

Финансови рискове пред Испания в условията на дълговата криза в еврозоната

Нели Попова*

Резюме: Настоящата статия е посветена на проблемите на финансовата стабилност на Испания в условията на започналата преди няколко години дългова криза в Икономическия и паричен съюз на Европейския съюз. Предмет на изследване са основните фактори и предпоставки за увеличаване на публичната задлъжнялост на втората по големина икономика в Европа, а целта е идентифициране на евентуалните рискове пред платежоспособността ѝ. Актуалността на темата е обусловена от мащабите на икономиката на Испания, както и от рисковете за останалите страни от еврозоната, произтичащи от увеличаването на задлъжнялостта ѝ. В настоящата разработка публичният дълг се разглежда в неразривна връзка с външния дълг на страната, който представлява сериозна тежест. Направен е опит да се отговори на въпросите изправена ли е Испания пред дългова криза по подобие на Гърция и какви са основните заплахи пред финансовата ѝ стабилност.

Ключови думи: публичен дълг, външен дълг, криза.

JEL класификация: F34, H63.

1. Теоретични и исторически аспекти на кризата на външния дълг.

Обект на изследване в настоящата статия е състоянието и развитието на публичния дълг на Испания в контекста на международната дългова криза в ИПС. Интересът към финансовата ситуация на тази държава се дължи на няколко причини. На първо място, Испания има важно място в Европа. С площ от близо 506 хил. кв. км. и население от около 47 млн. души Испания е втората по големина държава в ЕС. Икономиката ѝ е 2-ра по размер в Европа и 13-та в света на база на номиналния брутен вътрешен продукт. На второ място, от самото начало на икономическата и финансова криза Испания е поставена в групата на „недисциплинираните“ държави с лошо фискално поведение¹. Неведнъж са изказвани опасения, че е много вероятно тя да последва Гърция и да се окаже неплатежоспособна – ситуация, която би била изключително сериозна не само за страната, но и за Икономическия и паричен съюз (ИПС) предвид мащабите на испанската икономика. В този контекст заслужава внимание темата за финансовата стабилност на Испания и в частност за нивата на

* Нели Попова е доктор, асистент в катедра „Финанси“ на УНСС, e-mail: popova_nelly1@yahoo.com

¹ Заедно с Гърция, Италия, Португалия и Ирландия.

външната ѝ задлъжняост.

В годините на кризата Испания се отличава с „двоен дефицит“, т.е. отрицателно салдо едновременно в държавния бюджет и в платежния баланс – явление, което е характерно и за много други страни – членки в еврозоната. Испания обаче се отличава от повечето страни от ИПС по това, че в годините *преди* кризата спазва правилата на Пакта за стабилност и растеж, като поддържа нивата на бюджетния дефицит и публичния дълг доста под установените тавани (съответно 3% и 60%). Дори след началото на кризата състоянието на публичните финанси на страната остава сравнително по-стабилно от това на останалите държави от ИПС. Следователно, най-сериозният проблем за испанската икономика не е толкова в нивата на задлъжняост на публичния сектор, които са доста по-ниски в сравнение с тези на други държави, колкото в значителния размер на дълга на частния сектор, натрупан в предходния период на стопански растеж, който остава да „виси“ с огромна тежест в настоящия период на грастично свиване на стопанската активност и ескалираща безработица.

Предвид това основната теза, застъпена в настоящата разработка, е, че проблемите пред финансовата стабилност на Испания в средносрочен план не се крият толкова в равнищата на публична задлъжняост, колкото в значителните макроикономически и външни неравновесия и произтичащата от това несигурност на финансовите пазари по отношение на платежоспособността на държавата. Целта е да бъдат систематизирани основните предпоставки за нарастването на цената на обслужване на испанския държавен дълг и идентифициране на съществуващите заплахи за финансовата стабилност на страната.

В научната литература (Стоименов, 2008, с. 801) *кризата на външния дълг* се

дефинира като феномен на международния кредит, когато той излиза от състоянието на равновесие. Най-често дължник е суверенна държава, неспособна да изплаща външните си задължения, а самите кредитори не разполагат с юридически лостове да заставят дължника да погасява своите задължения. В условията на остри кризисни ситуации с широк географски обхват дълговата криза може да добие измеренията на международна.

През 20-ти век светът е преживял две сериозни международни дългови кризи – първата е през 30-те години (непосредствено след Голямата депресия), когато група от 25 държави е принудена да спре обслужването на външните си задължения. Втората такава криза е от по-близкото минало и засяга голям брой *развиващи се страни* (предимно от Латинска Америка), които в началото на 80-те години се оказват неспособни да погасят дълговете си към кредиторите (банки от развитите страни).

