

**ПЛОВДИВСКИ УНИВЕРСИТЕТ „ПАЙСИИ ХИЛЕНДАРСКИ”
ФАКУЛТЕТ ПО ИКОНОМИЧЕСКИ И СОЦИАЛНИ НАУКИ
КАТЕДРА „ИКОНОМИЧЕСКИ НАУКИ”**

АВТОРЕФЕРАТ

**НА ДИСЕРТАЦИОНЕН ТРУД
НА ТЕМА**

*„ПОСТКРИЗИСНИ ПРОМЕНИ ВЪВ ФИНАНСОВОТО
РЕГУЛИРАНЕ В ЕС: ВЪВЕЖДАНЕ И ПРИЛАГАНЕ НА
МАКРОПРУДЕНЦИАЛНИ ИНСТРУМЕНТИ“*

**ЗА ПРИСЪЖДАНЕ НА ОБРАЗОВАТЕЛНА И НАУЧНА СТЕПЕН
„ДОКТОР“ ПО ИКОНОМИКА ПО НАУЧНА СПЕЦИАЛНОСТ 05.02.01.
„ПОЛИТИЧЕСКА ИКОНОМИЯ“**

**ДОКТОРАНТ:
Огнян Митков Митев**

**НАУЧЕН РЪКОВОДИТЕЛ:
проф. Пламен Чипев**

Пловдив, 2017 г.

Дисертационният труд е обсъден на заседание и насочен за защита с решение на Катедрения съвет на катедра „Икономически науки” към Факултета по икономически и социални науки на ПУ „Паисий Хилендарски” гр. Пловдив от 04.09.2017 г.

Дисертационният труд е с общ обем 269 страници, от които въведение, три глави и заключение – 222 страници; използвана литература – 32 страници и приложения – 15 страници. В подкрепа на изложението са включени 24 таблици и 23 фигури. Библиографията включва 306 източника, от които 23 на български език, 271 източници на английски език, 1 източник на френски език.

Публичната защита на дисертационния труд ще се състои на 13.11.2017 г. в 126 каб. на ПУ „Паисий Хилендарски” гр. Пловдив на открито заседание на Научното жури.

Материалите по защитата са на разположение в Библиотека на ПУ „Паисий Хилендарски” гр. Пловдив.

СЪДЪРЖАНИЕ

1. ОБЩА ХАРАКТЕРИСТИКА НА ДИСЕРТАЦИОННИЯ ТРУД	2
1.1. Актуалност на темата	2
1.2. Основна цел и задачи на изследването	4
1.3. Обект и предмет на изследването	4
1.4. Изследователска теза.....	5
1.5. Методология на изследването	5
1.6. Ограничения в обхвата на изследване	5
2. СТРУКТУРА И СЪДЪРЖАНИЕ НА ДИСЕРТАЦИОННИЯ ТРУД.....	5
3. КРАТКО ИЗЛОЖЕНИЕ НА ДИСЕРТАЦИОННИЯ ТРУД.....	8
3.1. ПЪРВА ГЛАВА. Теоретични подходи и обосновка на финансовото регулиране.....	8
3.2. ВТОРА ГЛАВА. Пруденциалното финансово регулиране след Глобалната финансова криза: стандарти, политика, инструменти.	17
3.3. ТРЕТА ГЛАВА. Прилагане на макропруденциалните буфери за системен риск в ЕС. 23	
3.4. Заключение.....	27
4. ПРИНОСИ В ДИСЕРТАЦИОННИЯ ТРУД	31
5. СПИСЪК НА ПУБЛИКАЦИИТЕ ПО ТЕМАТА И ПРОБЛЕМАТИКАТА НА ДИСЕРТАЦИОННИЯ ТРУД	32

1. ОБЩА ХАРАКТЕРИСТИКА НА ДИСЕРТАЦИОННИЯ ТРУД

1.1. Актуалност на темата

Глобалната финансова криза от 2008-ма година постави на преден план уязвимостите в стабилността на финансовите системи в развитите и развиващите се икономики по света. Подобни шокове не са непознати, но за пръв път в икономическата история наблюдаваме финансова криза от такъв мащаб, която да засегне с такава скорост толкова много икономики. С изключение на няколко регионални финансови кризи и сравнително кратка рецесия в САЩ, двете десетилетия преди нея се характеризират с висок икономически растеж и стабилност. Не малък принос за това има финансовата индустрия, черпеща сили от процесите на либерализация и иновация в условията на силно глобално търсене на инвестиционни инструменти. Въпреки това под повърхността се натрупват уязвимости, които някак си остават скрити в сянката на спекулативен балон на пазара на недвижими имоти и вярата в една нова безрискова

реалност. Спукването на балона на недвижими имоти създава верижна реакция на загуби като най-засегнати се оказват финансовите институции, издаващи рискови ипотечни заеми и дериватни финансови инструменти, базирани на тях. Спадът в цените на имотите дава началото на ефект на домино, обезценявайки активите, обвързани с тях. Началният шок разкрива, че нивото на поетия в системата риск е прекалено голямо, връзките между финансовите институции са многобройни и дълбоки, финансовите инструменти са твърде сложни, а нивата на капитал прекалено ниски. Загубата на стойност, създадена от корективната фаза отстъпва място на паника, която задвижва ендегенен обезценителен процес, чиито краен резултат е ситуация на несигурност и своеобразно „замразяване“ на финансовите пазари с негативни последици за реалната икономика и висока фискална цена.

