

Сравнителен анализ на суверенните дългове на държавите от Източна и Южна Европа

Николай Неновски¹
Цветелина Маринова²

Резюме: В статията се изследват бюджетните позиции и тенденциите в суверенните дългове на две групи държави – членки на ЕС, в периода на глобална финансова и икономическа криза. Настоящите фискални позиции и тенденциите в държавните дългове в Балтийските държави и България са преди всичко резултат от прилагания валутнокурсен режим, докато в Южна Европа и Ирландия основна роля за националните бюджетни политики и съответно равнищата на публичен дълг има институционалната рамка на еврозоната. Съществуването на неявна гаранция в еврозоната представлява основната разлика между нея (с твърдо фиксиран курс) и паричния съвет (и неговия фиксиран курс) и допринесе за разхлабване на фискалната дисциплина в Южна Европа.

Статията включва: първо, теоретична рамка; второ, анализ на публичните финанси и тенденциите в суверенните дългове преди началото на глобалната криза и трето, изследване на бюджетните позиции и изпитанията пред държавните дългове в условията на криза.

¹ Николай Неновски е доктор на икономическите науки, професор в катедра "Финанси" на УНСС" и в университет "Жул Верн", Амиен, Франция, e-mail: nenovsky@gmail.com

² Цветелина Маринова е доктор, главен асистент в Нов български университет, e-mail: tsvetelina.marinova@gmail.com

Ключови думи: бюджетен дефицит, суверенен дълг, финансова криза, нови държави – членки на ЕС, еврозона.

JEL: H62, H63, G01.

Въведение

Ръстът на международната задлъжнялост в световен мащаб е обективен процес, а възникването и разпространението на дългови кризи представлява отличителна характеристика на глобалната икономика. Нарастването на външния дълг поради бум в кредитирането на частния сектор, придружен от натрупване на държавен дълг, може да предизвика банкова криза. Банковата криза ускорява заемането на средства от правителствата с цел да бъдат осигурени гаранции и да бъдат спасени финансови институции в затруднение, което може да доведе до криза на суверенния дълг. Такъв е случаят с настоящата криза в Икономическия и паричен съюз (ИПС). Началото на глобалната финансова криза в САЩ само ускори кризисните процеси в ИПС. Настоящата криза в паричния съюз е естествен резултат от институционалната рамка на общата валута и националните икономически политики. Интеграционният проект за обща европейска валута се оказа нефункционален, тъй като води до разделение в икономическото развитие на държавите и дезинтегриране в периоди на кризи.

Понастоящем дълговите проблеми на държави – членки на еврозоната, контра-

Икономически растеж

пират със състоянието в публичните финанси в държави – членки на ЕС, извън паричния съюз. Сравнителният анализ обхваща две групи държави, прилагащи режими на фиксирани валутни курсове в и извън еврозоната. Първата група включва държави от еврозоната (Гърция, Ирландия³, Италия, Испания, Португалия), изпаднали в дългова криза. В рамките на Европейския паричен съюз, от 1 януари 1999 г., валутните курсове на националните парични единици на държавите членки са твърдо фиксирани към общата европейска валута. От началото на неговото функциониране се провежда обща парична политика от наднационална централна банка – Европейската централна банка (ЕЦБ). В същото време икономическата и фискалната политика остават национално определяни.

Втората група обхваща държавите с фиксирани курсове в ЕС (Литва, Латвия, България, Естония – преди въвеждане на еврото). Това са държави в преход към пазарна икономика, които в периода на европейска икономическа и парична интеграция прилагат фиксирани валутни курсове и парични съвети (Естония, Литва и България). Основно тяхно договорно задължение е да приемат общата валута. В периода на глобална криза Естония вече се присъедини към еврозоната (2011 г.), а Латвия се присъедини от началото на 2014 година.

В началото на прехода Естония бе първата държава, която въведе паричен съвет през 1992 г. От 1994 г. паричен съвет функционира и в Литва. От 1994 г. Латвия прилага режим на покритие на паричната база и фиксиран валутен курс първоначално към СПТ, а от 2005 г. към еврото. Целта на тези държави бе да се откъснат от зоната на рублата и да се интегрират в европейската и глобалната парична система (Nepovsky, 2008). След периода на банкова криза, хиперинфлация и загуба на огромни

³ Ирландия не е страна от Южна Европа, но е включена в анализа поради дълговите проблеми.

Суверенните дългове

валутни резерви, под натиска на Международния валутен фонд, през юли 1997 г., в България също бе въведен паричен съвет.

Валутнокурсвият режим е само част от цялата система на икономическата политика и най-вече на отношенията в тази система между парична и фискална политика. Различията във фискалното салдо и в публичния дълг на отделните държави както при обща парична политика (в ИПС), така и между тях и държавите с фиксиран курс извън еврозоната, включително (и особено) с паричен съвет, са резултат и от групи фактори.

Основна цел на тази статия е да изследва тенденциите в равнищата на суверенните дългове и предизвикателствата пред държавите в условията на глобална икономическа криза.