През последните няколко години ставаме свидетели на третата международна криза на суверенните дългове в страните от Икономическия и паричен съюз на ЕС. Разликата между настоящата дългова криза и предходната от 80-те години е, че този път не са засегнати развиващите се страни, а индустриализираните държави – членки на Европейския съюз. Опасения съществуват предимно по отношение на финансовата стабилност на страните от Южна Европа – Гърция, Италия, Португалия и Испания, но също и на Ирландия. За първи път в продължителната си история част от европейските държави се оказват пред риска от неплатежоспособност.

Друга важна характеристика на настоящата дълговата криза е, че тя произлиза от *банкова криза*, докато предишните кризи на външните дългове са били предшествани от валутни кризи. Досега в специализираната литература ефектите от масовите банкови фалити върху стабилността на

публичните финанси не са били проучвани (докато обратната зависимост е обект на множество научни изследвания). На този етап са идентифицирани три възможни канала, по които сътресенията в банковия сектор могат да засегнат публичните финанси. На първо място, правителствата предоставят директна финансова помощ, което води до увеличаване на бюджетния дефицит. Финансовите институции могат да бъдат подкрепени също така чрез забалансови операции, като правителствени гаранции за търговски банки. Фискалните ефекти от подобни мерки се оценяват трудно, тъй като в този случай не се предоставя директна помощ на финансовите институции, но рисковете, поемани от държавата, стават причина за увеличаване на рисковата премия на държавния дълг. На трето място, ефектите от банковите кризи върху реалния сектор (спад на БВП, увеличаване равнището на безработица и т.н.) водят до намаляване на данъчните приходи и ръст в публичните разходи под формата на социални трансфери и стимулиращи мерки за икономиката. Последният механизъм на въздействие е особено важен за страните от ИПС, които имат задължението да държат под контрол бюджетния си дефицит и публичен дълг (Candelon, 2010, p. 2).

Неблагоприятните последици от прекомерните равнища на външния дълг за *страната-длъжник* се изразяват в ограничаване достъпа до външно финансиране, свиване на вътрешната стопанска активност, засилване на инфлацията и др. Именно част от тези процеси се наблюдават в Испания през последните няколко години. В този контекст интерес представлява въпросът доколко сериозна е ситуацията в

тази страна и по-конкретно застрашена ли е тя от изпадане в неплатежоспособност по подобие на Гърция.

2. Финансово състояние на Испания в годините на кризата и предприети мерки за фискална консолидация.

Финансовата криза, започнала в САЩ през 2007 г. и достигнала до Европа през следващите години, води до „разплитането“ на някои сериозни неравновесия в икономиката на Испания. Тези неравновесия датират още от периода на присъединяването на страната към Икономическия и паричен съюз и се изразяват главно в концентрация на чуждестранните инвестиции в строителния сектор и търговията с недвижими имоти, кредитна експанзия, влошаване на дефицита по текущата сметка и оттук, стремителен ръст на външната задлъжнялост. Външният дълг на страната от този период е *предимно частен* и е свързан главно със секторите на строителството и търговия с недвижимите имоти, които са в основата на растежа на БВП.

Корекция на макроикономическите дисбаланси започва още през 2007 г., когато делът на инвестициите в строителния сектор в БВП се връща на нивата от преди началото на икономическия бум, а процесът на деливъридж² на домакинствата води до спад в потреблението. Вследствие на това Испания изпада в тежка рецесия. От началото на 2008 г. досега страната преживява само един кратък период на слаб растеж през 2011 г., който обаче е прекъснат през същата година. Оттогава е налице спад на БВП, дължащ се главно на изчерпването на фискалния импулс от пре-

² На микроикономическо равнище терминът деливъридж (или делевъридж, от англ. deleverage) означава намаляване на съотношението на дълговото финансиране към дохода на домакинство, респ. фирма. На макроикономическо равнище под делевъридж се разбира съотношението на дълга към БВП.

ходния период и свиването на кредитната активност. Равнището на безработицата нараства повече от трикратно за 5 години (от 8% през 2007 г. до над 25% през 2012 г.). В условията на рецесия външната задлъжнялост на Испания остава една от най-високите в световен мащаб – през 2011 г. нейното равнище достига 165% от БВП.

През 2012 г. се наблюдава известно понижение в дефицита по платежния баланс, който се връща на нивата си от 2005 г. Основната причина за тази корекция обаче е нетният отлив на чуждестранни капитали и „затварянето“ на международните финансови пазари за Испания. Налага се загубата на частни инвестиции да бъде компенсирана с прибавяване до Европейската централна банка, за да се финансира икономиката на страната. Вследствие на това *Banco de España* (централната банка на Испания) акумулира значителни задължения към ЕЦБ. Дългът е на финансовите институции, но се появява в баланса на централната банка.

