

Проф. Николай Неновски

Бележки за кризата

25/09/2008

I. Първо искам да отбележа, че кризата, въпреки, че често се говори че е неповторима, в общи линии повтаря динамиката на кризите от миналото. Който е запознат добре с тези кризи може да го каже категорично.

- Хората са същите, базовото икономическо и човешко поведение остават същите, хората произвеждат, потребяват и спестяват, инвестират, просто технологиите са се променили. Разбира се кризите стават по-бързи, и ще стават още по-бързи защото технологичното време се скъсява. Това е ясно.
- В по-конкретен план, подобни кризи, започнали от ипотечния пазар е имало дори в самите САЩ през 70 те години.

Второ, кризата въпреки, огромните загуби на спестявания и капитал, дава редица възможности да погледнем към *истинските причини* за кризата, защото от това до голяма степен зависи как ще съдим за мерките, които се вземат или ще бъдат взети (днес в САЩ, утре другаде). Затова, по-нататък.

II. **Ако е нужно да напомним какво става**, въпреки че повечето българи са запознати, то в общи линии може да кажем следното:

- Ефектът от загубите на ипотечния пазар (първоначално от едни малък сегмент – второкласните, нискокачествени ипотечи), и от лошите кредити натрупани там (които служеха за обезпечение на различни типове търгуеми ценни книжа) се пренесоха в редица финансови институции (било то инвестиционни банки, застрахователни компании, спестовни каси и други), които една след друга или се изкупуват от други банки, или фалират или пък се подготвят мащабни изкупувания на техните дългове от Трезора и последваща монетизация на тези дългове от страна на Фед (това е централната банка на САЩ). За бързината и системността на кризата допринесе и фактът, че тези лоши кредити се търгуваха, по-точно служеха като обезпечение (колатерал) за различни типове „сложни” ценни книжа (тъй наречената секюритизация).
- Отбелязвам, че днес около 30-40 % от доходите на едно средно и бедно американско домакинство отиват за обслужване на ипотечните заеми.
- В САЩ се готви мащабна операция (макар, че още няма яснота) за инжектиране на голям обем от пари около 700 млрд. долара (480 млрд.. евро) в икономиката, с ангажимент от страна на правителството на лошите

дългове да продължат да се изкупуват в продължение на 2 години. Това ще доведе до нарастване на държавния дълг (като неговият законов лимит ще се увеличи с около трилион и половина долара – до 11-11.5 трилиона долара¹).

- Централните банка на основните развити страни сключиха споразумения (някои в сила от 1 януари 2009) за мащабни суапове на валута с цел взаимно подпомагане. В същото време повечето развити страни направиха свои потенциални пакети от финансова помощ при евентуална криза.
- Съществува и едно вътрешно противоречие в паричната политика на Феда. А именно неизбежното монетизиране от страна на Феда на ДЦКта емитирани от Трезора ще доведе до масивни вливания на пари, което ще намали лихвения процент, който може да слезе под таргета – този на федералните фондове. Мисля, че днес при засилване на инфлацията в САЩ и при високите лихвени проценти, поддържани от ЕЦБ, Федът няма да има желание лихвеният процент да спадне ниско (още повече ако се вземе и тъжния опит на Япония, а и на самата САЩ в началото на 2001 г.). Затова според някои икономисти, Федът ще започне олихвяване на резервите на банките, които те поддържат в ЦБ по основния лихвен процент. Това ще насочи парите на банките към Феда. И тогава Федът ще може да вкарва пари значително по-свободно, като се предполага, че с това ще съживи кредитния пазар. Хубаво ли е това? Мисля, че не. Нови пари, по-малко реални спестявания (напомням, когато парите се увеличават реалните спестявания се обезценяват), по-малко инвестиции, по-малко растеж. Нови загуби, нови декапитализации и т.н., пазарът е подменен с парични манипулации.



- Това *de facto* е национализация на огромен обем финансови активи, тук спадат и двете ипотечни агенции (двете 2Ф – Фани и Фреди), които парадни

¹ Интересна беше идеята правителството да изкупи жилищата, като по този начин помогне директно на засегнатите, което по определени изчисления (например на Питър Джонсън във FT) ще излезе много по-евтино и по-малко ще изкриви пазара.