1. Теоретична рамка на изследването

Икономическият и паричен съюз не е само твърдо фиксирани курсове. За разлика от паричния съвет, който е национална парична система, чието функциониране е обвързано с покритие (валутни резерви) и платежен баланс, респективно с фискален резултат поне в средносрочен план, еврото е с обща парична политика, но без обща фискална политика. На теория държавите членки са отговорни за суверенния си дълг, но на практика това не е така. Съществуването на неявни гаранции в еврозоната представлява основната разлика между нея (с твърдо фиксирания ѝ курс) и паричния съвет (и неговия фиксиран курс). Тези гаранции са публични и наднационални, формирани своеобразен „гаранционен“ или „застрахователен фонд“. Наличието на такъв фонд увеличава илюзията за сигурност на различните икономически актьори и на националните правителства. След приемане на еврото рисковата премия и цената на поемане на риск в т.нар периферия не отразяваха действителното си ниво поради

Икономически растеж

появата на безплатна застраховка (или още премия от присъединяването към ЕС). Държавите от Южна Европа и Ирландия разчитаха на гаранции за спасяване от ЕС и от развитите държави. Скрытата субсидия предизвика големи потоци от ресурси и капитали от ядрото към периферията на еврозоната, което доведе до нарастване на външния публичен и частен дълг в Южна Европа. Притокът на външни спестявания и заеми допринесе за разхлабване на условията за кредитиране, по-високи заплати и потребление, по-висока инфлация. Направени бяха инвестиции в неефективни проекти. Съществена роля за експанзионистичната кредитна политика има институционалната рамка на европейската парична система, която позволява финансиране на търговски банки от ЕЦБ срещу приемане на обезпечение с ДЦК. По този начин банките не поемат сами рисковете от отпусканите кредити. По-високата инфлация доведе до нарастване на валутния курс и загуба на конкурентоспособност. Във времето гаранционният фонд, който е публичен, видим и включва застраховки най-вече в чуждестранни резерви, започна да намалява, както и фискалните излишъци за сметка на виртуални гаранции на европейските институции и ядрото на еврозоната. Европейският гаранционен фонд е виртуален, което стана ясно с началото и развитието на кризата (Nenovsky, 2011a). По този начин общата валута се превърна в инструмент за налагане на по-ниски лихви, спасявания на банки и правителства, при отказ от суверенитет и свободи (Багус, 2011, с. 119-126), а интервенционизмът в основа на европейската парична система.

При влизане в паричния съюз държавите променят природата на своя суверенен дълг, т.е. те спират да имат контрол върху валутата, в която емитират дълг. Когато инвеститорите се страхуват от възникване на трудности за плащане на дълга, ликвидността от националния пазар

се изтегля. След като държавата изпадне в ликвидна криза, лихвите се повишават, което води до криза, свързана с платежоспособността. По този начин държавата може да стане неплатежоспособна, защото инвеститорите се страхуват от неплатежоспособност.

Съществува още една особеност на паричния съюз. В него финансовите пазари са в голяма степен интегрирани. Когато в една държава настъпят неравновесия, финансовите и банковите сектори в други държави, в които условията са добри, също се влошават, т.е. появяват се т.нар. външни (странични) ефекти (De Grauwe, 2011).

Извън паричния съюз, при фиксираня валутен курс съществува фиксирано разменно съотношение между местната и чуждестранна валута, както е случаят в Латвия. Валутният курс е оставен да се колебае около централния си паритет, а централната банка може да интервенира с цел да влияе върху валутния курс.

При паричните съвети в Естония, Литва и България местните валути са обвързани с еврото при строго фиксирано разменно съотношение. Паричното предлагане в техните икономики е ограничено от промените във валутните резерви поради необходимостта от поддържане на 100 % покритие на паричната база с резервната валута. При този режим съществуват твърди бюджетни ограничения пред всички икономически агенти, които трябва да понесат сами разходите от своите действия. По този начин прилаганият валутнокурсен режим има ограничаваща роля за провежданата от правителствата фискална политика. Поддържането на устойчив бюджетен дефицит и нарастване на публичния дълг е опасно, тъй като може да доведе до загуба на международни резерви и дефицит в платежния баланс. Дефицитите в бюджета и в платежния баланс от своя страна могат да предизвикат валутна криза, девалвация на местната парична единица и крах на

Икономически растеж

фиксиран режим. Външният дълг в чужда валута трябва да се погасява с увеличени суми в местна, т.е. спиралата на бюджетните разходи се разширява с увеличените плащания по обслужване на дълга.

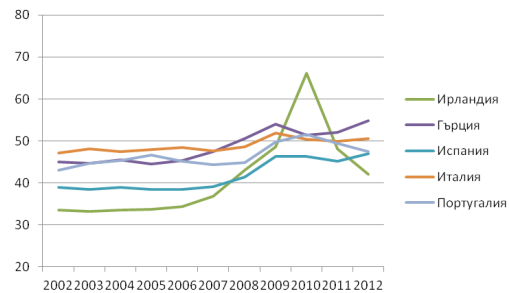
Описаният по-горе застрахователен модел в еврозоната може да бъде приложен и за държавите в преход и тяхното присъединяване към ИПС. Понастоящем паричният режим играе ролята на вътрешна котва, а членството в ЕС на външна котва, които координират очакванията и поведението на икономическите агенти. Те имат две основни роли: дисциплиниращ ефект и ефект на доверие (Nepovsky, 2011b). С приемането на общата валута дисциплиниращият ефект ще изчезне и поради това държавите, които сега имат парични съвети (България, Литва), вероятно ще се изкушат и ще използват неявните гаранции в еврозоната, и ще разхлабят бюджетната дисциплина.