Изпъква острата необходимост от промени в регулирането на финансовите институции с оглед предотвратяването на бъдещи кризи. Преди кризата, финансовите институции не отчитат потенциалната опасност за стабилността на системата от инвестиционните си решения, създавайки отрицателни външни ефекти. Натрупаният системен риск и прекалената концентрация на регулаторните и надзорни органи към индивидуалното състояние на поверените им единици води до пренебрегването на стабилността на системата като цяло. Освен това поради високата взаимосвързаност негативните ефекти са пренасят и в части, които не са били засегнати от първоначалния шок. Централно място в глобалната инициатива за реформа във финансовото регулиране е отделено на изграждането и въвеждането на нови стандарти за пруденциално регулиране, които да поставят акцент върху макропруденциалния му аспект, имащ отношение към поддържането на стабилността на цялата финансова система.

Актуалността на проблема се обуславя от въвежданите промени във финансовото регулиране в ЕС. Налице са множество законодателни и институционални промени, които оказват влияние върху финансовата система и реалната икономика, като целта им е основно постигането на стабилност и предотвратяването на кризи. По-конкретно, макропруденциалните инструменти в ЕС се въвеждат чрез Единния наръчник, който е един от елементите на новоизграждащия се Банков съюз. Съставните елементи на наръчника поставят основите на макропруденциалната политика в страните членки, включително и България. Прилаганите инструменти, повечето от които са продукт на международни стандарти, са сравнително нови и непознати. Тъй като от тяхното приложение зависи ефективното ограничаване на системния риск,

техният дизайн, приложение и ограничения следва да бъдат изследвани.

1.2. Основна цел и задачи на изследването

Целта на дисертационния труд е да се анализират рисковете за финансовата система и да се анализират възможностите за ограничаването му чрез прилагането на промените във макропруденциалното финансово регулиране в ЕС. За постигането на така формулираната цел основните задачи в дисертационното изследване се свеждат до:

- Преглед и критичен анализ на основните теоретични концепции за финансово регулиране и пазарните дефекти, причиняващи системен риск за финансовата система;
- Определяне на уязвимостите, довели до Финансовата криза от 2008 г., с оглед мотивираната от нея инициатива за реформа на финансовото регулиране;
- Анализ на промените във финансовите регулации в ЕС, като отговор на Финансовата криза;
- Анализ на създадените като част от глобалната инициатива за регулаторна реформа макропруденциални инструменти;
- Сравнителен анализ на прилагането на макропруденциалните инструменти, обект на изследването, в страните членки на ЕС ;
- Анализ на въведените в България капиталови буфери и оценка на възможностите за тяхното калибриране;
- Изследване на възможностите за конфликти между различните инструменти и посочване на конкретните проблемни точки;
- Посочване на потенциални слабости на макропруденциални инструменти, които възпрепятстват тяхното ефективно прилагане и формулиране на конкретни предложения за отстраняването им.

1.3. Обект и предмет на изследването

Обект на изследването е финансовото регулиране, разгледано през призмата на ролята му за ограничаване на системния риск и осигуряване на стабилност на финансовата система. В допълнение, обектът е ограничен до промените във финансовото регулиране в ЕС след Глобалната финансова криза (ГФК), имащи отношение към макропруденциалния му аспект.

Предмет на изследването е приложението на макропруденциални капиталови инструменти за ограничаване на системния риск и постигане на финансова стабилност

в държавите членки на ЕС.

1.4. Изследователска теза

Основната теза, защитавана в дисертационния труд е, че фокусирането върху стабилността на отделните финансови институции и пренебрегването на макропруденциалният аспект на регулирането оставя некоригирани пазарни дефекти, които, в условията на съвременната глобална финансова система, биха могли да доведат до финансова криза.

1.5. Методология на изследването

Методологията за постигане на поставената цел в дисертационното изследване се базира на дескриптивен, исторически, критичен, корелационен и сравнителен анализ, анализ на статистически данни, както и математически модел. Моделирани са връзки между индикатори, които позволяват да се изследва възможността за калибрирането на отделни макропруденциални инструменти. Дисертационното изследване включва и набор от изследователски средства като литературен обзор, графично и схематично представяне на тенденции и характеристики, систематизиране на емпирични данни и прогностична оценка.

1.6. Ограничения в обхвата на изследване

Първо, фокусът на изследването е поставен върху капиталовите буфери за ограничаване на системен риск. Изборът е мотивиран от способността им да се използват за постигането на множество цели на макропруденциалната политика, възможността за ограничаването на структурното и цикличното измерение на системния риск, както и използването им във всички страни членки на ЕС.

Второ, ограничен е обхвата на анализ на изграждането на Банков съюз в ЕС, като той е разгледан от гледна точка на произтичащите от него промени в макропруденциалното регулиране. Причината е, че неговите елементи се отнасят по-скоро до микропруденциалния надзор, защитата на влогове и преструктурирането на финансови институции. Това не важи за четвъртия му елемент – Единния наръчник - поради въведените чрез включените в него нормативни актове макропруденциални инструменти.

Трето, анализът на финансовите регулации е ограничен до тези, имащи отношение към макропруденциалната политика и инструменти.

2. СТРУКТУРА И СЪДЪРЖАНИЕ НА ДИСЕРТАЦИОННИЯ ТРУД

Дисертационният труд е с общ обем 252 страници, от които въведение, три

глави и заключение – 205 страници; използвана литература – 32 страници и приложения – 15 страници. В подкрепа на изложението са включени 24 таблици и 23 фигури. Библиографията включва 306 източника, от които 23 на български език, 271 източници на английски език, 1 източник на френски език. В композиционно отношение дисертационният труд е организиран в следната структура:

СЪДЪРЖАНИЕ 1

СПИСЪК НА ТАБЛИЦИ И ГРАФИКИ 4

СПИСЪК НА СЪКРАЩЕНИЯ 7

ВЪВЕДЕНИЕ 8

ПЪРВА ГЛАВА - ТЕОРЕТИЧНИ ПОДХОДИ И ОБОСНОВКА НА ФИНАНСОВОТО РЕГУЛИРАНЕ 13

1. Теоретични подходи към финансовото регулиране и финансовите кризи 13

1.1. Теория на публичния интерес 16

1.2. Теория на частния интерес 21

1.3. Теория на втория най-добър избор 25

1.4. Теория за правата на собственост/транзакционни разходи (Роналд Коуз) 26

1.5. Хипотеза на финансовата нестабилност (Financial instability hypothesis) 28

2. Пазарни дефекти, водещи до системна финансова криза 30

2.1. Негативни външни ефекти на финансовите пазари 31

2.1.1. Външни ефекти, свързани със стратегически допълвания 35

2.1.2. Външни ефекти, свързани с принудителни продажби на активи. 37

2.1.3. Външни ефекти, свързани с взаимосвързаността 41

2.2. Проблеми на представителството и асиметричната информация 43

2.3. Промяна в пазарните настроения и спекулативни балони 48

2.4. Системен риск 49

2.4.1. Измерения на системния риск 52

3. Фактори за възникването на Глобалната финансова криза от 2008 г. 53

3.1. Фактори, довели до натрупване на уязвимости в системата 54

3.2. Финансова либерализация и дерегулиране 66

3.3. Спекулативен надуване на цените на активи 72

3.4. Финансови иновации 76

Обобщение 82

ВТОРА ГЛАВА – ПРУДЕНЦИАЛНОТО ФИНАНСОВО РЕГУЛИРАНЕ СЛЕД ГЛОБАЛНАТА ФИНАНСОВА КРИЗА: СТАНДАРТИ, ПОЛИТИКА, ИНСТРУМЕНТИ.

1. Международни стандарти на пруденциалното финансово регулиране 86
 - 1.1. Международните пруденциални стандарти на Базелския комитет по банков надзор 90
 - 1.1.1. Първата и втората версия на пруденциалните стандарти на Базелския комитет и техните недостатъци 91
 - 1.1.2. Промени в стандартите, мотивирани от Глобалната финансова криза 97
 - 1.2. Процикличност на финансовата система 99
 - 1.3. Въвеждането на стандартите на Базелския комитет по банков надзор в ЕС 100
2. Макропруденциално регулиране, политика и инструменти 103
 - 2.1. Пруденциално регулиране 103
 - 2.1.1. Микропруденциално регулиране 105
 - 2.2. Макропруденциална политика 106
 - 2.2.1. Цел на макропруденциалната политика 106
 - 2.2.2. Роля и ограничения на макропруденциалната политика 108
 - 2.2.3. Склонност към бездействие и принцип на „направлявана преценка“ 110
 - 2.3. Макропруденциална политика в ЕС 112
 - 2.3.1. Органи, имащи отношение към макропруденциалната политика в ЕС 113
 - 2.3.2. Постановяне на междинни цели на МП и привеждане в действие на инструменти 116
 - 2.4. Макропруденциални инструменти и оценка на системния риск 118
 - 2.4.1. Капиталови изисквания 119
 - 2.3.2. Ранно предупреждение за кризи и оценка на сигнализиращата способност на индикаторите 121
 - 2.3.3. Оценка на системната значимост на финансови институции 127
3. Финансови регулации в ЕС, въвеждащи макропруденциалните инструменти 128
 - 3.1. Изграждане на банков съюз в ЕС 128
 - 3.2. Макропруденциални капиталови буфери в ЕС 134
 - 3.2.1. Антицикличен капиталов буфер 136
 - 3.2.2. Отклонение на съотношението Кредит/БВП от дългосрочния му тренд като индикатор за буфера при определяне нивото на АЦБ 142
 - 3.2.3. Буфер за други системно значими институции 149
 - 3.2.4. Проблеми при използване на стандартната методология на ЕБО 153
 - 3.2.5. Буфер за системен риск 155

Обобщение 157

ТРЕТА ГЛАВА – ПРИЛАГАНЕ НА МАКРОПРУДЕНЦИАЛНИТЕ БУФЕРИ ЗА СИСТЕМЕН РИСК В ЕС 163

1. Прилагане на антицикличния капиталов буфер в ЕС 163
 - 1.1. Различия в прилагането на антицикличния буфер в държавите членки на ЕС и Норвегия 165
 - 1.2. Прилагане на антицикличния капиталов буфер в България 174
 - 1.3. Оценка на индикатори за антицикличния буфер в България 177
 - 1.4. Съвкупен индикатор за финансов цикъл 191
2. Прилагането на буфера за други системно значими институции 197
 - 2.1. Оценяване на системна значимост преди методологията на ЕБО 198
 - 2.2. Национални особености при приложението на стандартната методология на ЕБО за оценка на системна значимост 199
 - 2.3. Значението на праговете на системна значимост 204
 - 2.4. Прилагане на буфера за Д-СЗИ в България 206
 - 2.4.1. Сравнителен анализ на различни варианти на теглови коефициенти 209
 - 2.4.2. Фактори, влияещи върху формирането на оценката на системна значимост 211
3. Прилагането на буфер за системен риск в ЕС 214
 - 3.1. Роля на буфера за системен риск в допълването на буфера за други системно значими институции 217

Обобщение 219

ЗАКЛЮЧЕНИЕ 224

ДЕКЛАРАЦИЯ 230

ИЗПОЛЗВАНА ЛИТЕРАТУРА: 231

ПРИЛОЖЕНИЯ 264

3. КРАТКО ИЗЛОЖЕНИЕ НА ДИСЕРТАЦИОННИЯ ТРУД

3.1. ПЪРВА ГЛАВА. Теоретични подходи и обосновка на финансовото регулиране.