своя псевдо -статут доведоха до огромни загуби и бяха изкупени от Феда. Не случайно някои икономисти твърдят, че такава национализация са правили само Ленин и Троцки и наричат САЩ Съюз на обединените социалистически щати. Изобщо погледнете във форума на FT, почти никой известен икономист не подкрепя този план на паричните инжекции.

- Кризата в САЩ под една или друга форма се отрази на Русия, на Европа и Китай, в Русия например се наблюдават почти същите проблеми като в САЩ – инжекции от страна на ЦБ (500 млрд. рубли), увеличаване на ликвидността за трите най-големи банки (Сбербанк, Внешэконом банк и Газпромбанк²), няколко фалита, срив на фондовата борса, спад в цените на недвижимост и други. В Китай бяха понижени лихвените проценти и да не забравяме, че както руската ЦБ, така и КЦБ бяха инвестирали част от валутните си резерви в облигации на 2Ф-та. Разбира се, и Русия и Китай и Европа си имат своите собствени балони, които рано или късно ще се спукат.

III. Но нека видим причините за кризата и уроците от нея

- Първо, кризата показва, че парите не са капитал, те не са инвестиции, парите са само и единствено средство за размяна. Истинският капитал са спестяванията, реалните спестявания ...³ Не може да не спестяваш и да искаш растеж, доколкото знам нормата на спестяване в САЩ е около 0 %. Или с други думи в краткосрочен план инвестициите може да се финансират от чужди спестявания (било то китайски, японски или арабски), но рано или късно това равенство, а именно между националните спестявания и инвестиции ще се възстанови. Обезкуражаващо е дори Бен Бернаке, който е управител на Феда, говореше преди време да „глобално наводняване от спестяване в света – global saving glut”, и според мен по този начин бъркаше реалното спестяването с парите (псевдо-спестяването), с ликвидността, създадена от централните банки ... Това е опасно за централен банкер. Защото рамките на света *винаги и във всеки* момент реалното спестяване е точно толкова, колкото са реалните инвестиции, всеки акт на спестяване е и акт на инвестиране⁴.
- Второ, причината за кризата не е ипотечния пазар, пазара на недвижимост, а паричната дискреция, когато първоначално, се

² Газпромбанк не е част от Банк „Росии”, тя беше отделена от Газпром. Както Газпром, така и Банк „Росии” са близки до групата на Путин, виж. Доклада на Немцов и Милов (Союз правых сил).

³ Социологът Д-р Иван Чалъков, който добре познава Шумпетер и цялата теория за предприемача ми направи забележка, че „истинският предприемач” може да обезвреди създаването на „фалшивите спестявания”. Според Чалъков Шумпетер говори за „механизъм за здравословно изпомпване на ценност от бъдещето и вкарването ѝ в настоящата икономика”.

Това трябва да се обмисли.

⁴ Това равенство китайските тайконавти (космонавти) виждат много добре.

поддържат по-ниски пазарни от естественото ниво лихвени проценти (проценти които са резултат то препрочитанията към потребление, спестяване и инвестиране), и след това, на един втори етап тези пазарни проценти рядко се вдигат над това ниво. Отбелязвам, че равновесните проценти (реалните) се движат бавно, те не се менят често, докато паричните се менят дискреционно от страна на ЦБ. Типична илюстрация януари 2001 – юни 2004 ниски проценти от 6 на 1 и после обратно от 1 до 5.25 до септември 2007 г., сега пак надолу. Тази манипулация на процентите чрез вкарване на ликвидност, води до тотално разрушаване на предпочитанията и изобщо на структурата на инвестициите и потреблението (става въпрос за свърх-инвестиране, *overinvestment* и лошо-инвестиране - *malinvestment*).

- Кризата показва, че най-лошата комбинация е ниски лихви + гаранция от страна на държавата. Типичен случай са 2теФ (Фани и Фреди), които са ярка илюстрация за тъй нареченото явление морален риск или хазарт, когато липсата на отговорност те стимулира да поемаш по-висок риск. Тези 2 агенции се финансираха изключително евтино на пазарите поради имплицитната държавна гаранция.