Сравнителният анализ между двете групи държави се основава върху хипотезата, че състоянието и тенденциите в публичните финанси в Балтийските държави и България са резултат преди всичко от прилагания валутнокурсен режим, а в Южна Европа и Ирландия от институционалната рамка на паричния съюз.

2. Публичните финанси преди кризата

В рамките на паричния съюз правителствата се ангажираха с постигането на целите на националните икономически политики (растеж, заетост, повишаване на доходите и благосъстоянието на гражданите). След въвеждане на еврото правителствата от Южна Европа (с изключение на Испания и Ирландия) увеличиха размера на публичния сектор в икономиката. До началото на глобалната криза държавните разходи на Гърция и Италия през отделни години достигаха почти 50 % от БВП.

Суверенните дългове



Фигура 1. Бюджетни разходи в Южна Европа и Ирландия, % от БВП, (2002-2012)

Източник: Евростат

Възможностите за монетизиране на дълга от ЕЦБ увеличиха многократно моралния риск, тъй като правителствата са убедени, че могат да харчат и трупат дълг, а когато изпадат в затруднение ще бъдат спасени. Институционалната структура на еврото предизвика огромен системен морален риск и тласна държавите към лошо поведение. Националните бюджетни политики бяха поставени в нарастваща зависимост от политическите цели и амбиции на правителствата. Инвеститорите купуваха дълг на неразумни правителства, вярвайки, че ЕЦБ или силните държави няма да позволят фалит или излизане от еврозоната. Търговските банки не носят сами риска от дейността си, което доведе до раздуване на кредитните балони и създаването на огромни диспропорции в насочването на ресурсите и преразпределението на доходите и богатството.

През годините цената на труда в южните страни растеше по-бързо отколкото реалната производителност, като в същото време правителствата увеличиха социалните плащания. Правителствата с политически цели увеличават дефицита, вместо да повишат данъците. От самото начало на ИПС бюджетната дисциплина в много от държавите членки не бе спазвана, а постоянните нарушения на разпоредбите на Пакта за стабилност и растеж (ПСР) го направиха

Икономически растеж

неефективен. Сред най-честите нарушителки бяха дори и най-развитите държави в Съюза (Германия и Франция), а санкции спрямо нито една държава членка не бяха наложени.

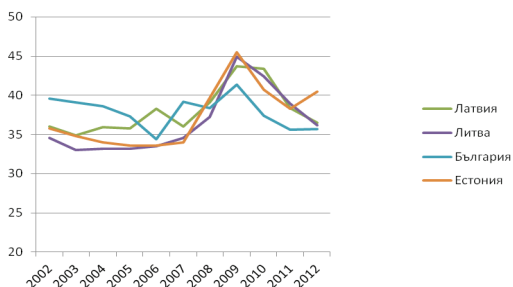
В периода 2002-2007 г. бюджетният дефицит в еврозоната бе около, а в отделни години надминаваше 3 % от БВП. Гърция, Португалия и Италия постоянно поддържаха прекомерен бюджетен дефицит и нарушаваха бюджетните правила в еврозоната. През 2004 г. дефицитът в Гърция достигна 7,5 % от БВП.



Фигура 2. Бюджетен дефицит/излишък в държавите от Южна Европа и Ирландия, % от БВП, (2002 – 2012)

Източник: Евростат

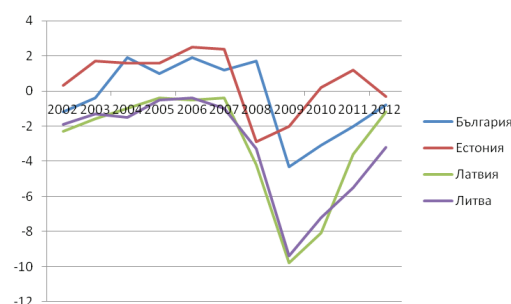
В Балтийските държави и България тенденциите в бюджетните баланси бяха противоположни. Преди кризата размерът на публичните разходи в тези държави бе около 35 % от БВП като през периода най-високи бяха те в Латвия. В България се наблюдаваше постоянно намаляване на правителствените разходи от около 40 % от БВП през 2002 г. до 34 % от БВП преди началото на глобалната финансова и икономическа криза.



Фигура 3. Бюджетни разходи в Балтийските държави и България, % от БВП, (2002-2012)

Източник: Евростат

В периода 2002-2007 г. Естония и България натрупаха бюджетни излишъци и буфери, които след началото на глобалната криза бяха използвани за смекчаване на ефектите от нея върху местните икономики. През 2006 г. бюджетният излишък в България достигна 1,9 % от БВП, а в Естония 2,5 % от БВП. В Литва и Латвия бяха отчетени бюджетни дефицити, но бяха по-ниски от средните за еврозоната. Водеща бе низходящата тенденция.