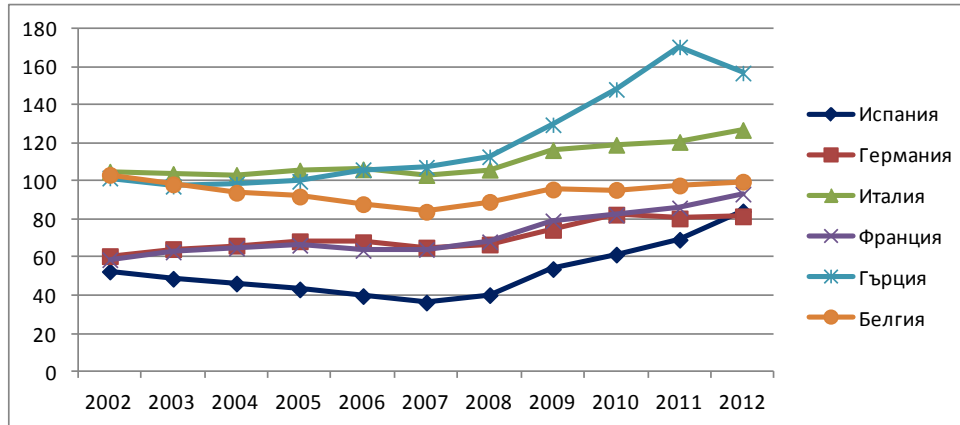
В контраст с частния дълг, в годините преди финансовата и икономическа криза стабилността на публичните финанси не представлява проблем за Испания. За разлика от други страни – членки на ИПС, които още от началото на новото хилядолетие допускат значително влошаване на фискалната си позиция и нарушават изискванията на Пакта за стабилност и растеж, Испания съумява да поддържа бюджетни излишъци и да намали размера на публичния си дълг до под 40% в периода 2006-2007 г. (вж. фигура 1). Впоследствие обаче става ясно, че излишъците в бюджета не са структурни, а се дължат на

ръст на фискалните приходи вследствие промени в структурата на БВП и най-вече бума в цените на активите. Именно поради това след началото на кризата се наблюдава рязък обрат – бюджетният дефицит достига 11% от брутният вътрешен продукт през 2009 г. и остава висок през следващите години. Бързото и силно влошаване на фискалната позиция на Испания разкрива *силната зависимост на публичните финанси от бизнес цикъла*, тъй като сривът в строителния сектор води до драстичен спад на данъчните постъпления. За влошаването на фискалната позиция допринася и нарастването на публичните разходи и особено на социалните трансфери. Вследствие на това през април 2009 г. Европейската комисия стартира процедура по свръхдефицит срещу Испания. На следващата година равнището на държавния дълг превишава установения с Пакта за стабилност и растеж праг на публичния дълг, а през 2012 г. то достига 84,2% от БВП, което е най-високото ниво в исторически план.

Въпреки това дори в условията на рецесия публичният дълг на страната остава по-нисък от този на други страни членки. Както може да се види от фигура 1, в периода 2010-2012 г. равнището на суверенния дълг на Испания се движи между 60 и 80% от БВП. За сравнение, публичният дълг на Гърция достига 170% от БВП, на Италия – 120%, на Белгия 100%, на Франция 86%. Прави впечатление, че Германия, чиито държавни облигации са приети за стандарт за ниско рисков финансов инструмент в еврозоната, има равнища на държавния дълг над 80%.

Статии

Фигура 1. Брутен държавен дълг на Испания и други страни-членки на ИПС в периода 2002-2012 г. (% от БВП)



Източник: АМЕСО (Европейска комисия)

Като повод за безпокойство може да се посочи значителният темп на нарастване на дълга, който е сред най-високите в ИПС (с 14 процентни пункта). Според данните на Valco de España натрупването на публичния дълг през 2012 г. се дължи предимно на ръста в задлъжнялостта на централното правителство – която е нараснала с 16% в сравнение със същия период на предишната година. За същия период дългът на автономните региони е нараснал с 11% и единствено общините са намалили задлъжняванията си с 3,53%.

Въпреки значителното си повишение през 2012 г. публичната задлъжнялост на Испания остава под средното равнище за еврозоната (90.6%), а оценката на рейтинговите агенции за възможността на правителството да я погаси остава сравнително висока³. Перспективите обаче са нарастването ѝ да продължи, като очакванията на Европейската комисия са през 2014 г. тя да превиши 100% от брутният вътрешен продукт.