(тук правя паралел с БНБ преди 1997 година и днес, когато Паричният Съвет слава богу не дава много лостове за вреда от страна на ЦБ)...(тук правя паралел с великата депресия, когато се следват едни след други неестествено ниски лихви, много пари, и после неестествено високи лихви, малко пари).

- По нататък, кризата показва, че не може вечно да се търгува нещо което го няма или се нарича „боклук”. Тоест финансовата надстройка не може да безкрай да се разраства, без да има реални дейности, реален бизнес, реално спестяване.
- Да се върна към регулирането. Според общото виждане липсата на регулиране е причина за това което се случва (това твърди например Нуриел Рубини). Според него либерализмът + липсата на регулации доведе до криза. От тук и предложението му към повече регулации, повече контрол (в този дух за съжаление са и заключенията на двата доклада направени по поръчка на Саркози, както и редица изказвания на ДСК от МВФ⁵). Аз мисля обратно, именно липсата на конкуренция и държавната защита на редица пазари, е основната причина. Затова трябва да са върви към повече пазар и разбира се ясни правила, но не към регулиране. Именно паричните власти провокираха тази криза. Освен това искам да отбележа, че свърх-регулациите водят автоматично до покачване на риска. Как става това? Ами, просто, когато пазарът се

⁵ ДСК, Доминик Строс Кан. Това ДСК (не знам защо) ми напомня на името на общезитието където живеех в Москва – ДСК – Дом студентоv им. Кравченко, в честъ военного лётчика, дважды героя Советского Союза Григория Кравченко). Иначе, много ценя ДСК, преди години го предлагам за съветник на българския премиер. В Доме студентоv им. Вернадского жил другой.

ограничава, то икономическите агенти се стремят да преодолеят това ограничение – било то като създават редица нови продукти, било като корумпират политическия елит и т.н. Това от своя страна създава нови рискове, по-високи трансакционни разходи, от тук нов цикъл регулации, по-сложни и комплексни, и отново процесът се повтаря. Затова е нужно връщане към исконните правила на пазарната дисциплина. Разбира се не отричам създаването на прости и ефективни рамки за банкиране, които в общи линии са известни от векове.

- Кризата показва, че е трудно да се вземат правилните решения, дори те да се виждат, защото между тяхното вземане и резултатите *има времеви лаг*. Например, дори да иска да вземе правилно решение Бернаке, не би могъл защото, ползите от това решение ще се видят след няколко години, а политическите условия, избори и други ще го „унижат и осмоят” в момента (като непрактичен⁶ и др.). Преди смятаха Грийнспън за гений, а той се оказа Хитър-Петър (който все напомняше че обичал като бил 25 годишен златния стандарт), преди мислеха Пол Волкър за вреден антиинфляционист, а той се оказа икономист. Така, че е трудно се сърдим на Бернанке. Може би е трябвало в Принстън, по-внимателно да се запознае, ако изобщо се е запознавал с трудовете на Мизес, Хайек, Хаберлер или поне на Хоутри⁷.
- Възвратът към старите принципи на традиционното банкиране, не може да не доведе до някаква форма на парична организация, която сме познавали в далечното минало – златен стандарт, световни пари, или нещо друго, например локални частни пари. С тази криза се затваря един голям цикъл на експеримент с парите, но това не означава че няма да бъде поставен началото на нов такъв. Кризата е нещо типично за капитализма, Маркс и Шумпетер са го казали отдавна. Гуверньорът Трише обича често да казва на английски, че се наблюдава „корекция на пазара”, аз мисля, че е нужно да се говори по скоро за „корекция на липсата на пазар”.

⁶ Какво всъщност е практичност, това е незнание, знание ден за ден. .

