

Глобализация на финансовите пазари

доц. д-р Венелина Г. Трифонова
УНСС, катедра „Икономика“

„Днес капиталистическата система е на кръстопът, също както по времето на Голямата депресия. През 30-те години на XX век капитализмът бе спасен от Кейнс, който измисли мерки за разкриване на работни места и осигури спасение за пострадалите от глобалния икономически колапс. Днес милиони хора по цял свят с надежда очакват глобализацията да бъде реформирана така, че ползите ѝ да бъдат споделени от повече хора“¹.

Резюме: В последните години съществува непрекъсната дискусия в академичната общност и в политическите среди относно ролята и ефектите от финансовата интеграция върху развитите и развиващите се страни. В центъра на дискусията са главно положителните и отрицателните ефекти от глобализацията на финансовите пазари. Във връзка с това в настоящото изследване се прави анализ на същността, теоретичните основи, характеристиките, аргументите за възникването и последиците от процеса на глобализация. Централно внимание се обръща на интеграцията и глобализацията на финансовите пазари и взаимовръзката на тези процеси с финансовите кризи предвид на острата финансово-икономическа криза, обхванала световната икономика през пери-

ода 2007-2009 г. В това отношение е направен анализ на основните тенденции по време на кризата, нейните отличителни черти и набор от мерки на водещите международни финансови институции, правителства и централни банки. На последно място е отделено важно внимание на състоянието на българската икономика по време на глобалната финансова криза и мястото на страната ни в световната финансова система.

Ключови думи: глобализация, финансови пазари, интеграция, либерализация.

JEL: E02, E44, E61.

Увод

Динамиката във функционирането на финансовите пазари през последните години на 20-ти век и началото на 21-ви век до голяма степен се свързва с процесите на глобализация на финансовите системи. Развитие на финансовите пазари като основна и неотделима част от националните икономики на страните с пазарна ориентация се осъществява под влиянието на силното присъствие на фондовите борси в световен мащаб и на интернационализирането на капиталовите и финансовите пото-

¹ Стиглиц, Дж., Глобализацията и недоволните от нея, УИ „Стопанство“, С., 2003, с. 286.

ци. Отделните компоненти на глобализацията на тези пазари стимулират по-високата им ликвидност и ефективност и техният принос за повишаване на общественото благосъстояние и растеж.

В структурно отношение **разработката включва четири части**, а именно: **част първа** е посветена на теоретичните аспекти на процеса на глобализация, **част втора** разглежда въпроса за глобализацията на финансовите пазари, която протича на съвременния етап, **част трета** е посветена на връзката между глобализацията и финансовите кризи, а **част четвърта** анализира мястото на България в глобалната финансова система и глобализационните процеси.

1. Теоретична обосновка на проблема за глобализацията

В икономическата наука няма общоприето определение за глобализацията. Глобализацията се третира като събирателен термин, обозначаващ серия от икономически, социални, финансови, технологични, религиозни и политически процеси, проявяващи се във взаимовръзките и отношенията между отделните държави, организации и хора². По своята същност промените са свързани с всеобщо разпространение и взаимопроникване на идеи, капитали, финансови активи, технологии и културни особености на световно ниво. Процесът се възприема като премахване на границите и разстоянията,

като фактор на развитието в световен мащаб. Глобализацията се определя и като „процес на нарастваща интеграция в световната цивилизация. ...През 70-те години глобализацията е възприемана по отношение на засилващата се взаимозависимост между държавите. В днешната икономика взаимозависимостта между нациите представлява по-малко централен интерес, докато мощните глобални фактори (например, мултинационални корпорации и финансови институции) са създали един свят, в който границите са по-малко разсечени“³. Глобализацията е проява на либерализъм, на разширяване граници на човешката свобода, на свободното използване на постиженията на човешкия дух⁴.

Според Международния валутен фонд⁵ финансовата глобализация и финансовата интеграция по принцип са различни понятия – финансовата глобализация е съвкупно понятие, което се отнася до засилващите се глобални взаимовръзки чрез трансграничните финансови потоци, докато финансовата интеграция се отнася до връзките на една държава с международните финансови пазари. Оттук ясно следва, че двете понятия са тясно свързани, тъй като финансовата глобализация по необходимост е свързана с нарастваща финансова интеграция. Поради това тези понятия се използват като взаимозаменяеми.

Ф. Мишкин определя глобализацията като „...едно от най-мощните оръжия за стимулиране на международното развитие“⁶. Ня-

² Геополитика, 28 септември 2007 г.

³ „Globalization“, International Encyclopedia of Business and Management, Deming to Industrial Strategy, Vol. 2, London and N.J., ed. by Malcolm Warner, 1996, p. 1649.

⁴ Спасов, Т., Пазарна трансформация и конкурентоспособност на икономиките в преход, УИ „Стопанство“, С., 2006, с. 108.

⁵ Prasad, E.S., K. Rogoff, S.-J. Wei, and M.A. Kose, „Effects of Financial Globalization on Developing Countries, Some Empirical Evidence“, IMF Occasional Papers, No. 220, International Monetary Fund, Washington D. C., September 9, 2003.

⁶ Mishkin, F. S., „Globalization and Financial development“, Remarks by Frederic S. Mishkin, Member of the Board of Governors of the US Federal Reserve System, to the New Perspectives on Financial Globalization Conference, International Monetary Fund, Washington D.C., 26 April 2007, p. 3.

кои учени защитават тезата, че световната глобализация е облечена под формата на многостранно икономическо сътрудничество и е път към икономически и обществен прогрес (в общочовешки мащаб), но обслужва интересите на най-развитите страни и чрез нея те постигат мощно преразпределение на световното богатство в своя полза. Развитите страни увеличават своето богатство за сметка на по-бедните държави. Глобализацията е закономерен продукт на индустриализацията и информатизацията на обществото. Нерядко интернационализация и глобализация се използват като синоними, макар и да са различни икономически процеси.

Глобализацията на съвременната икономика се дефинира и като процес на формиране на единно стопанство в световен мащаб. Тя определя взаимосвързаността на отделните икономики и прави възможно излизането на бизнеса извън националните рамки. Тя представлява интегриране на икономическия живот в отделните държави с най-напредналите в икономическо отношение страни и изграждане на световно стопанство, с високо равнище на развитие на производителните сили и на техническия прогрес.

Глобализацията се определя и като тенденция на изграждане на световно инвестиционно пространство и интеграция на националните капиталови пазари. Тя се идентифицира с процеса на създаване на финансови, технически, управленски, маркетингови и други решения, свързани с бизнеса и необходими за локализацията на производството. Глобализираният продукт не изисква промени или прероектиране в зависимост от мястото на производството и реализацията. При процесите на глобализация националността е незначителна черта в контекста

на глобалното потребление и съвкупното производство. Световната интеграция на правителствени политики, на финансови пазари, социални движения, търговия и размяна на култури се отнася едновременно както до постиженията, така и до проблемите на глобализираното съвременно общество. Бързината на обмяната на информация и свободното движение на финансови активи, капитали, хора и технологии обуславят интензитета на процесите на глобализация.

Като **основни характеристики на съвременната глобализация** могат да се изтъкнат следните: развитието на свободната търговия и либерализацията на търговските потоци; свободното движение на капитали между отделните страни и либерализацията на капиталовите потоци; засилването на влиянието на финансовия капитал за сметка на промишления и търговския капитал; преразпределението на отделните отрасли на промишлеността между отделните страни в световен мащаб; нарастването на потреблението; намаляването на корпоративните данъци (за сметка на увеличението на данъчната конкуренция между страните); активното функциониране на международните финансови организации като Международния валутен фонд (МВФ), Световната банка (СБ), Световната търговска организация (СТО); намаляването на държавната намеса на финансовите пазари и активното дерегулиране на капиталовите пазари; намаляването на международните цени чрез съкращаването на транспортните, информационните и транзакционните разходи и намаляването на митническите и немитническите бариери в търговията със стоки, услуги, труд, капитали и финансови активи.

Според някои автори⁷ под глобализация следва да се има предвид процес, при който се

⁷ Ангелов, Б., Глобализация, антиглобализъм и алтерглобализъм – знаем ли какво означават?, 23 юли 2008 г.

наблюдава прилагането на либералните ценности и норми върху все по-голяма част от света, върху все повече общества и сфери на обществения живот, разширяване и задълбочаване на социалните връзки и институции, нарастващо обвързване на националните икономики от страна на мултинационалните компании (МНК) чрез търговията, финансовите потоци и преките инвестиции. Това означава налагането едва ли не върху цялото земно кълбо на неолиберални модели на политически режими и системи, на икономически структури, пазарни правила и производствени норми, освен проникване на култури и на доминирането на някои от тях. Глобализацията води до унификация на начина на живот на хората по света, на премахване на различията, потискане на индивидуалността и абсолютизиране на принципите на свободния пазар и свободната търговия, основани на неолиберализма в икономическата теория.

Счита се, че глобализацията не е нов процес, а е с дълбоки корени в миналото. Неговото зараждане се свързва далеч във времето с името на Александър Македонски, който завладява огромна територия от тогавашния познат свят, макар че реално не успява да създаде империята, за която е мечтал, не налага единни норми и братство между покорените народи. Като се премине през разширяването на търговията по времето на Римската империя или Средновековието, в действителност **първият етап или началото на глобализацията** се свързва с времето на *Великите географски открития и продължава до към средата на 19-ти век*. Счита се, че глобализацията е станала исторически факт тогава, когато е открита Америка и е открит пътят към Индия и Китай, а така също и заедно с развитието на

търговията на Европа в тези посоки⁸. Това е период на преселване на огромни човешки маси, на смесване на различни култури и религии, разрастване на трансатлантическата търговия и налагане на едни политически и икономически модели и норми над други.

Вторият етап на глобализацията започва от 1840 г. и продължава до началото на Първата световна война (ПСВ). Това е времето на индустриалната революция в Европа и в Северна Америка. Световният търговски обмен отбелязва ръст от над 7 пъти. След края на ПСВ повечето държави се затварят в себе си, международната търговия се свива драстично, прекратява се движението на капитали, въвеждат се фиксирани валутни курсове. Наблюдава се бърз спад на жизненото равнище, висока безработица, засилени инфлационни процеси, които са съпроводени с големи и остри социални проблеми, довели до избухването на Втората световна война (ВСВ).

С подписаната на 14 август 1941 г. между Уинстън Чърчил и Франклин Рузвелт „Атлантическа харта за либерализация на световната търговия“ се свързва началото на **третия етап на глобализацията**, продължаващ и до днес. Този етап се характеризира с намаляване на транспортните разходи, отпадане на необходимостта повечето стоки и потребителски блага да се произвеждат в непосредствена близост с мястото на потреблението им. Приблизително след 70-те години на миналия век става възможно производственият процес на продуктите да се диверсифицира и да се осъществява на различни места. От този момент нататък традиционните концерни създават система на глобално разделение на труда⁹.