В първа глава, в три последователни части се разглеждат следните проблеми:

1. Прави се аналитичен преглед на основните теоретични концепции за финансово регулиране и финансови кризи, факторите за тяхното зараждане и последствията от това.
2. Извършен е преглед и критичен анализ на основните теоретични концепции за финансово регулиране и различните пазарни дефекти, причиняващи системен

риск, като особено внимание е отделено на външните ефекти и отражението им върху стабилността на финансовата система.

3. Анализирани са проявите и ролята на факторите, довели до създаването на финансови кризи, мотивирали глобалната инициатива за реформа на финансовото регулиране. В анализа са включени и процесите на финансова либерализация като стимул за поемането на неустойчиви нива на риск и неговото подценяване под влиянието на финансовите иновации и спекулативните балони на активи.

Първият параграф е посветен на теоретичните подходи към финансовите кризи и финансовото регулиране. Начало на анализа в параграфа е дадено с теориите на финансовото регулиране, като се разглеждат в детайли основополагащите им принципи, с оглед съпоставянето на противопоставящите се обосновки за необходимостта от регулиране.

Теорията за публичния интерес разглежда регулирането като ограничаване влиянието на отделните агенти на пазари с несвършена конкуренция с оглед повишаването на общата ползност. Допуска се, че ограничаването на монополистичната конкуренция и външните ефекти се извършва от добре информиран и способен регулаторен орган, чиято основна цел е подобряване на благосъстоянието на обществото. Според поддръжниците на теорията на публичния интерес, свободният пазар не е способен да постигне оптимално разпределение на ресурсите. В нейната основа стоят двете теореми на благосъстоянието, според които всяко конкурентно равновесие води до оптимално разпределение на ресурсите по критерия на Парето и обратното. За тяхното изпълнение, обаче, се правят множество допускания, изискващи свършена конкуренция на пазара. Теорията на втория най-добър избор търси практично решение на проблема с оптималното разпределение, като допуска че е възможно въздържането от действие или дори представянето на допълнителен контриращ пазарен дефект да е по-добър вариант от тяхното ограничаване. Оптималността на разпределението зависи от наличието на свършена конкуренция, а тя не е възможна без свършена информация. Произтичащите от нейната липса проблеми на морален риск, неблагоприятен подбор и проблеми на представителството са от изключително важно значение за финансовото регулиране и държавата следва да ограничава тяхното проявление.

От друга страна, регулаторната намеса не е единственият начин за това, както твърдят представителите на теорията на частния интерес, които отричат способността

на държавата в коригирането на пазарните дефекти. За поддръжниците на икономическата теория на регулирането държавната намеса е услуга, която се прилага в полза на заинтересованата група с най-много влияние. Алтернатива предлага Роналд Коуз, който включва и транзакционните разходи в търсенето на оптимално разпределение. Външните ефекти на пазара могат да бъдат разрешени чрез частно договаряне между засегнатите страни, като е необходимо съществуването на законоустановени права.

В критиката към неокласическия синтез се присъединява и Хайман Мински с неговата хипотеза за финансова нестабилност, в чиято основа стоят финансовите пазари. Според него капиталистическата икономика е изначално нестабилна, но той не отхвърля капитализма, а предлага неговото управление. Важна роля играят очакванията за бъдещето, влияещи на настоящето, като тази зависимост е още по-важна в условия на несигурност и сложна финансова система. В теорията на Мински парите се превръщат в реални инвестиции, които отново се превръщат в пари. Хипотезата за финансова нестабилност представя ендогенна динамика, продиктувана от пазарните настроения и очаквания, която има силно изразен усилващ ефект.

Вторият параграф на дисертационното изследване разглежда външните ефекти, като източници на системен риск и финансова нестабилност. Между финансовите институции съществуват множество на брой, сложни връзки, като тази взаимосвързаност създава възможност за пренасяне на затруднения и негативни вторични ефекти. Следователно решенията взети на индивидуално ниво оказват влияние върху останалите участници в системата, чиято стабилност е от значение не само за тях, но и за реалната икономика. В случай на фалит е възможно разходите за обществото да превишат частните като проявление на негативни външни ефекти.

Основните причини за нуждата от финансово регулиране са свързани с коригирането на пазарните дефекти, разгледани през призмите на защитата на потребителите на финансови услуги и осигуряването на стабилност за системата. Във връзка с първата, регулаторната дейност е насочена главно към ограничаване проблемите на представителството и асиметричната информация в рамките на една институция. От друга страна, ограничаването на външните ефекти цели да се редуцират рисковете за системата. Ефективното финансово регулиране следва да отчита както индивидуалното, така и системното измерение на пазарните дефекти без да се пренебрегва нито едно от тях. В противен случай, е възможно натрупването на неустойчиво високи нива на риск, които да компрометират стабилността.

Показано е как външните ефекти могат да създадат системен риск когато пред пазарните участници са налице стимули за стратегическо координиране на техните действия. Взаимното допълване на взетите решения усилва кредитния цикъл и волатилността на цените на активите, а повишената конкуренция води до повсеместно понижаване на кредитните стандарти. Налице е мотивация за корелиране на рисковите им профили, като подобна концентрация увеличава вероятността за държавна помощ в случай на криза.

В периоди на несигурност се създава натиск за ликвидиране на активи, като тяхната принудителна продажба, на ниво отделна институция, потиска цените и усилва шока, влошавайки позицията на първоначално незасегнати агенти.

Способността на последните за набиране на нов капитал или дълг може да е ограничена, тъй като е възможно и масово изтегляне на кредитори. Съкратените експозиции допълнително потискат цените и създават условия за нови загуби у всички инвеститори. Макропруденциалният аспект на този вид външни ефекти се изразява в поемането на неустойчиво високи нива на дълг и създаването на ценови балони, тъй като не се отчитат действията на останалите участници в системата.