⁷ Напомням, че единствено Мизес и Хайек предсказват кризата от 1929 г., Мизес още през 1924 г., а Хайек през 1928г. В същото време Фишер, Митчел и да не забравяме Кейнс ,до последно твърдят че криза няма да има, после, че е корекция на пазара (днес това се повторя от човека с синята риза и бяла якичка), после че е малка криза, а след кризата казват, че никой не е можел да я предскаже. Да не забравяме, че Фишер губи огромно състояние от своето поведение и дълго време след това е приет с насмешка, за своите категорични твърдения. Дори тогава, когато фондовите пазари се продънват 40% и хората скачат от прозорците, базирайки се на своето количествено уравнение Фишер продължава да твърди, че това не е възможно. Някъде четох (мисля в спомените на Махлуп, който е бил помощник на Мизес в началото на 20-те години в търговската камара), как всеки ден, когато Мизес и младият Махлуп минавали през галериите на Кредитаншталд през 1924-26 г., Мизес казвал: „Махлуп, голяма криза идва, тази банка ще фалира, светът ще загине, Махлуп”. И както е известно всичко в Европа започва от Кредитаншталд, разбира се няколко години по-късно. Австрийската школа предсказва и днешната криза, достатъчно е било да се види описанието което се дава още през 2002 г. на конференцията в Мизес Институт, където всички се обявяват против понижаването на лихвените проценти и описват една ли не ден по ден това което става днес, 6 години по-късно.
<http://mises.org/story/1027>; <http://mises.org/story/882>;

IV. Нещо за България

- Първо България е част от ЕС и затова е наивно да се мисли, че това което става в Европа няма да се отрази на страната. Освен това ЕС е в криза отдавна, Германия, Ирландия, Великобритания, Испания, Италия имат тежки проблеми. Франция също. Те не само не се развиват, но и нямат ясна политика, а и мисля си, че вече нямат и потенциал да се развиват. Защото развитието не е парична и фискална политика, то е дух и свобода, предприемачесво и инициативност. Европейските нации са загубили тези си качества. В този смисъл привлекателността на ЕС не е тази, която беше преди десетина години, а и ще става все по-малка (в скоби отбелязвам, че евентуалната криза би помогнала на Европа да се прости с редица илюзии и да се модернизира). Но, от тук и трудностите на България. Твърди се с право, че страната ни е малка и отворена, значи е изложена на външни шокове⁸.
- *Една метафора*: ние сме прикачени към ЕС. Той може да бъде сравнен с дебел кит, който плува в морето на международните финанси. Ние сме се прикачили като охлювче (на руски *улитка*) към него и плуваме заедно с него. Каквото стане с него това ще стане и с нас, разбира се може да се отделим и да паднем на дъното. Затова не бива много да мърдаме за да не паднем (да не станем у-литка). Освен ако не намерим друг кит да се закачим за него. Но прекачването е трудно. Вече го живяхме, от кита на СИВ към кита на ЕС, това прекачване се нарича преход, икономика на прехода.
- Поради „относителната си изостаналост” в банкирането и поради рудиментарност на финансовите услуги и „финансовата култура” страната ни засега не е засегната от кризата. За това помагат отчасти слабата дискреция на паричния съвет, както и консервативна политика на публичните финанси. Излишъкът и големият фискален резерв се оказват нещо много удачно за такава страна като нашата. В действителност те винаги са удачно нещо (разбира се, прав е Ганчо Ганчев, те избутват частните спестявания, които са по-ефективни, все пак пазарна икономика). От тук и опасностите от харченето, които винаги са свързани с политическия цикъл. Трябва много да се внимава със заплатите, зад които не стои произведен продукт.
- Опасността за кризата в България идва по-скоро в посока от реалната икономика към финансовия сектор, защото европейската икономика е крайно „забавена”, т.е. трябва да се подготвим за ниски равнища на растеж, това което имахме досега само ни разглези.

⁸ Като цяло прекаленият песимизъм е типичен за старата българската икономическа школа от студентски град, докато за новата икономическа школа от студентски град е типичен оптимизъм. Но това е характерна черта на тази школа, просто става въпрос за различни комбинации от елементи на комсомола и утилитаризма.