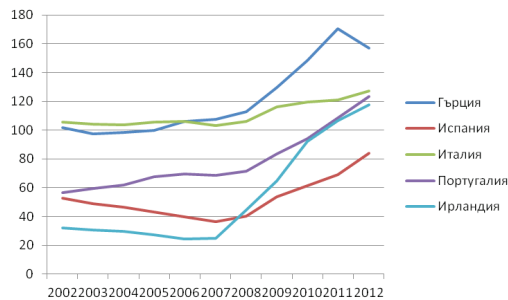
Фигура 4. Бюджетен дефицит/излишък в Балтийските държави и България, % от БВП, (2002-2012)

Източник: Евростат

Натрупването и поддържането на високи бюджетни дефицити в държави – членки на еврозоната, доведе и до постоянно нарастване на суверения дълг в паричния съюз. На равнище еврозона критерият за държавен дълг (не надвишаващ 60 % от БВП⁴) бе постоянно нарушаван. През 2002 г. той бе 68 % от БВП, а непосредствено преди кризата достигна 70,2 % от БВП. Държавите членки, провеждащи експанзионистична фискална политика, натрупаха голям държавен дълг в периода след въвеждане на еврото. В периода 2002-2007 г. в Гърция и Италия сувереният дълг постоянно превишаваше 100 % от БВП (с изключение на годините 2003 и 2004 г. за Гърция). В Испания и Ирландия неговите нива бяха по-ниски, но в същото време се наблюдаваше постоянен ръст в кредитирането на частния сектор и нарастване дела на инвестициите в сек-

Икономически растеж

тора на недвижимите имоти, което доведе и до появата на големи макроикономически дисбаланси. Кредитната експанзия в Южна Европа и Ирландия финансира свръхпотребление, погрешни инвестиции, финансирани бяха нестабилни държави на благоденствието. Този раздут пазар се подхранваше и от експанзионистичната парична политика на Европейската централна банка до 2008 г. Това доказва, че приемането на еврото няма един и същи ефект върху всички страни и отделните региони в тях. Използването на общата валута е свързано с „неравномерно развитие на отделните региони, а следователно и до нужда от държавна намеса“ (Клаус, 2012).



Фигура 5. Държавен дълг в държавите от Южна Европа и Ирландия, % от БВП, (2002-2012)

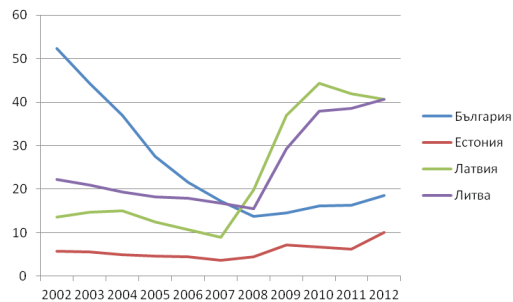
Източник: Евростат, ЕЦБ

Възходящата тенденция в равнищата на държавния дълг в еврозоната контрастира с тази в Балтийските държави и България. В четирите държави се наблюдаваше постепенно намаляване на публичния дълг. През 2007 г. Естония отчете 3,7 % от БВП, който бе най-ниският в ЕС-27. В България държавният дълг бе 17,2 % от БВП. Ниските нива на държавен дълг бяха естествен резултат от спазването на бюджетна дисциплина. Местните правителства нямат възможност да използват бюджетната политика за постигане на политически цели. Фиксираният валутен курс и паричните съ-

⁴ Маастрихтски критерии, Договор от Маастрихт и Пакт за стабилност и растеж

Суверенните дългове

вети в държавите извън еврозоната имат дисциплиниращ ефект върху националните правителства. Поддържането на валутни резерви повиши доверието на чуждите инвеститори в местните парични единици и икономики и спомогна за растежа и за повишаване на доходите.



Фигура 6. Държавен дълг в Балтийските държави и България, % от БВП, (2002-2012)

Източник: Евростат, ЕЦБ

Преми началото на кризата роля за фискалната дисциплина изиграха и следваните от държавите стратегии за бързо приемане на общата валута. Съласно договорите си за присъединяване към ЕС всички те са задължени рано или късно да въведат еврото⁵. След присъединяването към ЕС, в основен външнополитически приоритет се превърна пълноправното членство в паричния съюз, обвързано с изпълнението на Маастрихтските критерии. Здравите публични финанси и благоразумната фискална политика са неделима част от изискванията към държавите кандидатки за еврозоната. На практика и четирите държави изпълняваха критериите за държавна бюджетна позиция в периода 2002-2007 г., за разлика от Гърция, Португалия и Италия.

3. Изпитания пред държавните бюджетни позиции в кризата

Началото на световната финансова и икономическа криза предизвика външен за

⁵ Договор за присъединяване на България и Румъния към ЕС, подписан на 25.04.2005 г., в сила от 1 януари 2007 г.