Външни ефекти са налице и при движението на негативните ефекти вътре в системата посредством създадените между институционални връзки, като това често става чрез обезценяване на определени активи, чието притежание е широко разпространено. Възможно е да се наблюдава и загуба на функционалност на кредитния пазар, причинена от шок в реалната икономика. В такъв случай финансовите институции избягват да кредитират частния сектор поради влошените икономически условия и повишения кредитен риск. Архитектурата на финансовата система действа като усилващ механизъм, чието значение расте с броя и дълбочината на връзките в нея. Колкото повече са те, толкова по-устойчива е тя към индивидуални проблеми, но това се постига за сметка на по-лесното пренасяне на негативни ефекти между отделните елементи. Качествата на системата, които ѝ позволяват да абсорбира малките шокове, я правят уязвима когато броят или силата на тези събития нарасне. Следователно външните ефекти на взаимосвързаността се наблюдават когато институциите не отчитат влиянието на своите действия върху кредиторите на своите кредитори.

Пренебрегването на рисковете от неочаквани събития (tail risks) също води до външен ефект, тъй като диверсифицирането на индивидуалния риск създава усещане за сигурност, което формира среда на предполагаема сигурност, стимулираща експанзия на поетите експозиции

Проблемът на морален риск възниква в ситуации, в които ползата и рискът от определено действие не се споделят по равно от участващите лица. Той съществува между финансовите институции и техните кредитори поради неефективността на последните да контролират дейността на първите. От друга страна, морален риск е налице и в отношенията между финансовите институции и техните регулатори, особено когато съществува гаранция за депозитите или друг елемент на финансовата осигурителна мрежа, който поставя държавата в ролята на застраховател. За да бъде застрашена финансовата стабилност трябва да е налице определена полза от неговото поемане, която значително да превишава потенциалните разходи за това.

Специфично за проблемите на асиметричната информация е, че след достигането на определено ниво на поет риск, се губят стимулите за неговото ограничаване. Дава се началото на нестабилна ендегенна динамика, в която разширението на баланса постепенно намалява предлагането на нискорискови активи и поетият риск се увеличава. Докато съществува положителна разлика между очакваните ползи и разходи, моралният риск може да се развива. Предоставената от държавата гласна или негласна гаранция за намеса в случай на нужда също стимулира рисково поведение. Освен моралния риск синдромът на „too-big-to-fail“ (твърде големи, за да фалират) увеличава и риска за стабилността на системата.

Разгледана е и ролята на пазарните настроения и спекулативни балони, като усилващи ценовата волатилност и отдалечаващи пазара от фундаменталната стойност на активите под влиянието на убежденията на самите пазарни участници. Несигурността е постоянен спътник на решенията на участниците на пазара. Смяната на оптимизъм с песимизъм бележи обръщането на пазарните настроения, като инвестиционните решения отново се откъсват от фундаментална си стойност, но този път резултатът е нейното подценяване. Повратните точки на този цикъл представляват моменти на препоредена и достъпна информация, докато движенията между тях – откъсване от нея. При доминиране на пазарните настроения постигането на устойчиво равновесие трудно постижимо.

Пазарните дефекти, водещи до системен риск позволяват определянето на двете основни негови измерения – времево (циклично) и моментно (структурно). Докато първото е свързано с постепенното натрупване на уязвимости в системата и разглежда колективните действия на агентите, второто се интересува от разпределението на уязвимостите в системата в един определен период от време. От разгледаните в този параграф източници на системен риск към тези допринасящи за цикличното му

измерение може да се причислят: прекомерният ливъридж; неустойчивата ликвидна позиция; волатилността на финансовите пазари; неправилната преценка за рисковете през различните фази на цикъла. По същият начин структурните уязвимости в системата могат да бъдат свързани с: нестабилността и размерът на системно значимите институции; високата концентрация на експозиции или източници на финансиране; взаимосвързаността между институциите.

Третият параграф изследва макроикономическите, регулаторни и институционални фактори довели до възникването на Глобалната финансова криза от 2008 г., като конкретно внимание е отделено на процесите на дерегулация, финансова либерализация и иновация.

В годините преди Кризата се наблюдава процес на трансформиране на развиващите се икономики от заематели в нетни кредитори на международните капиталови пазари, като наблюдаващото се глобално пренасищане с капитал води до неவிжданo търсене на финансови инструменти в развитите страни. Експанзивната парична политика и сравнително високата възвръщаемост на инвестициите в последните страни също допринасят за увеличаването на **глобалните дисбаланси** по текущата и капиталовата сметка. Ниските нива на реалните лихвени проценти стимулират растежа, но наред с това качеството на търсещите финансов ресурс начинания, както и кредитните стандарти на финансовите институции, постепенно се влошават, подбудени от илюзията за непрекъснато растящи цени на активите. Подобни кредитни експанзии обикновено съпътстват сериозните финансови кризи.

В случая на Глобалната финансова криза уязвимости се натрупват в пазара на рискови ипотечни кредити, чиито ръст става възможен тъй като кредитиращите институции не отчитат въздействието на своите действия върху стабилността на цялата система. Корекцията на пазара на недвижими имоти в САЩ преди Кризата води до покачване на необслужваните експозиции от този тип, което на свой ред намалява стойността на базираните на тях дериватни инструменти.

Обърнато е внимание на **доминиращата увереност в стабилността на пазара и фундаменталната обосновааност на цените**, както и факта че евентуален спад в цените на имотите е считан за изключително рядко и почти невъзможно събитие. Американската държава допринася към спекулативния балон на цените на имотите чрез субсидирането на търсенето.