⁸ Първанов, Г., „Глобализация и устойчиво развитие“, Встъпително слово на президента Георги Първанов пред международната научна конференция „Глобализация и устойчиво развитие“, С., 1.07.2002 г.

⁹ Гидънс, А., Новата глобализация, Die Welt, 17.02.2007 г.

Съвременната вълна на финансова глобализация започва през средата на 80-те години на миналия век. Тя е съпроводена със значително нарастване на капиталовите потоци между индустриалните държави и особено между индустриалните и развиващите се държави. Въпреки че значителните капиталови потоци са свързани с високи темпове на икономически растеж в някои развиващи се страни, в немалко от тях от тях се наблюдават периоди на финансов колапс и финансови кризи, които имат висока макроикономическа и социална цена¹⁰.

Като **главни условия за развитието на процеса на глобализация** могат да се очертаят следните:

Първо, осъществяването на процес на търговска либерализация, т.е. отварянето на местните пазари за вносните чуждестранни стоки и услуги, което е основен двигател на финансовото развитие на страните. Търговската либерализация създава по-конкурентна бизнес среда, което ограничава приходите на местните фирми и оттук ги стимулира да търсят повече капитал отвън. Въз основа на това фирмите ще бъдат и по-склонни да подкрепят реформи, които спомагат за задълбочаването и развитието на местната финансова система¹¹. Както посочват някои автори, 97 % от икономистите са съгласни с факта, че „*тарифите и вносните квоти намаляват общото икономическо благосъстояние*“¹². Освен това,

свободното движение на стоки и услуги води до ограничаване на корупцията¹³.

Второ, трансформиране на националните технологични стандарти в регионални – например в рамките на Европейския съюз (ЕС), и в най-голяма степен – създаването на световни технологични стандарти за размери, материалоемкост, обеми, капиталоемкост, енергоемкост или сигурност на продукцията.

Трето, глобализацията се изразява в засилена мобилност на капитала, промяна на политиката на пазара на труда и на механизмите и поведението при определянето на цените. Нарасналата международна капиталова мобилност спомага за облекчаване на ограниченията в предлагането на трудовите пазари в развитите икономики, което намалява натиска за повишаване на заплатите, особено за нискоквалифицираната работна ръка. Така например, след падането на Берлинската стена през 1989 г., делът на имигрантите спрямо общия брой на населението в Западна Европа се увеличава двукратно, а влиянието на трансграничната мобилност на труда върху заплатите в Европа нараства особено силно след 2004 г., когато Великобритания и Ирландия отварят напълно своите трудови пазари и се сблъскват с огромен прилив на работна ръка¹⁴.

Четвърто, икономиката престава да бъде национална и се превръща в глобал-

¹⁰ Prasad, E.S., K. Rogoff, S.-J. Wei, and M.A. Kose, op.cit., 2003.

¹¹ Rajan, R., and L. Zingales, Saving Capitalism from the Capitalists: Unleashing the Power of Financial Markets to Create Wealth and Spread Opportunity, Princeton University Press, Princeton, 2004; Svaleryd, H., and J. Vlachos, "Markets for Risk and Openness to Trade: How Are They Related?", Journal of International Economics, Vol. 57, August, 2002, pp. 369-95.

¹² Kearn, J. R., C. L. Pope, G.C. Whiting, and L.T. Wimmer, "A Confusion of Economists?", American Economic Review, Vol. 69, May (Papers and Proceedings), 1979, pp. 28-37.

¹³ Ades, A., and R. Di Tella, "Competition and Corruption", Institute of Economics and Statistics Discussion Paper Series, No. 169, University of Oxford, Oxford, 1994.

¹⁴ Knight, M.D., "Opening address at the BIS Conference in Honour of Palle S. Andersen", In: "Globalization, labour markets and international adjustment. Essays in honour of Palle S. Andersen", ed. by D. Mihajek, BIS Papers, No. 50, December 2009, Bank for International Settlement, Basel, p. 2.

на, със световни пазари на стоки, услуги, финанси, валути, кредити, работна сила.

Най-стремително се глобализират финансовите пазари, а най-бавно – пазарите на работна сила. Съвременната динамика на глобалните пазари се доказва във факта, че ежедневният оборот на пазарите на стоки вече е десетки пъти по-малък от ежедневния оборот на финансовите пазари.

Пето, политическата глобализация вече е безспорен факт. И най-малката нестабилност в политическия живот на отдалечени или малки страни вече става глобално значима, защото нарушава крехката обща (световна) стабилност. В културата също протичат процеси на универсализация на глобално равнище. **Шесто, глобализацията на културата отправя много силни предизвикателства пред културната идентичност на малките общества.** Всъщност, проблемите са много сложни и не засягат само малките нации. Те започват от това, че са необходими огромни средства за поддържане на науката, художествената култура и образованието и стигат до възпитанието на уважение към националните културни традиции.

Извън модела на пазарния фундаментализъм, основан на теорията на свършената конкуренция и перфектната капиталова мобилност и пазарна информация, в съвременните условия се издига концепцията за по-висока социално-икономическа справедливост в разпределението на доходите и намаляване на неравенството между различните социални групи в обществото. Като оправдание за глобализационните процеси в световната икономика се изтъква радикалното решение на проблема с бедността и неравенството. *„Съвременната глобализация не работи*

за повечето бедни по света. Не работи за околната среда. Не работи за стабилността на глобалната икономика. Преходът от комунизъм към пазарна икономика бе управляван зле (с изключение на Китай, Виетнам и няколко източноевропейски държави), бедността се извиси стремително, докато доходите рязко спаднаха“, казва носителят на Нобелова награда по икономика за 2001 г. Джоузеф Стиглиц¹⁵.

Едни от най-често срещаните **негативни последици от глобализацията са следните:**

Първо, Възникването на валутно-финансови кризи. Това е първата очевидна последица от финансовата глобализация, с която се свързват финансовите сътресения през 90-те години на миналия век. Развитието на подобни кризи в развиващите се страни често се определя като естествена последица от „засилващата се болка“ от финансовата глобализация, която може да приеме различни форми според някои автори¹⁶: първо, международните инвеститори имат тенденция да се ангажират в търговия и натрупване на капитали, което може да бъде дестабилизиращо за развиващите се икономики; второ, международните инвеститори, заедно с местните икономически агенти, могат да се ангажират със спекулативни атаки спрямо валутите на развиващите се страни, което поражда нестабилност на валутните курсове, непроизтичаща от техните фундаментални характеристики; трето, рискът от т.нар. „заразяване“ (contagion) представлява главна заплаха спрямо развитите, стабилни икономики, тъй като международните инвеститори могат да изтеглят своите капитали от тези ико-

¹⁵ Стиглиц, Дж., цит.съч., 2003, с. 244.

¹⁶ Prasad, E.S., K. Rogoff, S.-J. Wei, and M.A. Kose, op.cit., 2003.

Таблица 1. Банкови и валутни кризи по държави

Държава	Година на кризата	Необслужвани кредити в % от Всички кредити	Държава	Година на кризата	Необслужвани кредити в % от Всички кредити
	Банкови и валутни кризи			Само банкови кризи	
Аржентина	1980	9,0	Аржентина	1995	17,0
Аржентина	1989	27,0	Боливия	1994	6,2
Аржентина	2001	20,1	Колумбия	1982	4,1
Бразилия	1994	16,0	Колумбия	1998	14,0
Чили	1981	35,6	Хърватска Република	1998	10,5
България	1996	75,0	Чешка Република	1996	18,0
Доминиканска република	2003	9,0	Финландия	1991	13,0
Еквадор	1998	40,0	Япония	1997	35,0
Естония	1991	7,0	Латвия	1995	20,0
Индонезия	1997	32,5	Никарагуа	2000	12,7
Ямайка	1996	28,9	Норвегия	1991	16,4
Корея	1997	35,0	Парагвай	1995	8,1
Малайзия	1997	30,0	Шри Ланка	1989	35,0
Мексико	1994	18,9	Тайланд	1997	33,0
Филипините	1997	20,0	Виетнам	1997	35,0
Русия	1998	40,0			
Швеция	1991	13,0			
Турция	2000	27,6			
Украйна	1998	62,4			
Венецуела	1994	24,0			
Средно		28,9	Средно		19,4

Източник: Laeven, L., and F. Valencia, „Systemic Banking Crises: A New Database”, IMF Working Papers No 08/224, International Monetary Fund, Washington D.C. 2008, pp. 32-49.

номики по причини, които не са свързани с вътрешни (местни) фактори.

Данните от Таблица 1 показват, че в исторически план страни като Аржентина и Колумбия са изпитвали най-големи финансови затруднения предвид на многократните банкови и валутни кризи, които са преживяли. Делът на необслужваните кредити в об-

щия кредитен портфейл на банките обаче е най-висок в България през кризисния период 1996-1997 г. – те достигат 75 % от Всички кредити. В другите държави – като Русия, този дял е 40 %, в Корея – 35 %, в Украйна – 62,4 %, и в Еквадор – 40 %. Япония, Виетнам, Шри Ланка и Тайланд показват дял на необслужваните кредити от банките в размер на около 35 %. Характерно е, че

най-многобройни са валутните и банковите кризи в средата и края на 90-те години на миналия век – 21 държави в света изпадат в тежки кризисни ситуации. Като цяло 124 системни банкови кризи са отчетени през периода 1970 – 2007 г.¹⁷

През периода 1992-1993 г. Европа се оказва пред ръба на срив на общия механизъм на валутните курсове. Световната финансова криза от 2007-2009 г. е също доказателство за ролята на глобализацията върху световната икономика. Глобализацията и по-специално либерализацията на местните капиталови пазари излага малките отворени икономики на международни шокове и на разпространяващи се ефекти. Тези шокове поставят под риск ценовата и финансовата стабилност и създават редица предизвикателства пред централните банки на страните¹⁸. Мащабите и глобалните последици от последните валутно-финансови кризи стоят в основата на аргументите за необходимостта от въвеждане на контрол и механизми за регулиране на международните капиталови потоци.