- Но пак за да дадем отговор на това възможно ли е криза в страната, трябва са се разсъждава просто, колко са спестяванията и колко са инвестициите. Докато инвестициите достигат до около 40 % от БВП, то спестяванията са около 15 – 16 %. Това е горе долу огледален образа на дефицита по текущата сметка + излишъка на публичните финанси. Разликата засега се пълни с капитали („спестявания“) отвън. Както ми напомни обаче Д-р Петър Чобанов в телефонен разговор, *тук не става въпрос за реални спестявания*, а в голямата си част само за пари, онези пари, които си напечатаха Феда, ЕЦБ и Банк России, онези пари, които сега никой не смята за спестявания. В този ред на мисли и еврофондовете са си само пари, зад тях не стои европейския спестител. И тъй като външните *истински* спестители едва ли умират от желание, а и едва ли дори знаят, че инвестират в България, то нещата в дългосрочен план не са така стабилни. Да не говорим, че вече тези спестители си дават сметка, че техните предпочитания са били манипулирани, и в момента се опитват да си ги възстановят (в това в действителност се състои кризата в САЩ, Европа и Русия). Интересно е, че редица икономисти бъркайки спестяванията с пари, т.е. с „псевдо-спестявания“ чрез редица иконометрични упражнения де опитват да разгадаят „някакви си пъзели на за разминаване между национални инвестиции и спестявания“. Вторият вариант е тази дупка да се запълни с наши си български пари, но това е най-бързият път към кризата и инфлацията, т.е. към ниските реални спестявания, т.е. към ниския растеж.
- Разбира се може да се разсъждава, доколко „майките“ на нашите банки са засегнати от кризата (има някои информации, но те засега не са загрижващи или поне се афишира ентузиазъм от държавна намеса, например френските банки, виж Figaro, за белгийските банки виж Le Soir, за италианските банки виж La Stampa). Тъй като нашите лихвени проценти плътно следват европейските, свиването на ликвидността в световната икономика първоначално момент има положително значение, защото свива кредитирането, оскъпява го, но това има и своите лоши последствия защото трупа дългове. Напомням, че външният местен дълг на нашите фирми и банки достига почти 90% от БВП. Това е опасно, това говори за голяма експозиция на бизнеса към външни шокове.
- Но, както и да погледнем, възможностите за реакция в България са малки, най-добрата стратегия е да „не се мърда много“, и хората да бъдат подготвени да понесат своя отговорност, отговорността на пазара, да бъдат наясно, че държавата, не е бог, и че всеки поема своите рискове. Това се отнася и до предприятия и финансовите дружества, било то банки и др. Например, АТБ ми могла да помисли (както това в момента се дискутира в Русия, Полша и Унгария, оставям настрана САЩ, където се реализира) да създаден частен кредитор от последна инстанция, фонд, чрез който взаимно да се подпомагат при криза. Възможно е да се мисли за подобни сключване на кризисни линии, или споразумения на ниво парични власти и правителство, със страни,

където засега има пари – било то Русия, било с Китай, било с арабските страни (или пък някакъв балкански пул на подкрепа). Трябва да се разшири паричния избор на населението, например да се стимулира и разбира пазара на злато (такова предложение даде преди години Путин, а тези дни Медведев в Магадан говори за спешността на тази мярка). Отново е време да се мисли за паралелна циркулация на еврото др.

- Що се отнася до задължителните резерви, те не трябва в момента да се понижават (както между другото не трябваше да се вдигат преди), защото освободените пари ще изтекат в чужбина много бързо⁹.
- Разбира се възможно е в краткосрочен план кризата въобще да не засегне България, и този случай в последствие да бъде сложен в учебниците по икономика (става въпрос за българските). Но, все пак в дългосрочен план (колко, да питаме Кейнс?), кризата не може да отминее никого, който консумира повече отколкото се произвежда. Тя му го напомня, че трябва да работи и в този смисъл е полезна.

⁹ Затова не съм съгласен с подобно предложение на д-р Ганчо Ганчев (Монитор), въпреки, че намирам за верни и много точни останалите изводи и идеи изложени в статията му. Група млади икономисти, Никола Кобарски и Илиан Браковски изказаха интересната идея, че единственият начин да се спре кризата, е да са напише на един камион – „Криза” и този камион да се спре от полицаи, пожарникар или от Меглена Кунева. Това според мен е пълна глупост. Всички знаят, че не може да стане.