Икономически растеж

системата шок, който доведе до поскъпване на публичното и частното финансиране на Гърция, Португалия поради отпадане на поддържащата се (неявна) гаранция. Инвеститорите загубиха доверие в публичните финанси на държави от Южна Европа. Невъзможността на националните правителства и европейските институции да се справят с финансовата и икономическата криза провокира криза на доверието от страна на пазарните участници. След началото на кризата бюджетните разходи в Южна Европа и Ирландия рязко нараснаха. Правителствата подкрепиха пряко финансовия сектор, като гарантираха задълженията му, национализираха банки, изкупуваха активи или купуваха дялове в тях. Те стимулираха раздути публични сектори като увеличиха харченето. Приходите в националните бюджети намаляха значително, а разходите за социални помощи се увеличиха вследствие на растящата безработица. В началото на кризата бюджетните разходи на Гърция достигнаха 50,6 % от БВП, докато в Балтийските държави и България бяха много по-ниски (пог 40 % от БВП). Най-висок размер на публични разходи в еврозоната бе отчетен в Ирландия (66,1 % от БВП през 2010 г.), след като правителството се наложи да спасява банковата система. В Гърция разходите нараснаха до 54 % от БВП през 2012 г. По данни на МВФ⁶ въздействието, което помощта за финансовия сектор е имала върху размера на брутния публичен дълг на Гърция, Ирландия и Испания, е било съответно 19,7 % от БВП, 40,5 % от БВП и 7,3 % от БВП.

Глобалната финансова и икономическа криза и кризата в ИПС оказаха негативно въздействие върху държавните бюджетни позиции и развитието на икономиките на Балтийските държави и България. В условията на фиксирани курсове към еврото конюнктурата в еврозоната влияе силно върху финансовия и реалния сектор. Тези режими

са силно уязвими към външни шокове и кризи. В добри за икономиката времена икономическата ситуация в еврозоната спомага за тяхното развитие и сближаване, а в периоди на криза затруднява тези процеси.

В държавите от Централна и Източна Европа (ЦИЕ) кризата започна с известно закъснение (през 2009 г.). В Балтийските държави и България държавните разходи нараснаха най-съществено през 2009 г., като най-високи бяха – 45,5 %, в Естония. В Литва и Латвия увеличаването на бюджетните разходи бе резултат от банковите кризи и спасяването на финансовия сектор. След 2009 г. се наблюдава низходяща тенденция в разходите и в четирите държави, а правителствата провеждат рестриктивна фискална политика.

Поради намалелите приходи и растящите разходи дефицитите и дълговете на правителствата в много държави от еврозоната набъбнаха, а загубата на доверие на пазарите в институциите и политическия елит допълнително усложни финансирането на правителствата, което доведе до дълговата криза през пролетта на 2010 г. Бюджетният дефицит в паричния съюз достигна 6,4 % от БВП през 2010 г. Сувереният дълг в еврозоната нарасна от 70,2 % от БВП (през 2008 г.) до 90,6 % от БВП (през 2012 г.). Дългът продължава да расте и през първите месеци на 2013 г. В рамките на еврозоната съществува висока степен на финансова и икономическа свързаност на отделните икономики и наличието на проблеми в бюджетната позиция на отделна държава създава рискове за стабилността на паричния съюз. Дълговата криза започна в Гърция, а след това бързо се разпространи в Ирландия, Португалия и Испания. Държавният дълг на Гърция нарасна до 170,3 % от БВП през 2011 г.

Най-големи притежатели на държавните дългове на проблемните държави са местните банки. В края на 2011 г. испанските банки притежаваха дълг на местното правителство в размер на 155 175 млрд. евро, а общи-

⁶ Fiscal adjustments in an uncertain world, IMF, 2013.

Икономически растеж

ят гържавен дълг, гържан от чужди и местни банки, бе 188 941 млрд. евро. Италианският публичен дълг, притежаван от местни банки, достигна 150 636 млрд. евро, като общият суверенен дълг, закупен от чужди и частни банки, бе 243 715 млрд. евро. Експозициите на чужди банки към суверенния дълг на Гърция, Ирландия и Португалия бяха много малки и дори пренебрежимо малки извън Европа. Проблемни са Испания и Италия, тъй като експозициите на чужди банки към техния суверенен дълг са най-големи. В края на 2011 г. в Италия чуждите банки притежаваха общо дълг от 288 732 млрд. долара, от които 237 322 млрд. долара, закупен от европейски банки. В Испания правителственият дълг, притежаван от чужди банки, бе 106 581 млрд. долара, от които 86 523 млрд. долара от европейски банки (Wignall, 2012). Това са предимно френски и германски банки, които могат да понесат огромни загуби в случай на невъзможност на правителствата от Южна Европа да обслужват своите дългове.