Предвид необходимостта от връщане на равнищата на бюджетния дефицит и публичния дълг в рамките на изискванията на Пакта за стабилност и растеж, Испания предприема редица мерки за фискална

консолидация. По отношение на данъчната система, усилията са насочени към разширяване на данъчната база и намаляване на деформациите от данъчното облагане. През септември 2012 г. са повишени стандартната и намалената ставки на данък добавена стойност (съответно от 18% на 21% и от 8% на 10%). От страната на разходите, ръководни принципи са по-рационално използване на публичните средства, ограничаване на припокриващи се или излишни разходи и съкращаване на текущите разходи.

Важен елемент на усилията за фискална консолидация в Испания е и засилването на икономическото управление. Испания е сред първите страни от ИПС, които въвеждат в Конституцията си фискално правило за таван на бюджетния дефицит и публичния дълг. На база на извършените поправки в Конституцията през 2012 г. е приет Устройственият закон за бюджетната стабилност и финансова устойчивост, който въвежда изискване за балансиран бюджет и таван на размера на консолидирания публичен дълг от 60% от БВП⁴. С Устройствения закон също така е въведен принципът на ЕС, че измененията в разходите на публичната администрация никога не мо-

³ Рейтинговите агенции Moody's, Fitch и S&P оценяват суверенния дълг на страната съответно с оценки А3, А и ВВВ+

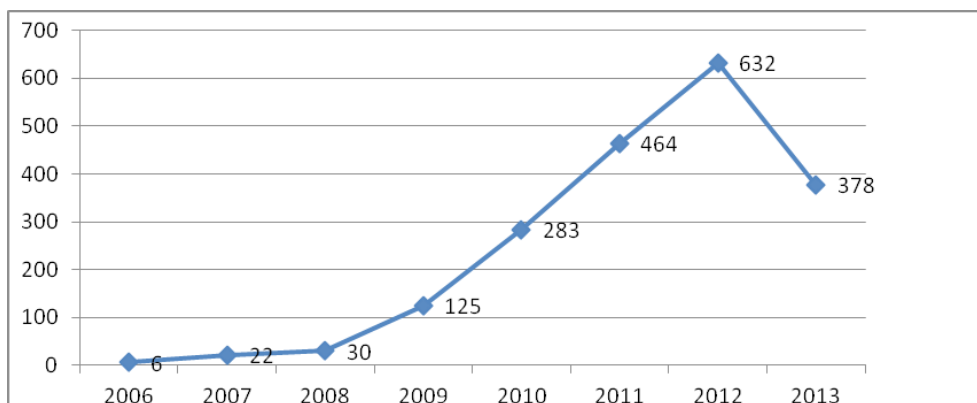
гат да бъдат по-големи от очаквания темп на растеж на БВП в средносрочен план. Не на последно място, законът установява процедури за мониторинг на съставянето и изпълнението на бюджета на всички административни нива с оглед гарантиране на бърза корекция на евентуални отклонения. В краен случай дори е възможно да се извърши намеса в дейността на общностните администрации с цел прилагане на коригиращи мерки.

Предприетите дискреционни мерки за фискална консолидация се очаква да дадат резултат през 2013 г., когато бюджетният дефицит ще се понижи до 6,75% от БВП в сравнение с 9,4% през 2011 г. В частност, прогнозите са за повишаване на постъпленията от данък добавена стойност и за по-ефективен контрол върху разходите. Въпреки очаквания слаб икономически растеж през 2014 г. прогнозният дефицит за същата година ще бъде по-голям в сравнение с предходната, а именно 7,25% от БВП, тъй като тогава ще изтекат част от мерките, предприети през 2012 г.

3. Пазарна цена на испанския държавен дълг.

В периода 2010-2013 г. най-сериозният риск за финансовата стабилност (и икономиката) на Испания се крие не толкова в самите размери на публичния дълг, колкото в *значителното повишаване на цената на обслужване на дълга*. Високите равнища на задлъжнялост на частния сектор и дълговата криза в Гърция обуславят засилване на несигурността по отношение платежоспособността на Испания и в резултат се стига до увеличаване на маржа в доходността (т.нар. рискова премия) между испанските и германските държавни облигации⁵. Рисковата премия по испанските дългови ценни книжа с матуритет 10 години нараства от 6 базисни пункта (б.п.) през 2006 г. на над 500 б.п. през 2012 г. (Вж. фигура 2). Пикът е достигнат през юли 2012 г., когато стойността на рисковата премия достига 632 б.п.

Фигура 2. Рискова премия по 10-годишните държавни облигации на Испания спрямо германските в периода 2006-2013 г. (в базисни пунктове)*



*Забележка: Взети са предвид най-високите стойности във всяка година. 100 базисни пункта = 1 процентен пункт.