Второ, влиянието на глобализацията върху неравенството и трудовата заетост. Производствената и търговска глобализация оказва неблагоприятен ефект върху разпределението на доходите, сигурността за работните места и жизнения стандарт на нискоквалифицираните работници в условията на ограничаване на миграцията. С увеличаването на търговията и възможностите за инвестиции в чужбина работодателите са облагодетелствани от високата еластичност на предлагането на мобилните фактори за производство – капиталите и високо квалифицирания труд,

докато еластичността на предлагането на нискоквалифициран труд и земя намалява. Това са следствия от обстоятелството, че работодателите са в състояние да пресекат границите все по-лесно и да изместят един вид труд с друг.

Глобализацията стимулира заетостта в развиващите се страни за сметка на напредналите страни. Неизбежно някои работни места ще бъдат загубени, тъй като фирмите прехвърлят тяхното производство към държави с по-ниски разходи за единица труд. Глобализацията променя данъчната тежест и съответно преразпределението на доходите като дискриминира едни в полза на други: квалифицираната за сметка на нискоквалифицираната работна ръка, мобилните за сметка на немобилните фактори на производство, портфейлните инвестиции за сметка на преките инвестиции, чуждестранните и големите местни инвестиции за сметка на малките и средните местни инвестиции. Относително високата еластичност на предлагането на мобилни производствени фактори предполага данъчната тежест от тези фактори да се прехвърли върху неподвижните такива. Но неокласическата теория за международната търговия и миналият опит показват, че в процеса на глобализация всички нации ще извлекат изгоди в дългосрочен период, тъй като търговията е основна детерминанта на дългосрочния икономически растеж и повишаването на жизнения стандарт.

Противниците на глобализацията в някои развити държави се аргументират с рисковете от нарастващо неравенство на доходите и по-голяма несигурност на работното място, наред със заплахата от структурна

¹⁷ Laeven, L., and F.Valencia, "Systemic Banking Crises: A New Database", IMF Working Papers No. 08/224, International Monetary Fund, Washington D.C., 2008, p. 5.

¹⁸ Sokoler, M., Globalization and its effects on monetary policy: the case of Israel, 2006, p. 177.

безработица в индустриалните отрасли, кдето търсенето на труд намалява.

Трето, Влиянието на глобализацията върху екологията. Повишената загриженост за състоянието на околната среда в процеса на глобализация е предизвикана от разрастването на мащабите и времетраенето на вредните екологични последици от стопанската дейност. Като изход от ситуацията противниците на глобализацията често предлагат съкращаване на производството и ограничаване на трансграничната редислокация на производствените фактори. Подобно становище пренебрегва обичайната практика в съвременния свят, а именно, че санкционирането на замърсяването на околната среда се извършва преимуществено по силата на националните законодателства без да се компенсират щетите от трансграничния пренос на вредни емисии и проблемът се превръща от екологичен в конкурентен. Занижените или често липсващи национални норми за екологосъобразност в отделни страни прехвърлят екологичните разходи за производството от замърсителите в страната върху засегнатите през границата. Освобождавайки местното производство от екологични разходи страната придобива сравнителни преимущества и привлича инвестиции. От гледна точка на глобализацията може да се твърди, че страните със занижени екологични изисквания имплицитно готвят местните производства и привличат капиталови потоци чрез екогъмпинг.

Интегрирането на пазарите за стоки и услуги е противоречиво. Митата на стоките намаляват, което води до засилване интеграцията на пазарите, но от друга страна нетарифните бариери оказват голямо влияние. В определени периоди в някои държави те се засилват. Следователно, това е причината цените на едни и същи стоки в държави, намиращи се на еднакви или сходни етапи

на развитие, да са различни. Поради това глобализацията на ценовата конкуренция остава от глобализацията на търговията.

Глобализацията и нарастващата взаимозависимост между отделните икономически общества са обективно протичащи процеси, които е невъзможно да бъдат спрени. Този основен извод се дава от мнозинството икономисти, политици, социолози. В днешно време все по ясно се очертава тази взаимозависимост. Има редица примери за проблеми в една държава, които рефлектират върху голям брой други държави – съвременната финансова криза от 2007-2009 г., Азиатската финансова криза, Мексиканската криза и други.

2. Глобализационни процеси на финансовите пазари

Финансовите пазари се характеризират с най-стремителни темпове на глобализация през последните десетилетия. Финансовата интеграция означава по-висок икономически растеж и конкурентоспособност, в допълнение към по-висока стабилност и ликвидност на вътрешните пазари. Финансовата стабилност вече се приема за основна цел при изготвянето на макроикономическите политики в свят на все по-интегрирани финансови пазари и финансови нововъведения, които понякога могат да имат дестабилизиращ ефект върху реалната икономика и да носят системен риск.

Основните фактори за глобализацията на финансовите пазари в съвременните условия са следните: първо, ефективното и бързо навлизане на новите информационни технологии в генерирането, съхраняването и трансфера на финансова информация; **второ,** нарастването на алтернативните източници на финансови услуги на финансо-

вите пазари; **трето**, развитието на паричните и капиталовите пазари в дълбочина в рамките на световното стопанство; **четвърто**, увеличаването на относителния дял на дълговите финансови инструменти на капиталовите пазари; **пето**, засилването на участието на новите деривативни финансови инструменти – носители на революционната промяна на финансовите пазари; **шесто**, създаването и развитието на единен паневропейски фондов пазар в рамките на ЕС и гр.

В икономическата наука се подчертава изключително важната роля на финансовата система и финансовите пазари в националната и световната икономика. „*Финансовата система може да се сравни с мозъка на икономиката. Тя разпределя недостатъчен капитал между конкуриращи се потребители, като се опитва да го насочи там, където е най-ефективен, с други думи, където има най-висока възвращаемост. Финансовата система също така контролира паричните средства, за да подсили използването им по обещания начин. Ако тя рухне, фирмите не могат да получат оборотен капитал, необходим за продължаване на производството на съществуващите нива, да не говорим за финансова експанзия посредством нови инвестиции*“¹⁹. Това поставя началото на финансови и икономически кризи. Тези кризи на фондовите борси биха приключили едва когато финансовите показатели (борсовите индекси) започнат да се променят.

Либерализацията на финансовите пазари е противоречиво явление. Тя поражда редица дискусии относно предимствата и недостатъците на този процес в икономиката. В икономическата литература по-тясната интеграция на финансовите пазари в отдел-

ните държави се третира, от една страна, като позитивна сила и е значителен потенциал за осигуряване на икономически растеж и обществено благосъстояние. Глобализационните процеси имат смисъл само до степеня, при която отделните икономики могат да извличат ползи поради разширяването на инвеститорската база и възможностите за диверсификация на риска. Както Ф. Мишкин²⁰ споделя, има **два основни начина, чрез които отварянето на местните финансови пазари към света насърчава финансовото развитие и икономическия растеж**, а именно: 1) Привличане на чуждестранен капитал, което директно води до разширяване на достъпа до капитал и до понижаване на цената на капитала. Подобни капиталови потоци са от особено положително значение за развиващите се и бедните страни, тъй като те водят до по-висока производителност и по-бързо нарастване на доходите. 2) Отварянето на пазарите към международните финансови институции благоприятства осъществяването на реформи във финансовата система, които подобряват нейното функциониране в развиващите се страни. Тези институции носят експертиза и добри практики с цел по-добро управление на риска, което в същото време стимулира местните институции да развият своята правна и регулативна рамка и инфраструктура, така че по-лесно да кредитират заемополучателите.

Свободното движение на капиталовите потоци регулира безрисковия арбитраж, а усъвършенстването на информационната осигуреност на фондовите пазари намалява транзакционните разходи и реалните лихвени диференциали между отделните страни. С либерализацията на финансовите пазари се увеличават възможностите

¹⁹ Стуглиц, Дж., цит.сч., 2003, с. 127.

²⁰ Mishkin, F.S., op.cit., 2007, p. 3.

за споделяне на риска между чуждестранните и националните инвеститори, а това спомага за диверсифициране на риска. От своя страна, увеличената възможност за диверсификация на риска насърчава фирмите да предприемат по-големи и повече на брой инвестиции, което пък стимулира икономическия растеж.

Увеличаването на мобилността на капитала засилва ликвидността на вътрешния пазар на акции, което още повече намалява рисковата премия по акциите и съдейства за акумулацията на капитала. Както за развиващите се страни, така и за развитите държави глобализацията дава възможности за свободен трансфер на финансови капитали към доходносни обекти от други страни, за ползване на постиженията на други страни във финансовата практика, за достъп до нови пазари на финансови инструменти и осигуряване на работни места от транснационални корпорации (ТНК) и мултинационални корпорации (МНК).

От друга страна, отрицателните ефекти от глобализацията на финансовите пазари, особено в развиващите се и преходните икономики, е появата на „икономическа рецесия, предизвикана от банковите кризи и ... липсата на регулация... Този вид либерализация влече след себе си разрушаване на правилата, планирани да контролират потока на горещи пари вътре и извън страната – краткосрочни заеми и договори... И действително рискът, който носят тези спекулативни пари в дългосрочните инвестиции за развиващите се страни, ги прави по-малко атрактивни”²¹. „В икономики със слабо функциониращи банкови системи... съображението за справедливост – това е лош икономикс; вливането на горещи пари

вътре и извън страната, което често се случва след либерализацията на капиталовия пазар, оставя опустошителни следи... Бързата либерализация на капиталовия пазар по начина, налаган от МВФ, е равнозначна на това да изпратят лодката на пътешествие в бурен океан, преди да са ремонтирани пробойните в корпуса, преди да е обучен капитанът, преди да са натоварени спасителните жилетки на борда”²². Главен негативен резултат от процеса на глобализация са икономическите и финансовите кризи. Мярка за възстановяването на националната икономика не е толкова стабилизацията на валутните курсове и лихвените проценти, колкото връщането на работниците на работните им места, ограничаването на нормата на безработицата и възстановяването на равнищата на работните заплати до предкризисните им нива.

Основните рискове и загуби, които носи глобализацията за развиващите се страни и страните с преходни икономики, са свързани със: а) силната конкуренция на капиталовите пазари и риска от банкови и финансови фалити; б) поставянето на неизгодни условия от международните финансови институции, в т.ч. от МВФ във връзка с отпусканите заеми; в) риска от бързо изтегляне на капитали при поява на признаци за икономическа рецесия; г) пренасянето или внасянето на кризи от други държави и др.

Функционирането на финансовите пазари в условията на несъвършена конкуренция и асиметрична информация води до тяхното дефектиране и до нарушаване на принципите за ефективност на тези пазари. Систематизираният аналитичен подход към

²¹ Стиглиц, Дж., цит.сч., 2003, с. 73.

²² Пак там, с. 19.