След първоначалното увеличаване на бюджетните разходи за спасяване на финансовите сектори гържавите от ЕС, под натиска на Германия, обявиха мерки за бюджетна консолидация или т.нар бюджетни икономии. За гържавите от Южна Европа и Ирландия бюджетните икономии се превърнаха във важно условие за получаване на финансова помощ от международните финансови институции (преди всичко Международния валутен фонд), Европейската комисия и ЕЦБ, т.нар тройка. Въпреки това до момента програми за строги бюджетни икономии се изпълняват само в четири гържави членки на ЕС-28 – България, Литва, Латвия и Ирландия. Взема се предвид единствено комбинацията от намаляване както на разходите, така и на данъците като програма на строги бюджетни икономии. За да се счита една страна като увеличила или намалила разходите и данъците си, трябва поне една година след влизането в сила на програмите за икономии и двата показателя да са отбелязали промяна с поне

Суверенните дългове

един процент от нивата си в сравнение с предходния период. Най-голям брой страни следват противоположния път – увеличаване и на разходите, и на данъците (сред тях Франция, Германия, Испания) (Melchiorre, 2013).

Прогнозните данни на ЕК⁷ показват, че гържавните дългове на южните гържави ще продължат да растат и през 2013 и 2014 година. В еврозона 17 гържавният дълг през 2013 г. се очаква да достигне 95,5 % от БВП, а най-близък по размер ще бъде испанският дълг (91,3 % от БВП). През 2013 г. в Гърция, Италия и Ирландия дълговете ще нараснат съответно до 175,2 %, 123,3 % и 131,4 % от БВП.

В кризата в Балтийските гържави и България също се наблюдава тенденция на нарастване на публичните дългове, но с много по-ниски темпове. През 2012 г. най-ниски нива на гържавен дълг отчетоха Естония и България, респективно 10,1 % от БВП и 18,5 % от БВП. Въпреки влошените бюджетни позиции и икономическата криза в гържавите с фиксирани курсове криза на суверенните дългове няма. Очакванията през 2013 г. за трите Балтийски гържави и България са свързани със запазване на равнищата на гържавните дългове около тези от 2012 г.

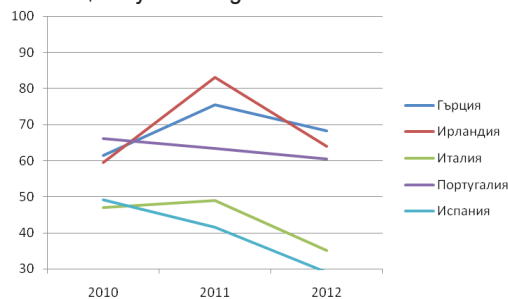
При анализа на суверенния дълг има значение разграничението между вътрешен и външен дълг на гържавите. То е важно, тъй като съществува връзка между лихвените проценти и плащания по дълга и разпределението на ресурсите и благосъстоянието в гържавите. При вътрешен дълг по-високите лихвени проценти водят до по-голямо преразпределение в страната (от данъкоплатците към притежателите на гържавни облигации). При външен дълг по-големите лихвени проценти водят до загуба на благосъстояние за страната като цяло, защото правителството трябва да трансферира ресурси в чужбина. Това разграничение между външен и вътрешен дълг е много важно в контекста на кризата в еврозоната, защото гържави-

⁷ Public finances EMU 2013, European Commission, 2013.

Икономически растеж

те от еврозоната не могат да девалвират валутата си, за да увеличат износа, за да обслужват външния си дълг. Но южните държави от еврозоната нямат избор. Те трябва да намалят своите дефицити, защото чуждият капитал, от който техните икономики бяха толкова зависими, силно намала. Съществува силна връзка между спреда на риска и външния дълг на държави от еврозоната, които имат големи дефицити по текущите сметки в периода след въвеждане на еврото (Gros, 2013). Кризата в еврозоната е криза на външния дълг. Само страните, които са имали големи дефицити по текущите сметки, са засегнати най-сериозно от кризата. В този смисъл, след като текущата сметка на държавите излезе на излишък, натискът от финансовите пазари ще намалее, а това ще възстанови фискалния им суверенитет.

От началото на дълговата криза най-ниски равнища на държавен дълг, притежаван от чужденци, в държавите от Южна Европа имат Испания и Италия като през 2012 г. те бяха съответно 29 % и 35,1 % от общия държавен дълг. Външният държавен дълг на гръцкото правителство бе 68,2 % от общия суверенен дълг, а този на Ирландия и Португалия съответно 63,9 % и 60,4 % от общия публичен дълг.



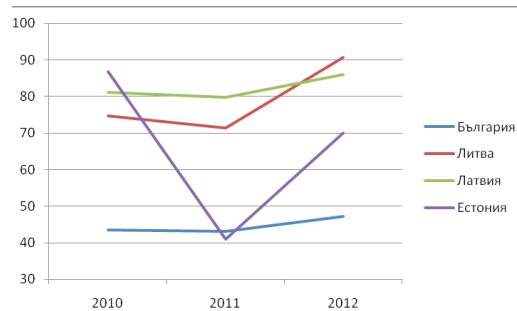
Фигура 7. Външен правителствен дълг на държавите от Южна Европа и Ирландия, % от общия държавен дълг, (2010-2012)

Източник: МВФ⁸, МВФ⁹

⁸ Fiscal monitor. Balancing fiscal policy risk, IMF, 2012.

⁹ Fiscal monitor. Shifting gears. Tackling challenges on the road of fiscal adjustment, IMF, 2011.

