребностите на паричното и бюджетно балансиране, но с потребностите на реалната икономика и конкретни национални инвестиционни проекти. Промяна на финансово-правовия статут на наличните пари.

## Цитирани източници:

Антология экономической классики, Т. Мальтус, Д. Кейнс, Ю. Ларинл., 1993. Москва „ЭКОНОВ” – „КЛЮЧ”, с. 381.

(Antologiya ekonomicheskoy klassiki, T. Mal'tus, D. Keyns, Yu. Larinl., 1993. Moskva „EKONOV” – „KLYUCH”, s. 381)

Гезел, С., 2007. Естественият икономически рег. ИК „Новата цивилизация”, София., с. 143, 318.

(Gezel, S., 2007. YEstestveniyat ikonomicheski red. IK „Novata tsivilizatsiya”, Sofiya., s. 143, 318)

Хаѝек Ф., 2008. Цены и производство. Челябинск: Социум, с. 1.

(Khayyek F., 2008. Tseny i proizvodstvo. Chelyabinsk: Sotsium, s. 1)

Луатар, Б., 2007. Душа генез. М. АСТ; Астрель; Олимп, с. 365.

(Liyetar, B., 2007. Dusha deneg. M. AST; Astrel'; Olimp, s. 365 s)

Маркс, К. и Ф. Энгелс, 1963. Сочинения. Москва, Том 26, часть II, Теория прибавочной стоимости (IV том Капитала), с. 553-574.

(Marks, K. i F. Engel's, 1963. Sochineniya. Moskva, Tom 26, chast' II, Teoriya pribavachnoy stoymosti (IV tom Kapitala), s. 553-574)

Рикардо, Д., 2006. За принципите на политическата икономия и данъчното облагане. София, ИК „Рата”, с. 281.

(Rikardo, D., 2006. Za printsipite na politicheskata ikonomiya i danachното oblagane. Sofia, IK „Rata”, s. 281)

Смит, А., 2006. Богатството на народите. ИК „Рата”, София, с. 320, 583.

(Smit, A., 2006. Bogatstvoto na narodite. IK „Rata”, Sofia, s. 320, 583)

Сорос, Дж., 1999. Кризис мирового капитализма. Инфра-М, с. 34, 101.

(Soros, Dzh., 1999. Krizis mirovogo kapitalizma. Infra-M., s. 34, 101)

Хаѝек, Ф., 2008. Цены и производство. Челябинск: Социум, с. 1.

(Khayyek, F., 2008. Tseny i proizvodstvo. Chelyabinsk: Sotsium, s. 1)

Bernanke, B., M. Gertler, 1989. Agency Costs, Net Worth, and Business Fluctuations. *American Economic Review*. Vol. 79, No 1. P. 14.

Bernanke B., Gertler M., Gilchrist S., 1996. The Financial Accelerator and the Flight to Quality *Review of Economics and Statistics*. Vol. 78, No 1.

Bordo, M., 2008. Growing up to financial stability. *Economics, E-journal*, Vol 2, 2008-2012, April 17.

Friedman, M., A. Schwartz, 1982. Monetary Trends in the United States and the United Kingdom. Chicago: University of Chicago Press, p. 462.

Friedman, M., A. Schwartz, 1963. "A Monetary History of the United States, 1867-1960", Princeton University Press, p. 860.

Global Wealth Report 2013. Credit Suisse, October 2013, p. 52.

Herring, R., 1993. The Book Review. *Journal of Finance*. September. P. 1553–1556.

Malthus, R., 1836. Principles of Political Economy. London: W. Pickering, p. 220-222.

Mises, L., 2006. The Causes of Economic Crisis and othe essays before and after the great depression. Edited by Percy L. Greaves, Jr., Ludwig von Mises Institute, Auburn, Alabama. p. 160.

Mises, L., 1953. The theory of money and credit. Ale university press, (първо издание 1912), p. 408-409.

Sarabia, A., 2007. The Financial Accelerator from a Business Cycle Accounting Perspective, Working Paper, Bank of Mexico.

Hawtrey, R., 1913. Good And Bad Trade: An Inquiry Into The Causes Of Trade Fluctuations. <https://archive.org/stream/goodbadtradeinqu00hawtuoft#page/n7/mode/2up>