Източник: www.datosmacro.com

⁴ Таванът по отношение на публичния дълг се разпределя по следния начин: 40 % за централното правителство, 13 % за автономните региони и 3 % за местните корпорации.

⁵ Доходността по германските дългови ценни книжа е определена за стандарт (бенчмарк), спрямо който се оценява държавният дълг на всички останали страни членки. Маржът в доходността спрямо германските дългови инструменти формира рисковата премия.

Известно облекчение представлява фактът, че не цялото нарастване на маржа в доходността се отразява в лихвения процент върху *настоящия* публичен дълг, който през 2011 г. е със 75 базисни пункта по-висок от този по германските облигации. Освен това маржът в доходността на германските и испанските облигации е под прага от 1000 базисни пункта (10 процентни пункта), който е формулиран от Пескатори и Сай (2007) като критерий за наличие на дългова криза.

Въпреки това нарастващата цена на суверенния дълг на Испания става причина за повишаване на лихвените проценти и оттук, за „изместване“ (crowding-out) на частните инвестиции и забавяне на стопанския растеж. Повишаването на рисковата премия и на лихвения процент по държавния дълг е особено опасно за икономиката, особено ако този процес се разпространи към корпоративния и банковия сектор, тъй като на практика това предполага „застиване“ на кредитно-инвестиционната дейност. Именно такава ситуация настъпва в Испания в периода 2010-2012 г. В допълнение, ако наблюдаваните на пазара разлики в доходността на дълговите инструменти на страните членки се запазят, ще се стигне до повишаване на лихвените проценти до настъпването на падежа на дълга и необходимост от рефинансирането му при по-високи нива на лихвите.

Интерес представлява въпросът защо цената на финансиране на дълга на Испания е по-висока от тази на други страни от еврозоната, които имат по-високи равнища на публичната задлъжнялост, като Германия, Франция и Белгия (вж. фигура 1). На практика съществува *несъответствие между действителното*

равнище на суверенния дълг на Испания и пазарната рискова премия. Това се потвърждава и от проведени емпирични изследвания, които стигат до извода, че публичният дълг на иберийската държава е по-устойчив⁶ в сравнение с този на други страни – членки на ЕС, на които пазарът определя по-ниска рискова премия. Така например Schoder (2013, р. 3) стига до извода, че дългът на Испания (както и този на Италия) е по-устойчив от този на Гърция, Португалия и Франция. Друго изследване, проведено по пръчка на Европейската комисия (Pagano, A., J. In't Veld, M. Ratto, W. Roeger, I. P. Szekely, 2012 г., р. 4) потвърждава, че е налице очевидно противоречие между рисковата премия по 10-годишните държавни облигации на Испания и съотношението на дълга към БВП на Испания, което остава по-ниско от средното за Европейския съюз.

Според посочените автори обяснението за недоверието на финансовите пазари към Испания се крие в слабостта на банковия сектор на страната, както и в песимистичните прогнози за реалния сектор през следващите години. Възможните причини за несъответствията между равнищата на брутния дълг и пазарната оценка в страните от ИПС са анализирани и в изследване на централната банка на Италия (Di Cesare, Grande, Manna и Taboga, 2012, р. 31), в което също е обърнато внимание на значителния марж между доходността на държавните облигации на Германия и страните от Южна Европа. В посоченото изследване обяснението за значителния ръст в рисковата премия на испанския суверенен дълг през лятото на 2012 г. се свързва с банковата криза в страната и необходимостта от неколкостепенна намеса на ЕЦБ за рефинан-

⁶ Устойчивостта се дефинира като спазване на т.нар. интертемпорално бюджетно ограничение на държавата, което означава реакцията на първичния бюджетен излишък към промяна с една единица в размера на суверенния дълг да бъде положителна. Ако това е условие е изпълнено, дългът се счита за устойчив.

сиране на банките. На следващо място в редица изследвания като важна причина за повишаване цената на испанския дълг се посочват *неубедителните резултати от структурните реформи и неконтролируемостта на нарастване на безработицата*. Негативните прогнози за икономиката на страната са причина за предпазливостта на инвеститорите, изразяваща се във висока рискова премия.