теорията за правителствените действия при наличие на пазарни дефекти показва, че колективните действия на отделните правителства могат да окажат положително влияние на ефективното функциониране на финансовите пазари. Характерна черта на съвременните финансови пазари е проблемът с неблагоприятния избор и моралния риск. *„Понеже неблагоприятният избор увеличава вероятността да бъде отпуснат кредит на заемател с висок кредитен риск, кредиторите могат изобщо да решат да не отпуснат кредити, въпреки че на пазара има и заематели с нисък кредитен риск“*²³.

Проблемът с неблагоприятния избор възниква преди да се осъществи дадена сделка и произтича от непълната информация, с която разполага заемателят във връзка с кредитоспособността на заемополучателя. Тези, които отдават заемни фондове, са склонни да заплащат за конкретен финансов актив цена, равна на стойността му, присъща за дружества със средно равнище на кредитен рейтинг. Това увеличава предлагането на финансови активи на компании с ниски икономически показатели и намалява плътността на пазара на надеждни, качествени и атрактивни кредитосдатели. Моралният риск е също и проблем на асиметричната информация, който се появява след сключването на финансовата сделка, или когато една от страните в транзакцията притежава стимули и възможности да прехвърли транзакционните разходи върху другата страна. Например, инвеститорите са склонни да поемат излишен риск, когато очакват правителствата да ги компенсират при загуба. Чрез получаването на даден заем един заемополучател би могъл да се включи в рискови операции, където потенциалната висока възвращаемост корелира с висок риск от загуба на неплатежоспособност.

Наличието на морален риск във финансовите операции обуславя действия на заемополучателя, нежелани от гледна точка на заемодателя. Това намалява вероятността и желанието за отпускане на кредитни ресурси и за финансиране на дейността на нефинансовите институции. Екстремален случай на поемане на морален риск има, когато компании или банкови институции с отрицателно чисто богатство инвестират във високорискови направления с висока потенциална възвращаемост. Моралният риск при дяловите финансови инструменти е известен във финансовата наука като проблемът „принципал – агент“.

В този случай мениджърите или агентите на собствениците на подобни финансови инструменти имат по-малък интерес да максимизират печалбата, отколкото акционерите (принципалите). Решението на този проблем на финансовите пазари изисква завишен контрол и регулиране с цел увеличаване на информацията и стимулиране на финансовото посредничество. *„Ако капиталовите пазари работят добре – ако работят поне приблизително толкова добре, колкото изглежда са убедени пазарните фундаменталисти от МВФ, те са насочени към бъдещето; при това положение размерите на лихвите би следвало да се определят с оглед на бъдещи рискове. Страна, отърсила се от тежък дълг, макар и с просрочване на плащанията по него, е по-добре подготвена за растеж, а оттам и е и по-способна да обслужва всякакви допълнителни заеми“*²⁴.

²³ Мишкин, Фр., Теория на парите, банковото дело и финансовите пазари, Изд. „Отворено общество“, С., 1995, с. 157.

²⁴ Стиглиц, Дж., Глобализацията и недоволните от нея, УИ „Стопанство“, С., 2009, с. 229.

3. Глобализацията и финансовите кризи

В макроикономическата теория финансовата криза се свързва със състоянието на неравновесие между търсенето и предлагането на финансови активи, така че значителна част от финансовите институции натрупват пасиви, които превишават пазарната стойност на техните активи. Последниците са намаляване на ликвидността на финансовата система, промяна в инвеститорските портфейли, банкови фалити и правителствена регулация във финансовия сектор. Според Фр. Мишкин²⁵ финансовата криза е нелинейно разрушаване на финансовите пазари, при което се задълбочават проблемите с асиметричната информация и моралния риск, така че финансовите пазари стават неспособни ефективно да преразпределят паричните ресурси и да ги насочват към най-производителните инвестиции.

Най-общата класификация на финансовите кризи обхваща тяхното деление на банкови, валутни и дългови кризи. Банковата криза се определя като състояние на банковата система, при което значителна част от участниците в нея преустановяват нормалната си дейност по обслужване на своите кредитори и депозитори с финансови активи и осъществяване на банковите разплащания. Банковите кризи се третират и като лавинообразни банкови фалити на голяма част от финансовите институции поради неликвидност и загуба на платежоспособност.

Валутната криза е криза на платежния баланс на гадена страна или това е процесът на атака срещу валутния курс, при който националната парична единица девалвира и

това налага използването на по-големи количества валутни резерви или рязко увеличаване на лихвените проценти. Валутната криза се идентифицира и с използването на различни форми на капиталов контрол като временно „затваряне“ на валутните пазари.

Кризите на дълга се определят като ситуация, при която резидентите на една държава – правителството или частни лица, са в неспособност навременно да обслужват плащанията по лихвите или по главницата на дълга към местни или чуждестранни кредитори. В широк смисъл дълговата криза води до директен отказ от плащане на задълженията на страната и до необходимост от финансиране от МВФ.

Като система от индикатори за оценка на финансовата криза се използват регулационни показатели: реален спад на БВП, увеличение на бюджетния дефицит, отрицателно салдо по текущата сметка на платежния баланс, увеличение на външния дълг на страната, намаление на валутните резерви, отрицателни лихвени проценти, намаляване на курса на акциите и на борсовите индекси, увеличение на темповете на инфлация и обезценяване на националната валута и др.

В икономическата литература е известна *хипотезата (теорията) на Хаймън Мински за финансовата нестабилност*²⁶, която триумфира след събитията на финансовите пазари от 2007-2009 г. Тази теория се конфронтира с хипотезата за пазарна ефективност на М. Фригман. В центъра на теорията за финансовата нестабилност на Х. Мински се поставя взаимната зависимост между процесите на натрупване на задължения и поведението на икономическите агенти. В зависимост от степента на обвързаност

²⁵ Мишкин, Фр., цит.съч., 1995 г., с. 160.

²⁶ Minsky, H., „The Financial Instability Hypothesis“, Economics Working Paper Archive, Levy Economics Institute, 1992.

между дохода от инвестициите и свързаните с това дългови плащания се обособяват три различни типа икономически агенти: хеджирани, спекулиращи и основани на пирамидални, т.е. на „Понци-схеми“²⁷. (Схемата на Понци е подобна на схемата „пирамида“. Общото на двете схеми е, че мамят инвеститорите, като обещават висока възвръщаемост на вложените средства с малък риск. Кръстена е на италианския емигрант в САЩ Карло (Чарлз) Понци – чиновник в Бостън, който прилага подобна система за да измами инвеститорите – бел. рег.)

Хеджирани са тези субекти, които могат изцяло да обслужват дълговете си задължения чрез паричните потоци, генерирани от инвестициите. Спекулиращите субекти могат да обслужват текущо лихвите по задълженията си посредством генерираните парични потоци, но не могат да изплатят главницата по дълга си. За целта те се нуждаят от рефинансиране или издаване на нов дълг²⁸.

При т.нар. „Понци-агенти“, текущо генерираният паричен поток от инвестицията не е достатъчен, за да покрие плащанията нито на главницата, нито на лихвите по дълга. Те разчитат на продажба на инвестицията на по-висока от покупната цена, която да им осигури необходимия паричен поток с цел покриване на задълженията. Така в повечето случаи на Понци-агентите е възражено натрупването на дълг до лимит на допустимост в случай, че пазарните условия не позволяват печалба от ликвидирани на инвестицията. В теорията на Х. Мински през периоди на продължителен просперитет икономиката постепенно преминава от финансови струк-

тури, доминирани от хеджирани агенти (В съвременните условия хедж фондове – hedge funds), към финансови структури с нарастващ брой спекулиращи и Понци-агенти²⁹. В преходния период се засилва инфлацията и паричните власти са принудени да повишат лихвените проценти, за да противодействат. Тази стъпка повишава цената на обслужване на дълговете и води до ръст на дела на агентите от спекулативен и Понци-тип във финансовата система. Това прави системата още по-неустойчива и уязвима. Поради това все повече от спекулативните агенти се превръщат в Понци-агенти, изцяло зависими от условията на рефинансиране³⁰.

Процесът на глобализация води до първата наистина световна финансова криза, след Великата депресия от 1929-1933 г. Глобалната икономическа криза, която започва с колапса на ипотечното кредитиране в Съединените щати през 2007 г. и се разпространява из целия свят през 2008 г., е предшествана от големи дисбаланси в глобалните капиталови потоци. Самите те (глобалните капиталови потоци) се колебаят между 2 % и 6 % от световния БВП през период 1980-1995 г., но след това те нарастват до 15 % от БВП. През 2006 г. те вече възлизат общо на 7,2 млрд. щ. долара, което е с 3 пъти повече спрямо 1995 г.³¹ Най-бързият растеж е отчетен в развитите икономики, но нововъзникващите пазари и развиващите се страни също стават все по-силно интегрирани. Надеждите, че финансовата нестабилност, започнала от пазара на ипотечни облигации в САЩ, ще засегне единствено американските банки и американския фондов пазар, се оказват напразни.

²⁷ Петров, Б., „Хаймън Мински и възраждането на теорията за финансовата нестабилност. Пирамидалните схеми и кризата“, В. Капитал, 23 януари 2009 г.

²⁸ „Пирамидалните схеми и кризата“, Счетоводна кантора.

²⁹ Вж. The Financial Instability Hypothesis, Minsky, H., Economics, Working Paper Archive, Levy Economics Institute, 1992.

³⁰ Петров, Б., цит.сч., 2009.

³¹ IMF, Globalization and the Crisis (2005 – present), International Monetary Fund, Washington D.C., 2009.

Епицентърът на финансовите сътресения е американският ипотечен пазар. Засегнати са инвестиционните гиганти „Lehman Brothers“ и „Merrill Lynch“. Компанията „Bear Stearns“ е закупена от „J.P. Morgan Chase“ с подкрепата на Федералния резерв и американското правителство. Последното национализира публичните ипотечни гиганти „Fanny Mae“ и „Freddie Mac“. От фалит е спасена чрез държавна спасителна акция и застрахователната компания „AIG“. Американският конгрес одобрява 700 млрд. щатски долара с цел оздравяване на финансовия сектор в страната. Същността на плана се свежда до възможността министърът на финансите да изкупува финансови активи, свързани с ипотечни задължения. Американското правителство емитира допълнително количество държавни ценни книжа, което увеличава държавния дълг на САЩ до астрономическата цифра 11 трилиона и 315 млрд. щ. долара. Само за един ден – 29.09.2008 г., през който Уолстрийт преживява поредния си „черен понеделник“, фондовият пазар загубва 1,2 трилиона щ.д. и констатира абсолютен рекорд в историята на Нюйоркската фондова борса³². В края на деня индексът „Dow Jones Industrial Average“ спада със 777 пункта (или 8 %), „Standard & Poor’s“ – с 98 пункта (или 8,1 %), а „NASDAQ“ – с 200 пункта (или с над 9,1 %). Т.нар. „Оригинален черен понеделник“ се изразява в краха на фондовия пазар през 1987 г., който и до днес си остава най-мащабният – тогава е отчетен най-големият дневен спад на индекса „Dow Jones Industrial Average“ – с рекордните 22,6 %.