Въпреки разбирането предимствата на развитите икономики в управлението на риска на финансовите пазари, това не пречи на натрупването на уязвимости, като един

от **съществените пропуски на регулаторната и надзорна дейност** е допускането на високи нива на ливъридж от страна на финансовите институции чрез използваните от тях задбалансови дружества за секюритизация. В допълнение, възплътеният в дейността на агенциите за кредитен рейтинг конфликт на интереси, според който тяхната полза зависи от тези чиито риск е подложен на оценка, се оказва една от основните причини за широкото подценяване на кредитния риск. Използваните от агенциите модели за оценка също не отчитат потенциалния системен шок като резултат от спад в цените на недвижими имоти, като той е считан за малко вероятен преди Кризата. Добрите практики за ограничаване на риска и използването на детайлна информация са пренебрегнати. Резултатът е ръст на финансовите инструменти, обезпечени с второкласни ипотекни с високи кредитни рейтинги. В допълнение, чрез технологията на транширане, финансовите институции и техните извънбалансови дружества комбинират рисковите части от съществуващи инструменти в нов, дериватен финансов инструмент, който отново получава висок кредитен рейтинг чрез приложените модели.

Глобалната финансова система се характеризира с високо ниво на **взаимосвързаност**, като кризисното събитие се пренася в Европа чрез експозициите към второкласните ипотечни инструменти в САЩ, чието търсене е било подхранено от издаването на ценни книжа, държавен дълг и краткосрочни пасиви деномирани в долари. Финансовата интеграция на развитите икономики, чрез споделяне на риска и по-лесен достъп до финансиране, следва да изглади техните бизнес цикли, но връзките помежду им създават канали за трансмисия на външни за участниците кризи.

За да се освободят от риска от падежно несъответствие, финансовите институции използват **задбалансови инвестиционни дружества**, но репутацията на първите е от съществено значение, поради което те рядко оставят последните да фалират. Ролята на тези „банки в сянка“ е да инвестират в дългосрочни активи използвайки краткосрочно финансиране, зависещо от непрекъснато подновяване на дълга за продължаване на дейността, като те често поемат нива на дълг, които са по-високи от оптималните за обществото.

Финансовата либерализация включва дерегулирането на капиталовата сметка, финансовия сектор и пазарите на ценни книжа, като фокусът обикновено е върху стимулирането на конкуренцията. Потенциален неин негативен ефект е влошаването на проблемите на моралния риск и стимулиране поемането на неустойчиво високи нива на риск, като той може да бъде ограничен чрез прилагането на пруденциални регулации. Неолибералната дерегулативна инициатива по премахване на закона Глас-Стийгъл,

върщайки рисковите дейности в обхвата на дейността на търговските банки, сигнализира, че регулираните агенти са способни да управляват поетите рискове без намесата на държавни регулатори. Същевременно потенциалните рискове от сложността на финансовите инструменти и дериватните пазари остават на заден план.

Спекулативното нарастване на цените на недвижими имоти представлява труден за разрешаване проблем, поради двойствената му природа. От една страна е налице опасност от финансова криза, но от друга страна процесът е двигател за икономическа активност и е възможно регулаторите да се въздържат от действие, което често е сигнал за регулаторен плен. Спекулативният балон, сам по себе си, не винаги води до финансова криза, но опасността възниква когато той е съпътстван от прекомерен кредитен растеж.

Финансовите иновации също играят важна роля при формирането на Кризата, като асиметричната информация, сложността и неяснотата на новите финансови инструменти може да доведе до подценяване на техния риск. Неговото разпределяне чрез процеса на секюритизация не винаги води до по-стабилна система, а просто го концентрира в по-слабо регулирани сектори. В процеса на създаване и секюритизация на ипотечни кредити са налице множество пазарни дефекти водещи до сериозна загуба на благосъстояние и създаването на погрешни стимули пред финансовите институции.

Сложността на крайните дериватни инструменти се увеличава при прилагането на модела на създаване-разпространение (**originate-to-distribute**), позволяващ бързата продажба или секюритизиране на кредити чрез пакетиране на траншове от ценни книжа с различни рискове, което допълнително увеличава сложността на крайните дериватни инструменти, правейки съдържанието им непонятно, рисковата оценка – невъзможна. Наред с увеличената взаимосвързаност са налице и проблеми на моралния риск, като поставеният акцент върху обема на продажбите влияе негативно върху качеството на процеса на проучване на заемополучателите.

Финансовите иновации носят и значителни рискове за стабилността на финансовата система и икономика, главно чрез възможността за подценяване на рисковете, свързани с тях и преувеличение на способността им да намаляват уязвимостта и да повишават ефективността на предлаганите услуги.

Финансовите пазари са податливи на нестабилна ендегенна динамика, подвластна на груповото поведение на участниците, което в условията на несигурност има силно усилващо действие. Като резултат от него се формират и спекулативни балони, които в комбинация с процеса на финансова либерализация, създават условия

за поемането на повече риск от страна на финансовите институции. В допълнение, финансовите иновации допринасят за сложността и непрозрачността на връзките в системата.

Финансовата стабилност не може да бъде постигната чрез концентрирането върху само един пазарен дефект или само върху стабилността на отделните финансови институции. Свидетелство за това е последната финансова криза. Факторите, довели до нейното създаване, не са ограничени до определен вид, а обхващат множество източници, свързани с различни пазарни дефекти.

Глобалната финансова криза е адекватен пример за край на период на усилена финансово-иновационна дейност, довела до неவிждани обеми на търгуване на сложни структурирани финансови продукти, чиято двигателна сила не бяха фундаментални фактори на растеж, а по-скоро благоприятната среда за развитието на факторите, водещи до външните ефекти.