Заради трудностите на банковия сектор и последвалото рязко повишаване на рисковата премия на испанския държавен дълг през юли 2012 г. евро групата приема специално разработена за Испания *Програма за рекапитализиране на финансовите институции* (Financial Assistance Programme for the Recapitalisation of Financial Institutions), която испанското правителство следва да проведе в рамките на 18 месеца. Програмата предвижда по-конкретно поетапно предоставяне на испанските банки финансиране в размер до 100 млрд. евро по линия на Европейския стабилизационен механизъм (European Stability Mechanism). Като условие за получаване на финансовите трансше кредитните институции следва да проведат оздравителни мерки. С полученото финансиране банките успяват да посрещнат настъпващите падежи по свои задължения, както и да възобновят кредитната си дейност, макар и при високи разходи. В резултат от предоставената на банките финансова помощ в началото на 2013 г. рисковата премия по испанските държавни облигации се понижава, а финансирането от ЕЦБ намалява с 25% в сравнение с пика от август 2012 г. (Financial Assistance Programme for the Recapitalisation of Financial Institutions in Spain, Second Review of the Programme – Spring 2013). Въпреки това рисковата премия на Испания остава по-висока от тази на другите страни от еврозоната. През същия период рисковата премия на Фран-

ция достига максимум 74 б.п., на Италия е 351 б.п., независимо от факта, че тези държави имат по-високи равнища на суверенния дълг. Единствено Португалия с 515 б.п. и Гърция с 1157 б.п. плащат по-висока цена за своя дълг.

Подпомагането на банковите институции ще продължи да бъде в тежест на държавата до пълното проявяване на ефектите от тези мерки и стабилизиране на финансовия сектор на икономиката. Поemanето на голяма част от задълженията на банките от централното правителство рефлектира в увеличаване на публичната задлъжнялост

4. Публична задлъжнялост на автономните региони.

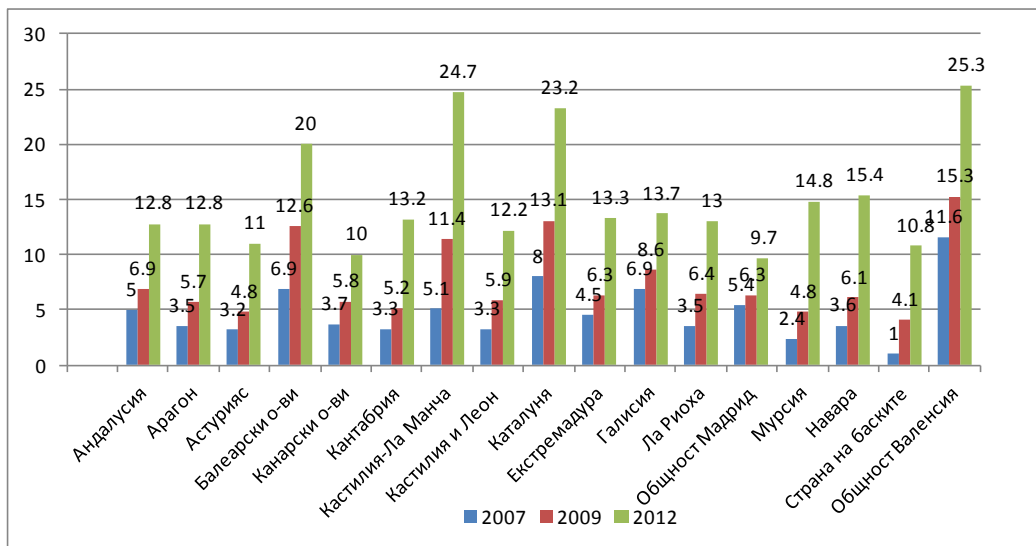
Друг риск пред финансовата стабилност на Испания произтича от децентрализираната структура на държавата и съответно на фискалната политика. След началото на кризата публичните финанси на субнационално равнище в Испания отбелязват най-голямо влошаване спрямо останалите страни – членки на ЕС. През 2011 г. съвкупният дефицит на 17-те автономни региони е близо 3% от БВП, което е повече от 2 пъти над установената цел от 1,3%. Вследствие на това през 2012 г. съвкупният им дълг достига около 15% от БВП, което е второто по размер равнище на дълг на субнационално равнище в ЕС (след Германия с 30%). Най-задлъжнялата автономна общност в относително изражение е Валенсия, чийто дълг е над 25% от БВП, след което се нареждат Кастилия-Ла Манча и Каталуня (вж. фигура 3).

Отклонението от заложените фискални цели разкрива значителната липса на прозрачност в сметките на регионалните правителства, която се очертава като основно предизвикателство пред фискалната им устойчивост. Други проблеми за автономните региони са труд-

Статии

ностите при овладяване на публичните разходи и значителен спад в приходите | вследствие на рецесията.

Фигура 3. Публичен дълг на автономните региони в Испания (% от БВП)



Източник: Banco de España

Посочените проблеми налагат засилване на прозрачността и на капацитета за контрол и ранна корекция на бюджетните дефицити. Новоприетият Устройствен закон за бюджетна стабилност и финансова устойчивост съдържа разпоредби, насочени към коригиране на част от посочените проблеми. В частност, заложен са изисквания за регионалните публични администрации за балансиран структурен бюджет и публичен дълг не повече от 13% от БВП. Друго важно нововъведение, насочено към засилване на контрола и отчетността за разходите на регионалните правителства, е създаването на система за ранно предупреждение за нарушение на установените тавани, както и възмож-

ността за налагане на финансови санкции⁷ на тези от тях, които нарушават изискванията. Новият закон също така отнема възможността на регионалните правителства да взимат заеми без одобрение от страна на централното правителство.