Очевидно е, че рецесията в САЩ оказва неминуемо отражение върху азиатските и европейските икономики, тъй като икономическият растеж в страните зависи сил-

но от американския внос и способността на САЩ да финансират дефицита по текущата си сметка. Националните финансови системи стават все по-уязвими към увеличаването на системния риск и нарастването на финансовите кризи. Именно ирационалното развитие на финансовите системи в глобален аспект, съчетано с дерегулирането и либерализирането на финансовите потоци, разширяват периметъра на финансовите иновации и увеличават мобилността на рисковете.

Трябва да се отчете също, че водещите играчи на американския, азиатския и европейския финансов пазар са едни и същи – транснационалните банки, хедж фондовете и пенсионните фондове. Много популярните за съвременното развитие на финансовата система хедж фондове се определят като спекулативни фондове с висок риск, които функционират на принципите на производните финансови инструменти. Те са най-малко 10 хиляди на брой и само 400 от тях осъществяват 80 % от общия обем на операциите, като всеки един от тях управлява най-малко по 1 млрд. щ. долара. Характерно за хедж фондовете е презастраховането им срещу риск от промяна в цената на финансовия инструмент – акции или облигации, във валутния курс и др., от което очакват големи печалби. Според американския инвеститор Уорън Бъфет, производните (деривативни) финансови продукти са финансово оръжие за масово унищожение. Въпреки че теоретично те представляват инструменти за застраховане срещу рисковете от неплатежоспособност, по същество те насърчават безразсъдните залагания и новата експанзия на кредитите. Тези продукти са напълно непрозрачни и не подлежат на никакъв реален надзор. Хедж фондовете дър-

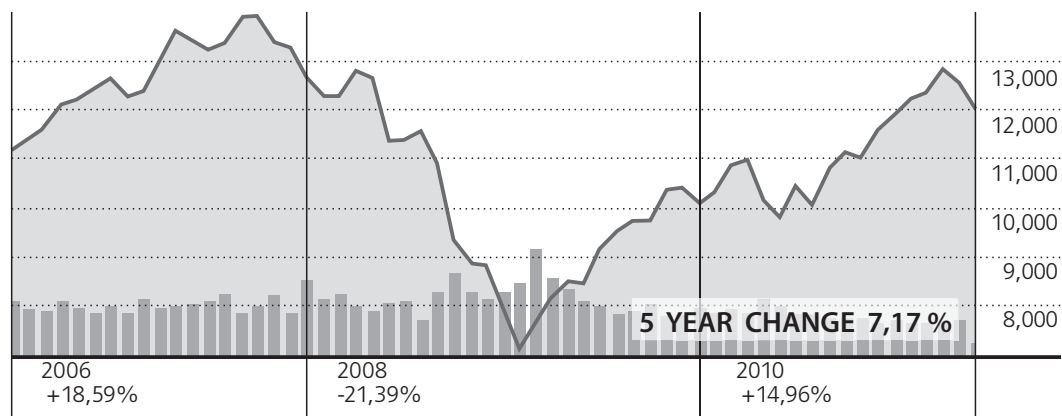
³² Cagle, K., „Black Monday 2008“, O’Reilly Community, 2008.

жат активи за повече от 1500 млрд. щ. д., а ежедневният им оборот с производните финансови продукти възлиза на близо 6000 млрд. щ. д., т.е. на 50 % от БВП на САЩ³³.

Като характерни черти на съвременната глобална финансова криза в сравнение с Великата депресия от 1929-1933 г. могат да се посочат следните: **Първо**, в съвременния свят финансовите сътресения се развиват практически във всички страни по света, като степента на координация на паричните и фискалните политики в рамките на МВФ, в страните от Г-7, ЕС и Еврозоната е много висока. **Второ**, водещи в икономическата политика на страните са неолбералните концепции. Независимо от т.нар. Вашингтонски консенсус (съвкупност от мероприятия за борба с инфлацията, съкращаване на бюджетните дефицити и дългове, приватизация, дерегулация и либерализация

на пазарите), правителствата на водещите държави показват по-голям прагматизъм и съгласуваност на финансовите политики. **Трето**, важна последица от съвременната финансова криза са институционално-регулативните сътресения предвид на силната международна координация на финансовите пазари. Налага се по-голяма национална фрагментираност на регулаторните и надзорните структури и въвеждането на регламенти на финансовите услуги, особено в рамките на ЕС.

Както се вижда от фигура 1, индексът „Dow Jones Industrial Average“ („DJIA“)³⁴ показва изключителна нестабилност в своята динамика и бележи високо равнище през есента на 2007 г. – през седмицата, започваща на 08.10.2007 г. DJIA достига върховата стойност от 14,093,0801. След това започва сривът на финансовата система на САЩ, чийто пик се достига през първото тримесечие



Фигура 1. Индекс „Dow Jones Industrial Average“ за периода 2006 – 2010 г.

Източник: Dow Jones.

³³ Монд дипломатик, брой 10/245, година 3, С., октомври 2006 г., с. 14-15.

³⁴ Индексът „Dow Jones Industrial Average“ („DJIA“) включва 30 компании, които най-вече са производители на промишлени и потребителски стоки. Те заемат около 2/3 от индекса. Останалите компании представляват разностранни индустрии като например финансови услуги, информационни технологии и забавна индустрия. Този индекс днес служи за същата цел за каквато е създаден в миналото – през 1896 г., а именно да осигурява ясен и обективен поглед върху капиталовия пазар и по-широко – върху цялата икономика на САЩ.

на 2009 г. През седмицата, започваща от 02.03.2009 г. DJIA спада до рекордно ниската стойност от 6,626,9399. В това отношение много финансови анализатори сравняват съвременната финансова криза с годините на Великата депресия. Разликата, в сравнение с 30-те години на миналия век, е в това, че Федералната резервна система (ФРС) и правителството на САЩ са много по-склонни да провеждат активна антициклична политика, отколкото преди 80-те години на миналия век.

Икономиките на страните от ЕС, макар и не толкова зависими от САЩ по линията на износа, се оказват въввлечени в кризата по линия на взаимодействието на капиталовите пазари и големите загуби, понесени от европейските транснационални банки като например тези на френската „Societe Generale“ и фактическия фалит на британската банка „Northern Rock“. Независимо от огромното рефинансиране, предоставено от Европейската централна банка (ЕЦБ), европейските финансови пазари не избягват

сътресенията. Както се вижда от Таблица 2, най-силен спад отбелязва Япония и страните от ЕС, където намалението на реалния БВП е съответно с 5,4 % и 4,2 % за 2009 г. Американската икономика отбелязва спад на реалното производство с 2,7 % за същата година. Съгласно Световния икономически обзор на МВФ от октомври 2009 г., очакванията са за растеж средно от 1,8 % за страните от ЕС едва през 2011 г. и за растеж на световната икономика с 4,2 % през съответната година³⁵. Тези предвиждания са ревизирани в Световния икономически доклад от април 2011 г. В следната посока: ръст на световната икономика от 4,4 % през 2011 г. и с 4,5 % през 2012 г., а на ЕС – съответно с 1,8 % и 2,1 % за този период.

Стабилизация на финансовите пазари започва от третото тримесечие на 2009 г. с възстановяване на доверието във финансовата система. Строгите политически действия от страна на националните централни банки и международните институции спомагат за избягване на системните регионални кри-

Таблица 2. Растеж на БВП за периода 2009 – 2010 г. (в %)

Държава	2009 г.	2010 г.	2011 г.*	2012 г.*
Световна икономика	-0,5	5,0	4,4	4,5
САЩ	-2,6	2,8	2,8	2,9
Япония	-6,3	3,9	1,4	2,1
Китай	9,2	10,3	9,6	9,5
Индия	6,8	10,4	8,2	7,8
ЕС	-4,1	1,8	1,8	2,1
Евროзона	-4,1	1,7	1,6	1,8
Великобритания	-4,9	1,3	1,7	2,3
Централна и Източна Европа	-3,6	4,2	3,7	4,0
Русия	-7,8	4,0	4,8	4,5

* Прогнозни данни. Източник: IMF, World Economic Outlook, International Monetary Fund, Washington, D.C., April 2011, p. 20.

³⁵ IMF, World Economic Outlook, International Monetary Fund, Washington D.C., October 2009.

зи. Банките-централи оказват подкрепа на дъщерните банки и така създават жизнеспособност на местните банкови институции да останат в бизнеса. В ЕС-10 силните връзки между тези банки-централи и дъщерните им банки стават източник на устойчивост в региона, като транснационалните потоци отбелязват значително по-малък спад в сравнение с други развиващи се икономики от Източна Европа и Централна Азия. Глобалните пазари на дългови финансови инструменти и на акции показват възходяща тенденция и увеличаване на възвращаемостта им. Емитирането на такива ценни книжа се възстановява, докато синдикираните банкови кредити продължават да намаляват.

За развиващите се икономики общият приток от емисия на облигации се е намалил само с 11 % през деветмесечieto на 2009 г. спрямо същия период на 2008 година. Това показва тенденцията на увеличаване на емисиите на облигации, емитирани от публични корпорации и от правителствата, което до известна степен е неутрализирано от намаляването с 40 % на продажбите на облигации, издадени от частни корпорации. За разлика от това, синдикираното банково кредитиране през същия период е намаляло с 93 % по отношение на публичното кредитиране и с 80 % в сравнение с частното кредитиране. Аналогично на това, през третото тримесечие на 2009 г. 7,2 млрд. щ.д. брутни капиталови потоци са поели към развиващите се икономики от ЕС-10 (Балтийските държави, България, Полша, Румъния и Словакия), от които 6 млрд. щ.д. са емисии на облигации. Банковото кредитиране е само 800 млн. щ.д. в сравнение с 10 млрд. щ.д. през четвъртото тримесечие на 2007 г.

Капиталовите потоци, които не са свързани със създаването на дълг в посока на България и Румъния, са намалени с 50 % през първото полугодие на 2009 г., като инвестициите в недвижима собственост са се сринали³⁶. Тъй като инвеститорите остават несигурни относно възможностите за получаване на външно финансиране и поради нестабилността на валутните курсове, лихвените диференциали остават високи за много от страните членки на ЕС-10. Докато краткосрочните междубанкови лихвени проценти намаляват в страните от ЕС-10, то диференциалите за тримесечните лихвени проценти на междубанковите пазари намаляват през последните 6 месеца на 2009 г. единствено в България, Естония, Румъния и Унгария.