Във втората група държави България има най-нисък външен правителствен дълг в периода на глобална криза. През 2012 г. неговият размер бе 47,2 % от общия държавен дълг. Най-високи външни публични дългове имат Литва и Латвия в резултат на полученото външно финансиране за подкрепа на банковия сектор.



Фигура 8. Външен правителствен дълг на Балтийските държави и България, % от общия държавен дълг, (2010-2012)

Източник: МВФ¹⁰, МВФ¹¹

Правителствата на държавите с растящи нужди от финансиране¹² са изправени пред предизвикателството, свързано с обслужване на падежиращите дългове в условията на продължаваща рецесия в Южна Европа. За 2014 г. прогнозните данни показват, че икономиките на проблемните държави ще излязат от рецесията, но растежът ще бъде много нисък (около 1 % на годишна основа в Испания, Италия и Португалия). Възможно е тези държави да имат нужда от ново финансиране от международните и европейските кредитори.

Съществено влияние върху възможностите за обслужване на външния дълг на правителствата имат тенденциите в доходността на дългосрочните държавни облигации.

На графиките са представени тенденциите в кривите на доходност на държавите от Южна Европа, Ирландия, Балтийските

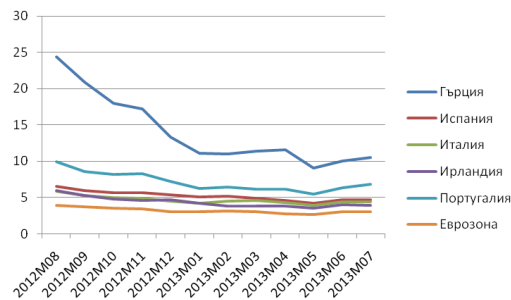
¹⁰ Fiscal monitor. Balancing fiscal policy risk, IMF, 2012.

¹¹ Fiscal monitor. Shifting gears. Tackling challenges on the road of fiscal adjustment, IMF, 2011.

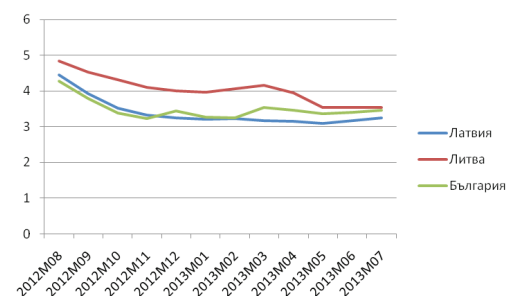
¹² Fiscal adjustments in an uncertain world, IMF, 2013.

Икономически растеж

страна и България за периода август 2012 – юли 2013 г. Най-висока доходност запазват правителствените облигации на Гърция и Португалия, която е между 2-3 пъти по-висока от средната за еврозоната, но тя показва тенденция на спад. Доходността по държавните облигации на Литва, Латвия и България е много близка до средната за еврозоната (3,07 % през юли 2013 г.), а местните правителства се финансират на по-ниска цена от тези в Южна Европа. Запазването на тези тенденции ще направи задачата за връщане на фискалния суверенитет на южните правителства непосилна. В същото време Балтийските държави и България са изправени пред изпитанието да запазят доверието на пазарите в местните публични финанси, а това може да стане чрез благоразумна фискална политика.



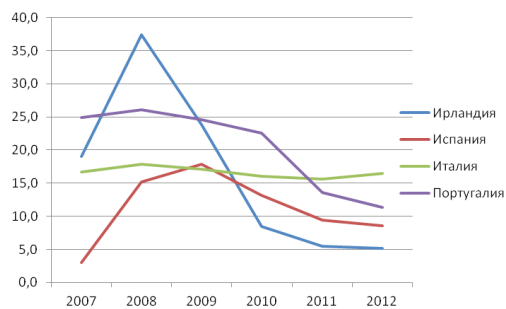
Фигура 9. Криви на доходност по 10-годишните правителствени облигации в еврозона, Южна Европа, Ирландия, еврозона 17, (август 2012-юли 2013)
Източник: Евростат



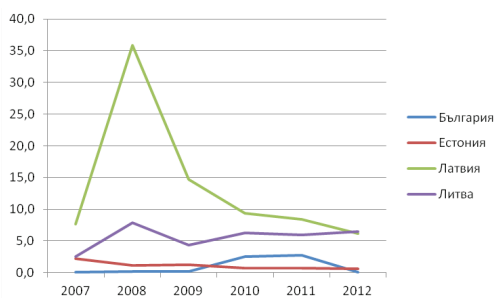
Фигура 10. Криви на доходност по 10-годишните правителствени облигации в Литва, Латвия и България, (август 2012-юли 2013)
Източник: Евростат

Суверенните дългове

При прегледа на данните за матуритетта на държавния дълг в изследваните групи държави ясно се очертава възходящата тенденция в държавите от Южна Европа и Ирландия от началото на кризата до 2010 г. След 2010 г. се отчита спад в равнищата на краткосрочния държавен дълг. Неговият дял в общия правителствен дълг остава и понастоящем в пъти по-висок от този в Балтийските държави и България. В периода на криза рязко покачване на краткосрочния държавен дълг бе отчетено в Латвия (около 37 % през 2008 г.), а в България и Естония неговият дял е най-нисък в сравнение с анализираниите държави.