Не бихме могли да посочим един основен фактор за кризата, тъй като който е да изберем множество източници на риск остават. Глобалната финансова криза е едновременно криза на моралния риск, на високия ливъридж, на регулаторния провал, финансовите иновации и дерегулацията. Източниците на риск за финансовата стабилност постоянно променят своя интензитет и състав, но това което остава постоянно е необходимостта от ограничаване на саморазрушителните стимули пред пазарите участници и създаващите се чрез тяхното взаимодействие в системата външни ефекти. Провалът на доверието в тяхната саморегулираща способност потвърждава мястото за държавна намеса, с оглед постигането на финансова стабилност. Регулаторният отговор за избягване на повторен глобален кризисен епизод трябва да включва грижата за разумното отношение към риска и устойчивостта към шокове, но не само за всяка отделна институция, а и на системно ниво. Централно място в него следва да заеме подобрието на капиталовата позиция и ликвидността на финансовите институции, имайки предвид разнообразието от възможни източници на уязвимост. Тази промяна не може да бъде извършена без реалистична представа за поетия риск, като важно условие е нейната безпристрастност. Следователно регулаторните решения трябва да отчитат пазарните дефекти на асиметричната информация, външните ефекти, както и възможността за нестабилност в резултат на промяна в пазарните настроения. Резултат от взаимодействието на рисковите фактори е системния риск за финансовата стабилност, като ефективният регулаторен отговор следва да отчита и двете му измерения.

3.2. ВТОРА ГЛАВА. Пруденциалното финансово регулиране след Глобалната финансова криза: стандарти, политика, инструменти.

След като в предишната глава бяха разгледани факторите, водещи до финансова криза и външните ефекти, като източници на системен риск, възниква въпросът как да бъдат ограничени рисковете и как да се предотврати следващият системен шок. Пруденциалното финансово регулиране цели да осъществи тази задача, като в непрекъснатото изпълнение на задълженията си претърпява изменения, които следва да помогнат на регулаторните органи да отговорят по-ефективно на нови рискове.

Втора глава анализира недостатъците на предишните версии на международните стандарти за пруденциално финансово регулиране. Също така е обърнато внимание на макропруденциалната насоченост на последната тяхна версия, чието създаване бе мотивирано от Глобалната финансова криза. Представена е концепцията за макропруденциално регулиране и политика, като са разгледани нейните цели, ограничения, инструменти и институции при изграждането ѝ в ЕС. Анализирани са въведените в законодателството на ЕС макропруденциални капиталови буфери за ограничаване на системния риск, като е изследвана възможността за проблеми и недостатъци в тяхната приложимост.

Първият параграф разглежда инициативата за глобална регулаторна реформа, включваща засилването на макропруденциалното измерение на регулирането и подобряване на устойчивостта на институциите към системни шокове. В нея е поставен акцент върху ограничаване на процикличността и системните рискове, като понасянето на загубите на финансовите институции се извършва първо от техните собственици и кредитори. Освен това, са повишени рисковите тежести на някои активи в търговския портфейл и са въведени международно хармонизирани стандарти за ликвидност. Основните насоки на тази реформа включват: повишаване на прозрачността и отчетността; насърчаване на добро регулиране; насърчаване на почтеността на финансовите пазари; подсилване на международното сътрудничество; реформиране на международните финансови институции. Координирането на дейността по разработване и наблюдаване на процеса по въвеждане реформата се извършва от Съветът за финансова стабилност, в качеството му на международна организация с подобро управление, автономност и капацитет, но чиито функции не включват ролята на глобален финансов регулатор

Подобряването на устойчивостта на финансовите институции и ограничаването на поемания от тях риск е задача на пруденциалните стандарти за финансово

регулиране, чието преразглеждане е един от основните елементи на инициативата за реформа. С оглед постигането на ясно разбиране на проблемите на практическите проблеми на финансовото регулиране са анализирани недостатъците на предишните версии на пруденциалните стандарти, В допълнение, това изследване следва да определи и възможни причини за допускане на неустойчиво високи нива риск, довели до последната финансова криза.

Първоначалното въвеждане на пруденциалните стандарти на Базелския комитет по банков надзор постига бърз успех поради техния опростен подход към рисковото провизиране, като това води до повишаване на международната конкуренция. Както бе посочено в предишната глава, подобна тенденция, заедно с уеднаквяването на правилата, води до натрупване на рискове и множество нови трудно проследими връзки във финансовата система. Стандартите Базел 1 пренебрегват финансовите иновации, позволяват запазването на регресни икове в задбалансовите инструменти и, най-вече, не осигуряват съразмерното ограничаване на поетите рискове чрез изискванията за капитал. Опростената им рамка е основният им недостатък, тъй като не мотивира ограничението на поемания риск. Цикличната връзка между финансовата и реалната икономика може да бъде подсилена чрез динамиката на регулаторните капиталови изисквания в различните фази на развитие на цикъла, както и чрез начините за измерване на риска и проблемите на моралния риск.

Постепенното усъвършенстване на стандартите чрез тяхната втора официална версия включва други форми на риск, преодолява лесното заобикаляне на изискванията и промотира регулиране чрез вътрешнорейтингови модели, с оглед постигането на адекватна рискова чувствителност. Тези модели, обаче, не особено надеждни. Ограничаването на възможностите за регулаторен арбитраж става паралелно с липсата на интерес към подлежащите на секюритизация инструменти, както и с разширяване ролята на агенциите за кредитен рейтинг, чиито проблеми на представителството бяха в основата на неадекватната оценка на риска. Съществена промяна е използването на тристълбовата структура за определяне на капиталовите изисквания, която съчетава минимални капиталови изисквания, индивидуална оценка на капиталовата адекватност, както и дисциплиниращата роля на контрагентите на финансовата институция по отношение на поетия от нея риск.