Приспособяването на капиталовите потоци се отразява в промяната на структурата на външния дълг на страните членки. Публичният външен дълг като процент от БВП се увеличава във връзка с по-високите фискални потребности и по-ниския обем на съвкупното производство, докато частният външен дълг намалява частично поради корекциите на баланса на текущата сметка. Така например брутният публичен дълг на България за периода 2008-2009 г. се променя от 15,9 % на 14 % от БВП, на Латвия – от 7,8 % на 29 % от БВП, на Литва – от 17,2 % на 29 % от БВП, на Румъния – от 12,8 % на 20 % от БВП, на Чехия – от 30,3 % на 35 %, на Полша – от 47,1 % на 50 %, на Унгария – от 66,3 % на 79 %, на Естония – от 2,3 % на 15 %, на Словакия – от 29 % на 35 %, на Словения – от 24,5 % на 35 %³⁷.

Валутните резерви в някои от страните – членки на ЕС-10, се увеличават – в Унгария и

³⁶ The World Bank, EU10 Regular Economic Report, Main Report: From Stabilization to Recovery, Washington D.C., October 2009.

³⁷ По данни на Евростат.

Полша, и остават стабилни в Румъния. Това отразява увеличаването на капиталовите потоци, намаляването на потребностите от външно финансиране и подкрепата от страна на международните партньори. Покупката на допълнителни специални права на тираж (СПТ) от МВФ през септември 2009 г. допринася за увеличаване на брунтните валутни резерви на страните членки. Величината на общата подкрепа от МВФ е на стойност 5,7 млрд. СПТ или около 9 млрд. щ. д., 2/3 от които отиват за Полша, Унгария и Румъния. На заседание на Европейския съвет в Брюксел лидерите на страните – членки на ЕС, се споразумяват за увеличаване на финансовите ресурси с цел борба с финансовата криза чрез МВФ, като отпускат 75 млрд. евро, които са в допълнение на удвоения до 50 млрд. евро таван на помощта, представена от вътрешния платежен баланс на страните от ЕС.

На серия от последователни срещи на водещите индустриални държави от ЕС, на държавите – членки на Евророната, както и на срещите на ЕКОФИН, ЕС формулира **няколко основни принципа за координираната си реакция срещу последиците от глобалната финансова криза**. Те включват: **първо**, подкрепа на банковия сектор чрез увеличено гарантиране на банковите депозити на гражданите от ЕС до края на 2011 г. – от 20 хил. евро на 50 хил. евро; **второ**, безпрецедентна координирана операция за намаляване на цената на кредитите, като в резултат на това управителните органи на Федералния резерв на САЩ, ЕЦБ, централните банки на Канада, Великобритания, Швеция и Швейцария понижават лихвените си проценти със съгласувана съвместна акция; **трето**, координация на фискалните и монетарните политики; **четвърто**, формулиране на общ инструментариум на икономическите поли-

тики; **пето**, специална подкрепа на гребния бизнес в страните членки; **шесто**, предложения за подобряване на трансграничния контрол на значими финансови дружества, в т.ч. създаване на нов орган за мониторинг на общото натрупване на рискове във финансовата система, който да предприема превантивни действия; **седмо**, провеждане на нова форма на глобализация чрез използването на набор от правила за овладяването на финансовите кризи. Както германският канцлер А.Меркел призовава, следва да се въведе по-стриктен контрол на финансовите пазари, като всички пазари, продукти и пазарни участници, в т.ч. и хедж фондовете и рейтинговите агенции, стават обекти на наблюдение и регулация. Хедж фондовете, които привличат заможни частни инвеститори, се критикуват за липсата на прозрачност и контрол.

Международните институции, в т.ч. и МВФ, придобиват много по-голяма роля не само в подпомагането на страните с финансови затруднения, но и в превенцията срещу възникването на такива. Последната глобална криза разкрива крехкостта на финансовите пазари в развитите страни, което скоро поражда най-тежката световна рецесия след Великата депресия. Това води бързо до засилването на исканията към МВФ за стеног-бай споразумения и други форми на финансова помощ от Фонда. Международната общественост признава, че финансовите ресурси на МВФ никога не са били толкова значими, колкото сега³⁸. С широката подкрепа от държавите кредиторки капацитетът за кредитиране на МВФ е увеличен с над 3 пъти – до около 750 млрд. щ.д. С цел тези ресурси да се използват ефективно, Фондът разширява своята кредитна политика, като създава гъвкава кредитна линия за страни със силни икономики и предприема реформи в креди-

³⁸ IMF, Globalization and the Crisis (2005 – present), International Monetary Fund, Washington, D.C., 2009.

тирането на държавите с най-ниски доходи, така че да е в състояние бързо да разпределя големи суми за тях в зависимост от техните заемни нужди, а не тясно свързани с кво-тите на страните (каквато е практиката преди).

Глобалната финансова криза налага и изискването за затягане на счетоводните стандарти и предприемането на стъпки за ограничаване на възнагражденията на високите равнища във финансовия сектор. Това същевременно е свързано и с осъществяване на национална фрагментираност на регулаторните и надзорните структури и регламенти на финансовите услуги. В тази връзка **страните от G-20 се споразумяват по всеки от следните четири основни въпроса: първо**, избор на широко мащабен, координиран и устойчив икономически стимул с цел ограничаване на последиците от кризата за гражданите на всяка страна членка на ЕС и нов тласък на реалната икономика.

Второ, възстановяване на доверието във финансовата система. Предприетите мерки следва бързо да мотивират банките отново да кредитират икономическите субекти в съответствие с решенията на Европа и на аналогичните действия на САЩ. Това означава край на несигурността относно размера на загубите на банките. В същото време се засилва контролът в световен мащаб и се отстраняват съществуващите недостатъци, в т.ч. премахват се и данъчните убежища. Това предполага реформа на международните финансови институции.

Трето, провежда се борба срещу всички форми на протекционизъм в отговор на отварянето на търговията чрез напрегък в рамките на преговорите в Доха.

Четвърто, засилват се ангажиментите към новоприсъединените към ЕС страни и

на представителните функции на МВФ. ЕС предлага допълнителни финансови средства или търговско финансиране на световно равнище.

4. Мястото на България в глобалната финансова система

Глобалната финансова криза оказва своето косвено влияние върху българската икономика. Причината се търси не в кризата на конкретни сектори на икономиката на страната, а в загубата на доверие в световните финансови институции и липсата на ясна перспектива за решението на финансовите проблеми на страните – членки на ЕС. Консервативният подход на чуждестранните инвеститори е в основата на потенциалното забавяне на притока на капитали отвън и увеличаване на рисковите премии.

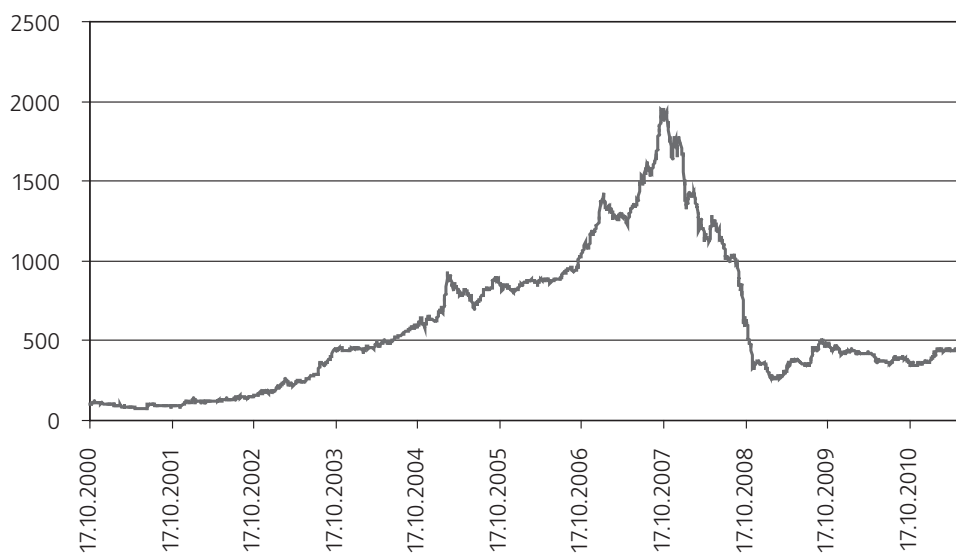
Българският капиталов пазар също се оказва в принципно нова ситуация. От графика № 2 става ясно, че до края на 2007 г. българският капиталов пазар, доколкото за неговото развитие може да се съди по индекса „SOFIX“, се характеризира с нарастващ (възходящ) тренд. Историческият максимум на индекса е 1952.28, постигнат на 05.10.2007 година. От въвеждането на индекса през 2000 г. „SOFIX“ постига значителна средногодишна доходност: 2002 г.: + 55 % ; 2003 г.: + 150 % ; 2004 г.: + 40 % ; 2005 г.: + 44 % ; 2006 г.: + 62 % и 2007 г.: + 44 %.

Спадът в началото на 2008 г. обаче е значителен и връща нещата към началото на 2007 г. В резултат на глобалната финансова несигурност и намаляваща ликвидност на фондовата борса само за периода от средата на октомври 2007 г. до средата на октомври 2008 г., индексът „SOFIX“ загубва 80 % от стойността си. Спадът на борсовите котировки у нас е по-значителен в сравнение

не само със западноевропейските страни, но и със САЩ и азиатските капиталови пазари. Така например „SOFIX“ отбелязва рекорден спад на средногодишната доходност през 2008 и 2010 г. – съответно 2008 г.: –80 % и 2010 г.: –14,60 %. Единствено през 2009 г. средногодишната доходност нараства с 18 %. През 2010 г. динамиката на индекса „SOFIX“ се характеризира със значителни колебания. През първото тримесечие на годината индексът запазва нивото си от 2009 г., но през второто и третото тримесечие на годината се отбелязва низходяща тенденция, съчетана с висока колебливост³⁹. Основната предпоставка за това е избухналата дългова криза в Гърция. Динамиката на индекса „SOFIX“ на българския фондов пазар от създаването на индекса до края на 2011 г. е показана на Графика № 2. Според направено анкетно проучване сред финансовите посредници, позитивни са очакванията за развитието на индексите на „Българска фондова

борса – София“ (БФБ-София) през първото полугодие на 2011 г., като очакванията на агентите са за повишение на индексите⁴⁰.