Фигура 11. Краткосрочен държавен дълг в държавите от Южна Европа и Ирландия, % от общия публичен дълг, (2007-2012)
Източник: Евростат



Фигура 12. Краткосрочен държавен дълг в Балтийските държави и България, % от общия публичен дълг, (2007-2012)
Източник: Евростат

Заключение

В периода 2002-2012 г. Балтийските държави и България са фискално дисциплинирани за разлика от държави – членки на еврозоната. Валутнокурсният режим (в т.ч. този на фиксиран курс) има ограничаваща роля за фискалния резултат и оттам – за публичния дълг, в т.ч. външен. Преди началото на кризата Естония и България натрупаха фискални буфери, а бюджетните дефицити в Литва и Латвия бяха под границата от 3 % от БВП. В кризата бюджетните позиции на четирите държави се влошиха като единствено Естония не отчете прекомерен бюджетен дефицит. Суверенните дългове също нараснаха, но остават далеч под 60 % от БВП. Преди и в периода на криза Естония има най-ниски нива на държавен дълг в ЕС, а България е на второ място в ЕС. Спазването на правилата на валутнокурсните режими в Естония и Латвия допринесе за изпълнение на маастрихтските критерии за членство в ИПС в условията на глобална криза и приемането на еврото.

За държавите с общата валута състоянието и тенденциите в държавните бюджетни позиции се предопределят в голяма степен от институционалната рамка на паричния съюз и националните икономически политики. Съществуването на неявната гаранция в еврозоната представлява основната разлика между нея (с твърдо фиксиран курс) и паричния съвет (и неговия фиксиран курс). В периода преди кризата фискалната политика на Гърция и Португалия се отличаваше с натрупването на високи дефицити и нива на дълг, а тази на Испания и Ирландия бе по-благоразумна, а нивата на дълга сравнително ниски. В периода на глобална финансова и икономическа криза интервенциите за подкрепа на

финансовите сектори и увеличените социални разходи влошиха фискалните позиции и доведоха до рязко нарастване на дефицитите и дълговете в Южна Европа и Ирландия. Кризата доказва, че генезисът и дизайнът на ИПС водят до икономическо разделение между държавите и дезинтеграция. Процесите на разпад са резултат от създаването на илюзорно чувство за сигурност в системата и застраховането срещу рискове, което повишава рисковете и уязвимостта в ЕС и води до преразпределение на риска към по-слабите звена на системата. Следователно това е съпроводено от загуба на фискална и финансова дисциплина.

Комбинацията между ограничения, произтичащи от прилагания режим на фиксиран курс и изискванията на маастрихтските критерии за бюджетна позиция, доведе до фискална дисциплина в Балтийските държави и България и по-здравя бюджетни позиции и устойчиви нива на държавен дълг в кризата. Тази комбинация е свързана с по-добро състояние на фискалните сектори в държавите преди и в кризата, отколкото при еврото и неговата обща парична политика. Поради това има опасност за държавите, които сега са извън еврозоната, но имат парични съвети (България, Литва) след като приемат еврото, да се изкушат и да използват неявната гаранция в еврозоната, да разхлабят бюджетната дисциплина, а техните икономии и фискални сектори да станат по-уязвими.

Цитирани източници:

Багус, Ф., 2011. Трагедията на еврото, София, изд. "Мак", с. 119-126.

(Bagus, F., 2011. Tragediata na evroto, Sofia, izd. "Мак", s. 119-126)

Икономически растеж

Договор за присъединяване на България и Румъния към ЕС, подписан на 25.04.2005 г., в сила от 1 януари 2007 г.

(Dogovor za prisaedinyavane na Bulgaria i Rumania kam ES, podpisan na 25.04.2005 g., v sila ot 1 yanuari 2007 g.)

Клаус, В., 2012. Евроринтеграция без илюзии, София, изд. "Мак".

(Klaus, V., 2012. Evrointegratsia bez ilyuzii, Sofia, izd. "Mak")

De Grauwe, P., 2011, The governance of a fragile euro zone, CEPS WP №346.

European Commission, 2013. Public finances EMU 2013.

Gros, D., 2013. The austerity debate is beside the point for Europe, CEPS Commentary.

International Monetary Fund, 2013. Fiscal adjustments in an uncertain world.

Суверенните дългове

International Monetary Fund, 2012. Fiscal monitor. Balancing fiscal policy risk.

International Monetary Fund, 2012. Fiscal monitor. Shifting gears. Tackling challenges on the road of fiscal adjustment.

Melchiorre, M., 2013. The true story of European austerity, Competitive Enterprise Institute №184.

Nenovsky, N, M. Karpouzanov, 2011a. The endogenous fragility at European periphery. A theoretical interpretation, forthcoming .

Nenovsy, N, P. Villieu, 2011b. EU enlargement and monetary regimes from the insurance model perspective. Post-Communist Economies 23 (4): 433-447.

Nenovsky, N., 2009. Monetary regimes in post - communist countries. Some long-term reflections, AEA WP №2.

Wignall, A., 2012. Solving the financial and sovereign debt crisis in Europe, OECD Journal 2011(2).