Фискална консолидация на регионалните правителства се цели също и чрез проекта на закон за прозрачността. Основна цел на законопроекта е постигане на активна публичност, която да осигури на широката общественост колкото се може повече информация за сключените договори за публични доставки. В законопроекта са предвидени санкции за служителите в общностните администрации, които с

⁷ Санкциите се изразяват в налагане на депозити и глоби в размер на 0,2 % от БВП.

действията си водят до нарушаване на изискванията за фискална дисциплина.

От друга страна, за да подпомогне финансово затруднените региони, централното правителство създава т.нар. *Механизъм за плащане на доставчиците*, който дава възможност на местните корпорации и регионалните правителства да изплатят на 100% поетите и неизпълнени финансови ангажменти преди края на 2011 г. Този механизъм „влива“ ликвидност в икономиката на автономните региони в размер на 35 млрд. евро и е в полза на над 170 хил. доставчици по обществени поръчки. Друг важен инструмент, създаден в помощ на автономните региони, е *Официалният кредитен институт* (Instituto de Crédito Oficial), който им предоставя кредитни линии за покриване на настъпващи техни финансови задължения. И двата посочени инструмента са обвързани с изпълнението от страна на автономните региони на мерки за овладяване на бюджетните им дефицити. (Actualización del Programa de Estabilidad del Reino de España - 2012 – 2015, p.54).

Посочените финансови механизми са насочени към облекчаване на финансовата ситуация в автономните региони и противодействие на негативните процеси в икономиките им. От друга страна, чрез подпомагане на автономните региони централното правителство поема част от техните задължения и така увеличава собственото си дългово бреме.

5. Перспективи за финансовата стабилност на Испания.

Описаните в настоящата статия процеси дават основание да се заключи, че в хода на икономическата криза се извършва *промяна в съотношението между частен и публичен дълг в Испания* – намаляването на дълговото финансиране на частния сектор се съпътства с увеличаване равнището на публичния дълг. Именно нарастващата

публична задлъжнялост се очертава като най-сериозното икономическо и политическо предизвикателство за страната. През следващите години публичните финанси на Испания ще са изправени пред редица сериозни изпитания. Най-същественото предизвикателство е преодоляването на рецесията и създаване на условия за стабилен икономически растеж. Безпрецедентно високото равнище на безработица (по този показател Испания „дели“ първото място в Европа с Гърция) оказва пагубно влияние върху разполагаемия доход на стопанските субекти и оттук, върху данъчната база. През 2013 г. прогнозите на Европейската комисия за страната предвиждат спад на БВП и увеличаване на безработицата до близо 27% от активната работна сила. Първите слаби признаци на растеж в испанската икономика се очакват през 2014 г., когато вероятно ще бъде регистриран слаб ръст на БВП (0,8%) и леко понижение в равнището на безработица (до 26,6%). Неодобрите макроикономически показатели намират израз в отклонение от заложените фискални цели и увеличаване на суверенната задлъжнялост. Именно поради това условията за финансиране за домакинствата и фирмите засега остават неблагоприятни въпреки предприетите действия за капитализиране на банковите институции. Отрицателният или прекалено бавен ръст на БВП, както и високите разходи за укрепване на банковия сектор, вероятно ще доведат до повишаване на брутната задлъжнялост на правителството до над 100% от БВП през 2014 г. (European Economic Forecast, Winter 2013, p. 2).

На следващо място, от съществено значение за засилване на фискалната устойчивост е коригирането на значителните външни неравновесия. Положителен знак по отношение на испанската икономика през 2012 г. може да бъде видян в уве-

Статии

личаването на дела на чистия износ в БВП за сметка на вътрешното потребление и инвестиции. Тези процеси водят до задълбочаване на икономическия спад и безработицата, но същевременно те допринасят за коригиране на външните неравновесия. Нещо повече, износът се превръща в основен двигател за икономиката на страната и в сравнение с останалите страни от еврозоната продажбите над граница на Испания показват устойчив ръст.

Като друга положителна тенденция във външния сектор може да се посочи очакваното от 2013 г. нататък намаляване на нетното взимане на заеми в испанската икономика. Както показва таблица 1, капацитетът за финансиране на частния сектор през разглеждания период ще остане солиден. Това, от своя страна, ще допринесе за процеса на намаляване на размера на външния дълг. Запазването на капацитета на икономиката за финансиране е гаранция за продължаване на процеса на корекция на

външните неравновесия вероятно до края на десетилетието.