Както се вижда от фигура 2, влизането на България в ЕС променя тренда на капиталовия пазар. Като цяло, борсовите котировки започват да нарастват по-бързо. Нарастват съществено обаче и колебанията над и под тренда. Независимо от ускорения тренд, очакваната доходност спада. Съчетанието от по-висок риск, по-ниска очаквана доходност и силен негативен външен шок, какъвто е глобалната финансова криза, обясняват спада на БФБ-София през последните години. Динамиката на българския фондов пазар на практика следва тенденциите на водещите пазари. През кризисната 2009 г. оборотът на вторичния пазар на акции намалява до 667,5 млн. лв., което – като величина, е с почти 3 пъти по-ниско, отколкото през преходната година, а оборотът на търговията



Фигура 2. Динамика на индекса „SOFIX“ на БФБ-София за периода 2000-2011 г.

³⁹ БНБ, Годишен отчет 2010, Българска народна банка, С., 2011 г., с. 27.

⁴⁰ МФ, Финансов сектор: оценки и очаквания, бр. 2/2011, Министерство на финансите, С., 2011 г., с. 8-9.

с облигации спада с 33,3 % до 167,8 млн.лв.⁴¹ През 2010 г. оборотът на пазара на акции на БФБ-София спада с около 18 % до 549,3 млн. лв., а оборотът на търговията с облигации – с 26 % до 124,3 млн. лв.⁴² Пазарната капитализация на фондовата борса също значително спада – до 15,3 % от БВП, в сравнение със 17,3 % в края на 2009 година.

2007-ма е годината на рекорден дефицит по текущата сметка (21 % от БВП, при около 15 % през 2006 г.). Особено значим е дефицитът по текущата сметка на платежния баланс през 2009 г. – 3579 млн. евро с очаквания за още по-голямо намаление до 2658,3 млн. евро и 2863 млн. евро през 2013 г. В същото време притокът на преки чуждестранни инвестиции (ПЧИ) се увеличава до рекордни равнища – около 12 млрд. евро през 2007 г., а през 2008 г. той намалява на 3 млрд. евро. През 2010 г. е отчетено рекордно силен спад на ПЧИ към България от 1997 г. насам – ПЧИ намаляват до едва 1359 млн. евро, което представлява годишен спад с над 58 %⁴³. Докато през 2009 г.

отливът на ПЧИ е обусловен от повишения инвестиционен риск поради световната финансова криза, то през 2010 г. у нас е налице макар и малък икономически растеж. Рекордно нисък е и дялът на ПЧИ в БВП – 3,8 % през 2010 г. Инвестициите основно са съсредоточени в отраслите преработваща промишленост, финансово посредничество, недвижими имоти и търговия. Очакванията на българското правителство са за осезаемо увеличение на ПЧИ едва през 2013 г. – в размер на 3467,7 млн. евро.

В сравнение със страни като Унгария, Чехия, Полша и останалите страни от Централна и Източна Европа, където също е отчетен отлив на ПЧИ, то у нас мащабът на този отлив е най-голям (с 59 %), както се вижда от Таблица 3. В българската практика основните проблеми пред чуждестранните инвеститори са свързани с ниската популателна способност на населението, бюрократичната и неготам компетентна администрация, недостатъчно ясното законодателство и негодбре развитата инфраструктура на фи-

Таблица 3. Приток на ПЧИ към страни от Балканския регион (в млн. евро)

	2009 г.	2010 г.	Изменение (%)
България	3282	1359	-59 %
Румъния	3488	2596	-26 %
Черна гора	967	556	-42 %
Сърбия	992	595	-40 %
Хърватска	1690	1170	-31 %
Босна и Херцеговина	454	359	-21 %
Македония	196	170	-13 %
Турция	6184	6544	-6 %
Албания	693	545	-6 %

Източник: Андреев, М., „Пресъхва притокът на ПЧИ в България”, Институт за пазарна икономика, 18.02.2011 г.

⁴¹ БНБ, Годишен отчет 2009, Българска народна банка, С., 2010, с. 28.

⁴² БНБ, цит.сч., 2011, с. 27.

⁴³ Андреев, М., „Пресъхва притокът на ПЧИ в България”, Институт за пазарна икономика, 18.02.2011 г.

нансовите пазари. Оказва се, че българският фондов пазар се е превърнал за извънредно кратък срок в силно рисков компонент на глобалните финансови пазари. Досега българският фондов пазар е считан за относително слабо корелиран с глобалните пазари, което го прави добър инструмент за диверсификация и намаляване на портфейлния риск. В новите кризисни условия може да се очаква обратното – всеки външен икономически шок да се мултиплицира на българския пазар. При това положение скоростта на влизане и излизане на спекулативни средства от страната се очаква да се повиши рязко.

Както бе отбелязано, правителствата и централните банки на развитите страни предприемат сериозни антикризисни мерки и се опитват да анализират причините и последиците от финансовата криза. **Основните канали за въздействие на глобалната финансова криза върху българската икономика са в следните две посоки:**

Първо, притокут на външни капитали – като начин за финансиране на инвестициите в частния сектор и компенсирани на дефицита по текущата сметка, става все по-проблематичен и рисков. България трябва да се замисли върху стимулирането на вътрешните спестявания. Намалението на външното търсене вследствие на забавения растеж на икономиките на САЩ и ЕС води до намаляване на темповете на икономически растеж и на българската икономика. Намаленият приток на капитали, съчетан с по-високите лихви, води до ограничаване на достъпа на кредитни ресурси и забавя вътрешното търсене.

Второ, рестриктивната парично-кредитна политика, провеждана чрез поддържането от страна на БНБ на високи минимални

задължителни резерви на търговските банки създава условия за нарастваща зависимост на инвестиционния процес от притока на чуждестранен капитал. Тази държавна политика е в основата на свръхвисоката чувствителност на българските борсови котировки към глобалните финансови сътресения. В този смисъл както политиката на водещите централни банки в света е насочена към смекчаване на пазарните колебания, така и тази на българското правителство и БНБ следва на практика да създава среда, ограничаваща външните колебания.

Данните за българската икономика показват, че БВП през 2009 г. намалява до 63 710 млн.лв. в сравнение с 2008 г., когато е отчетен 66 728 млн.лв. Реалният спад на БВП през 2009 г. е в размер на 5 % в сравнение с 2008 г., когато той е 6 %⁴⁴. Глобалната финансова криза достига България в края на 2008 г. и началото на 2009 година. Тя е съпроводена с негативните тенденции в икономическата активност в страната – спад на продажбите и доходите в експортно ориентирани отрасли, задържане на равнището на доходите, нарастване на безработицата, отслабване на притока на ПЧИ към страната, ограничаване на кредитирането и на вътрешното търсене в икономиката. Всичко това оказва отрицателно влияние върху отраслите, произвеждащи стоки и услуги за вътрешния пазар. В същото време се наблюдава ръст на цените на горивата и на основните суровини.

От друга страна, намаленото вътрешно търсене води до по-силно ограничаване на вноса, отколкото е спадът на износа, вследствие на което се наблюдава свиване на дефицитите по търговското салдо и по текущата сметка на платежния баланс на страната. Макар и намален поради криза-

⁴⁴ БНБ, Годишен отчет 2009, Българска народна банка, С., 2010, с. 11.

та, притокът на ПЧИ в България за периода януари-декември 2009 г. осигурява покритие общо на дефицита по текущата и капиталовата сметка на платежния баланс в размер на 118,1 %⁴⁵. През 2010 г. българската икономика започва бавно да се възстановява от кризата – БВП нараства с 0,2 %, като главен принос за това има износът на стоки и услуги. Дефицитът общо по текущата и капиталовата сметка на платежния баланс се свива до 0,2 % от БВП, а нетният приток на ПЧИ в страната възлиза на 4,0 % от БВП⁴⁶. Очакванията на Министерството на финансите (МФ) са за увеличение на БВП едва през 2011 г. в размер на 3,8 % и на 5 % през 2013 г.

Данните от таблица 4 и таблица 5 показват, че относно капиталовата адекватност и рентабилността на банките в страните от ЕС, съвременната глобална финансова

криза не е оказала чувствително отражение през периода 2007-2009 година. С най-добри показатели в това отношение са страни като България, Унгария, Естония и Чешката Република. Единствено в Латвия се отбелязва значителен спад на рентабилността на банковия сектор през 2009 година. **Насоуките и предизвикателствата пред по-нататъшната тенденция на глобализация на финансовите пазари в страните – членки на ЕС, са заложи в Резолюцията на Европейския парламент за бъдещето на Икономическия и паричен съюз⁴⁷ и днес вече те са реалност. Основните сред тях са следните:**

Първо, създаване на нова архитектура на финансов надзор и европеизиране на неговата структура с цел да се постигне по-голяма прозрачност на финансовите пазари. Европейският съюз в качеството си на най-го-

Таблица 4. Индикатори за капиталовата устойчивост на банковия сектор в ЕС-10 за периода 2003 – 2009 г

Държава	Капиталова адекватност				Провизии по кредити [*]			
	2003	2007	2008	2009	2003	2007	2008	2009
България	22	13,9	14,9	16,5	50,0	-	-	-
Чешка Република	14,5	11,5	12,3	13,7	76,7	70,4	67,5	61,3
Естония	12,5	10,8	13,3	15,2	214,5	-	-	-
Унгария	11,8	10,4	11,1	12,3	47,3	58,1	59,6	52,6
Латвия	11,7	11,1	11,8	12,8	89,4	129,8	61,3	40,7
Литва	13,2	10,9	12,9	13,9	-	-	-	-
Полша	13,8	12,0	11,2	11,7	53,4	-	-	-
Румъния	21,1	13,8	12,3	-	12,6	25,7	28,7	-
Словашка Република	22,4	12,8	11,1	12,2	85,8	93,3	91,4	88,3
Словения	11,5	11,2	10,5	-	81,0	-	-	-

* Провизии по необслужвани кредити.

Източник: IMF, *Global Financial Stability Report, International Monetary Fund, Washington D.C., October 2009.*

⁴⁵ БНБ, Годишен отчет 2009, Българска народна банка, С., 2010, с. 11.

⁴⁶ БНБ, Годишен отчет 2009, Българска народна банка, С., 2010, с. 9.

⁴⁷ Резолюция на Европейския парламент от 18 ноември 2008 г. относно ИПС: първите десет години на Икономическия и паричен съюз и бъдещите предизвикателства (2008/2156(INI)).

лямото икономическо пространство с най-големия финансов пазар в света следва да играе водеща роля на международно равнище по отношение на реформирането на регулаторната система за финансови услуги в полза на всички участващи държави, както и на стабилността като цяло. През септември 2010 г. след продължителни обсъждания Европейският парламент дава своята подкрепа за създаването на нови надзорни органи, оформящи нова архитектура на финансовия надзор в ЕС⁴⁸.