Намаляването на външния дълг по своята същност е продължителен процес, но постигането на точка на пречупване ще доведе до намаляване на рисковата премия и оттук, до понижаване цената на финансиране на дълга. При високи стойности на външната задлъжнялост възникват ограничения в кредитирането, каквато е ситуацията понастоящем в Испания. Ако икономиката се финансира за сметка на вътрешни спестявания, ограниченията са по-малки. Така например Италия и Япония въпреки много високите равнища на публичния си дълг, успяват да получат финансиране от националната икономика. По-конкретно външният дълг на Италия е само една трета от този на Испания, което ѝ дава възможност да получава финансиране от чужбина при по-благоприятни условия.

Таблица 1. Нетно предоставяне/взимане на заеми по отношение на останалия свят

	2011	2012*	2013*	2014*	2015*
Нетно предоставяне (+)/ взимане (-) на заеми от останалия свят, вкл.	-3,4	-0,9	0,8	1,4	1,8
Баланс на стоки и услуги	-0,6	2,1	4	5	5,9
Баланс на първичния доход и текущи трансфери	-3,3	-3,5	-3,7	-4	-4,5
Капиталова сметка	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
Нетно предоставяне (+)/ взимане (-) на заеми на частния сектор	5,1	4,4	3,8	3,6	2,9
Нетно предоставяне (+)/ взимане (-) на заеми на публичния сектор	-8,5	-5,3	-3	-2,2	-1,1

*Забележка: Прогнозни данни

Източник: Програма за стабилност на Испания (2012-2015 г.)

Макар и все още да са сравнително слаби, положителните тенденции във външния сектор на испанската икономика, както и ангажиментът на страната за фискална консолидация, ще окажат положително въздействие върху цената на финансиране на дълга. По-конкретно в Програмата за стабилност за периода 2012-2015 г. е заложено очакване от 2013 г. нататък средната стойност на рисковата премия да започне да спада постепенно поради отслабването на възприятията за фискален и финансов риск вследствие постигнатата фискална консолидация и прилагането на новия Устройствен закон за бюджетна стабилност. Макар да не може да бъде направена точна прогноза, очакваното намаляване на рисковата премия до 2015 г. е с около 200 б.п., т.е. повече от двойно от средното за 2012 г.

До коригирането на натрупаните макроикономически неравновесия и възстановяването на икономиката на Испания може да се очаква увеличаването на публичната задлъжнялост да продължи предвид значителните разходи на правителството за рекапитализиране на банките и подпомагане на автономните региони. Предвид децентрализираната природа на публичните финанси на страната, много важно условие е изграждането и поддържането на силна фискална и институционална рамка. Предприетите действия в посока подобряване фискалното управление и прозрачността във фискалната политика на автономните региони представляват прогрес в тази посока, но контролът и рационалното насочване на публичните разходи остава сериозно предизвикателство предвид сериозните структурни дисбаланси в испанската икономика.

6. Заключение.

Несъмнено Европа изживява най-се-

риозната финансова криза в съвременната си история и въпреки положените от страните членки усилия за фискална консолидация, състоянието на публичните финанси на голяма част от тях ще останат незадоволително през следващите години. По-конкретно, очаква се към края на десетилетието средното равнище на суверенната задлъжнялост в ИПС да достигне 125% от БВП. Испания не прави изключение от общата картина, тъй като прогнозите са равнището на публичния дълг да продължи да се покачва.

Въпреки това пред Испания не е налице непосредствена заплаха от изпадане в неплатежоспособност. Макар и високи, равнищата на публичната задлъжнялост остават под средните за ЕС, а правителството е поело ангажимент за осъществяване на нужните реформи за балансиране на бюджета и намаляване на дълга, вкл. чрез конституционно регламентирани фискални правила.

В настоящата статия са идентифицирани два важни и взаимосвързани риска пред финансовата стабилност на страната – първо, високите равнища на външна задлъжнялост на частния сектор, и второ, слабостта на икономиката и банковия сектор. Наличието на тези проблеми рефлектира в ограничен достъп на страната до външно финансиране и чувствително повишаване на цената на обслужване на публичния дълг. На този етап усилията за фискална консолидация на централното и регионалните правителства и значителната финансова помощ от ЕС способстват за поддържане на доверието в платежоспособността на страната. В средносрочен план остават посочените финансови рискове поради твърде бавното възстановяване на икономиката, все още недостатъчната капитализация на банковия сектор и значителното влошаване на публичните финанси на автоном-