Създадена е т.нар. „Европейска система на финансов надзор“ (European System of Financial Supervision, ESFS), включваща следните органи⁴⁹: 1) Европейски борд за системен риск (European Systemic Risk Board, ESFS); 2) Европейски банков орган (European Banking Authority, ЕВА), който е разположен в Лондон и упражнява надзор на кредитните институции; 3) Европейски орган за застраховането и задължителното пенсионно осигуряване (European Insurance and Occupational Pensions Authority), разположен във Франкфурт; 4) Европейски орган за пазарите на ценни книжа (European Securities and Markets Authority), разположен в Париж⁵⁰. Последните три надзорни власти са обединени в групата на т.нар. „Европейски надзорни органи“ (ЕНО, European Supervisory Authorities – ESA).

Европейският борд за системен риск (ЕБСР) изпълнява надзорни функции на макроикономическо ниво, като разработва общ набор от индикатори за оценка на риска на специфични презгранични финансови институции. Въз основа на направен анализ той отправя

ранни предупреждения и препоръки към институциите с цел поддържане на финансовата стабилност. По настояване на Европейския парламент, през първите 5 години президентът на Европейската централна банка (ЕЦБ) е същевременно и президент на ЕБСР, за да се придаде на поста независимост и морален авторитет, както и ясно да се идентифицира отговорността му пред гражданите на ЕС.

Европейските надзорни органи имат право да се налагат над националните власти в следните три случая:

а) когато са нарушени законите на ЕС; **б)** когато има спор между националните надзорници (в този случай ЕНО имат право да налагат законово обвързано посредничество и да налагат решения на засегнатите институции, когато не е постигнат компромис), както и да се намесват като посредници по своя собствена преценка (а не само при поискване от националните надзорни органи); **в)** когато някоя държава – членка на ЕС, поиска това в кризисна ситуация. В такъв случай само националните правителства имат право да обявят криза⁵¹. Европейският парламент има право на вето при назначаването на председателите на трите надзорни органа и също може да поиска от Съвета на ЕС да обяви извънредно положение във финансовия сектор. Парламентът освен това взема решенията за техническите стандарти и мерките за изпълнението им при кризисна ситуация. Председателят на ЕБСР е длъжен редовно да информира за дейността си председателя и заместник-председателите на парламентарната Комисия по икономическите и валутните въпроси.

⁴⁸ „ЕС постигна „историческо“ съгласие за новите финансови надзорни органи“, Дневник, 23.09.2010 г.

⁴⁹ Fahey, E., „Does the Emperor have Financial Crisis Clothes? Reflections on the Legal Basis of the European Banking Authority“, *Modern Law Review*, 2011 (forthcoming), pp. 1-2.

⁵⁰ Новата Европейска система на финансов надзор е създадена чрез трансформирането на съществуващите по този момент Комитети за банково дело, пазарите на ценни книжа и застраховането и социалното осигуряване.

⁵¹ Ковачева, Р., „Европейският финансов надзор все пак ще се случи“, *Einside*, 4.09.2010 г.

Второ, въвеждане на ефективни правила за конкуренция и подходяща регулация с цел подобряване на управлението на финансовите пазари в случаите на кризи и тясно сътрудничество между ЕЦБ, надзорните органи, правителствата и участниците на пазара. Във връзка с това се въвежда интегрирана, последователна и съгласувана надзорна рамка, основаваща се на балансиран подход при регулирането на трансграничното пренасяне на финансови рискове и основаваща се на хармонизирана правна уредба. Това предполага засилена координация между надзорните органи, централните банки и министерствата на финансите на държавите – членки на ЕС, относно трансграничната финансова стабилност.

Трето, засилване на ролята на ЕЦБ по отношение на финансовия надзор и разширяването на нейното влияние извън границите на Еврозоната чрез Европейската система на централни банки (ЕСЦБ).

* * *

В заключение – съвременното развитие на глобализираните финансови пазари се отличава с голяма гъвкавост и динамичност, повлияна от общото икономическо състояние на икономиките, тясната им взаимозависимост и силната им уязвимост към външни шокове. Глобалната финансова криза от 2007-2009 г. изцяло променя възходящия ход на развитието на финансовите пазари, ограничава се вътрешното и външното търсене, свиват се продажбите и притока на капитали, рязко нараства безработицата, а реалният БВП намалява. Пречупване на тенденцията към икономически спад в световен мащаб е налице в края на 2009 и началото на 2010 г. В резултат на мащабните фискални и монетарни мерки, предприети от развитите страни и международните финансови институции.

Българската икономика понася тежките негативи от рецесията в световен мащаб поради силната си търговска и капиталова отвореност, особено към страните от ЕС, и отбелязва реален спад на БВП след дълги години на икономически растеж. Допълнително напрежение оказват фискалните и дълговите проблеми на някои страни – членки на еврозоната, и особено на Гърция. Положителни тенденции все пак съществуват, доколкото от 2010 г. се отчита начало на бавно възстановяване на икономиката ни. Освен това българската банкова система успява да устои на негативните външни шокове през последните години, макар че някои от показателите ѝ се влошават под влияние на нестабилността на международните финансови пазари. Това засилва значението и необходимостта от интензивен и ефективен надзор върху дейността на банковия и финансовия сектор с цел повишаване на тяхната устойчивост както на национално ниво, така и на европейско равнище. Във връзка с последното, през 2010 г. е създадена нова структура на финансовия надзор в рамките на ЕС, обхващаща нови Европейски надзорни органи и Европейски борд за системен риск. Тази нова надзорна архитектура ще има ключово значение за регулацията на финансовите пазари в следващите години.

Литература

1. Андреев, М., „Пресъхва притокът на ПЧИ в България“, Институт за пазарна икономика, 18.02.2011 г.
2. Ангелов, Б., Глобализация, антиглобализъм и алтерглобализъм – знаем ли какво означава?, 23 юли 2008 г.
3. Ангелов, И., Световната икономическа криза и България, Акад. изд. „Проф. Марин Дринов“, С., 2010 г.

4. БНБ, Годишен отчет 2009, Българска народна банка, С., 2010 г.
5. БНБ, Годишен отчет 2010, Българска народна банка, С., 2011 г.
6. Гидънс, А., Новата глобализация, Die Welt, 17.02.2007 г.
7. „ЕС постигна „историческо“ съгласие за новите финансови надзорни органи“, Дневник, 23.09.2010 г.
8. Ковачева, Р., „Европейският финансов надзор все пак ще се случи“, Euinside, 4.09.2010 г.
9. МФ, Финансов сектор: оценки и очаквания, бр. 2/2011, Министерство на финансите, С., 2011 г.
10. Мишкин, Фр., Теория на парите, банковото дело и финансовите пазари, Изд. „Отворено общество“, С., 1995 г.
11. Монд дипломатик, , брой 10/245, годишна 3, С., октомври 2006 г.
12. Петров, Б., „Хаймън Мински и възраждането на теорията за финансовата нестабилност. Пирамидалните схеми и кризата“, Капитал, 23 януари 2009 г.
13. Първанов, г., „Глобализация и устойчиво развитие“, Встъпително слово на президента Георги Първанов пред международната научна конференция „Глобализация и устойчиво развитие“, С., 1.07.2002 г.
14. Резолюция на Европейския парламент от 18 ноември 2008 г. относно ИПС: първите десет години на Икономическия и паричен съюз и бъдещите предизвикателства (2008/2156(INI)).
15. Спасов, Т., Пазарна трансформация и конкурентоспособност на икономиките в преход, УИ „Стопанство“, С., 2006 г.
16. Стиглиц, Дж., Глобализацията и недоволните от нея, УИ „Стопанство“, С., 2009 г.
17. Ades, A., and R. Di Tella, „Competition and Corruption“, Institute of Economics and Statistics Discussion Paper Series, No. 169, University of Oxford, Oxford, 1994.
18. Cagle, K., „Black Monday 2008“, O'Reilly Community, 2008.
19. Fahey, E., „Does the Emperor have Financial Crisis Clothes? Reflections on the Legal Basis of the European Banking Authority“, Modern Law Review, 2011 (forthcoming).
20. IMF, Global Financial Stability Report, International Monetary Fund, Washington D.C., April 2011.
21. IMF, Global Financial Stability Report, International Monetary Fund, Washington D.C., October 2009.
22. IMF, Globalization and the Crisis (2005 – present), International Monetary Fund, Washington D.C., 2009.
23. IMF, World Economic Outlook, International Monetary Fund, Washington D.C., October 2009.
24. „Globalization“, International Encyclopedia of Business and Management, Deming to Industrial Strategy, Vol. 2, London and N.J., ed. by Malcolm Warner, 1996.
25. Karl, J.R., C.L. Pope, G.C. Whiting, and L.T. Wimmer, „A Confusion of Economists?“, American Economic Review, Vol. 69, May (Papers and Proceedings), 1979, pp. 28-37.

26. Knight, M.D., „Opening address at the BIS Conference in Honour of Palle S. Andersen“, In: „Globalization, labour markets and international adjustment. Essays in honour of of Palle S. Andersen“, ed. by D. Mihaljek, BIS Papers, No. 50, December 2009, Bank for International Settlement, Basel.
27. Laeven, L., and F. Valencia, „Systemic Banking Crises: A New Database“, IMF Working Papers No. 08/224, International Monetary Fund, Washington D.C., 2008.
28. Minsky, H., Economics, Working Paper Archive, Levy Economics Institute, 1992.
29. Mishkin, F.S., „Globalization and Financial development“, Remarks by Frederic S. Mishkin, Member of the Board of Governors of the US Federal Reserve System, to the New Perspectives on Financial Globalization Conference, International Monetary Fund, Washington D.C., 26th April 2007.
30. Prasad, E.S., K. Rogoff, S.-J. Wei, and M.A. Kose, „ Effects of Financial Globalization on Developing Countries, Some Empirical Evidence“, IMF Occasional Papers, No. 220, International Monetary Fund, Washington D.C., September 9, 2003.
31. Rajan, R., and L. Zingales, Saving Capitalism from the Capitalists: Unleashing the Power of Financial Markets to Create Wealth and Spread Opportunity, Princeton University Press, Princeton, 2004; Svaleryd, H., and J. Vlachos, „Markets for Risk and Openness to Trade: How Are They Related?“, Journal of International Economics, Vol. 57, August, 2002, pp. 369-95.
32. Sokoler, M., Globalization and its effects on monetary policy: the case of Israel, 2006.
33. The World Bank, EU10 Regular Economic Report, Main Report: From Stabilization to Recovery, Washington D.C., October 2009.

ИИ