Въпреки че основната цел на Базел 2 е да повиши рисковата чувствителност на правилата, в процеса на тяхното приложение се натрупват подценени рискове. Процикличността на капиталовите изисквания, използващи външни и вътрешни

кредитни рейтинги, създава фалшиво усещане за стабилност чрез понижаване на рисковите тежести в периоди на експанзия. Освободеният капитал търси приложение, което може да допринесе за прекомерно поемане на риск. Устойчивостта на финансовите институции се влошава, когато те имат най-голяма нужда от нея – преди шока, коригиращ експанзията. Процикличността на изискванията е налице и в двете версии на стандартите. Базел 2 са и микропруденциално насочени, защото процесът на секюритизация прехвърля риска извън балансите на финансовите институции, като по този начин не се отчита системния риск. Въпреки, че втората версия на стандартите е критикувана за неадекватното си приложение за развиващите си икономики, пропуските бяха най-сериозни в развитите страни, имащи най-голямо влияние при създаването на Базел 2. Допълнителен източник на процикличност са колективните действия на пазарните участници в условията на несигурност, имащи отношение към разгледаните в първа глава стратегически допълнения.

С течение на времето усъвършенстваните пруденциални правила губят своята ефективност, като пазарните участници постепенно намират начин да поемат повече риск, което дава началото на нов регулаторен процес. От интерес за обществото е дали този преход ще включва етап на финансова криза. Потвърждава се необходимостта от усъвършенстване на пруденциалните стандарти, но тя следва да отчита два факта.

Първо, пруденциалните стандарти представляват минимални нива за капитал и ликвидност, като не изключват поддържането на превишаващи ги доброволни буфери. Предложените от стандартите нива следва да стимулират преценката на отделните регулаторни органи за адекватността на покритие на рисковете, а не да се приемат като гаранция за безопасност. Прекаленото доверие в набор от правила крие риск от пропускане на уязвимости в системата и повтаряне на грешките от периода преди последната финансова криза, довели до пренебрегването на фундаменталните принципи за управление на риска и предоверяването в математическите модели за неговата оценка. Следователно ефективният регулаторен отговор трябва да съчетава комбинация от правила и преценка, с оглед постигането на баланс между сравнимост и специфичност.

Второ, пруденциалните стандарти са начин за постигане на условия на равнопоставеност, конкуренция и стабилност, но те могат да служат за извинение при пропускането на проблеми или оправдание в защита на облекчен, преднамерено или не, регулаторен режим. Ефективният регулативен отговор на кризата би имал ограничен ефект, ако не е подкрепен от безпристрастен надзорен орган, който да съблюдава

спазването на правилата и най-вече да бъде коректив на тенденциите за подценяване на риска по време на еуфорията на експанзивната ендегенна динамика.

Базел 3 цели да повиши количеството и качеството на капитала във финансовите институции, което да осигури адекватно покритие на рисковете във финансовата система. Поставен е и акцент върху ограничаване на системните рискове, свързани с процикличността и системно-значимите институции. В тази връзка се предлагат няколко макропруденциални инструменти, които също подобряват способността за понасяне на загуби. Също така са повишени рисковите тежести на някои активи в търговския портфейл и са въведени международно хармонизирани стандарти за ликвидност. С цел ограничаването на неустойчиво високите нива на заеман капитал е въведен коефициент на ливъридж, които не е обвързан с риска.

Въвеждането на незадължителните стандарти на Базелския комитет в ЕС е факт още от тяхната първа версия, като за Базел 3 се прилагат главно директиви, с оглед отчитането на националните особености на икономиките и разликите в законодателството.

Вторият параграф се занимава с изследването на концепцията за макропруденциално регулиране и изградените върху нея политика и инструменти, с оглед ограничаването на системния риск. Обърнато е внимание на спецификите на изграждане на макропруденциалната политика, нейната роля, цел, ограничения както и аспектите на използване на присъщите ѝ инструменти. Детайлно са разгледани макропруденциалните капиталови буфери, приложими в ЕС, като са анализирани възможностите за припокриване на техните функции и евентуалните конфликтни точки, които биха ограничили ефективността по постигне на финансова стабилност.

Въпреки необходимостта от акцентирание върху макропруденциалното регулиране, то не следва да се прилага самостоятелно, а само като част от един общ координиран подход към финансовата стабилност. Постигането на тази цел започва с институционалната уредба на независим отговорен орган, чиито правомощия са достатъчни, без да са налице стимули за склонност към бездействие.

Макропруденциалната политика действа обратно на външните ефекти, като намалява амплитудата на финансовия цикъл и повишава устойчивостта към шокове при структурни рискове чрез промени в капитала и ликвидната позиция на финансовите институции. Този регулативен подход се различава с мисленето от преди Кризата поради по-широкия обхват на ограничаване на рисковете. Макропруденциалната политика не следва да се използва за постигането на други цели, като управлението на

съвкупното търсене, например. При разнообразие от рискови фактори е възможно комбиниране на няколко различни политики. Съчетанието на макропруденциални инструменти с паричната политика е изключително важно, като те могат да облекчат потенциалните негативни ефекти от нея, както и развитието на спекулативни балони.

Процикличността на финансовата система следва да бъде коригирана чрез антицикличния мерки, ограничаващи прекомерния кредитен растеж, което предполага използването на методи за оценка с по-дългосрочен хоризонт.

Ефективното използване на въведените макропруденциални инструменти зависи до голяма степен от оценката на системния риск, който те ограничават. За тази цел се прилагат математически модели, индикаторно-базирани подходи и методологии, но съвършена оценка не е постижима, което предполага задължителната намеса на компетентните органи. Тази неадекватност е най-очевидна при използването на антицикличния капиталов буфер (АЦБ), като въведеният индикатор за буфера и начинът на неговото изчисляване страдат от множество допускания и недостатъци. Решенията на макропруденциалните органи се основават на правила за оценка на системния риск, които се изменят с оглед отчитането на националните специфики на съответната финансова система и икономика. Въпреки проблемите с приложимостта на математическите модели за оценка на риска преди Кризата, използваните методи представляват отправна точка за коректната оценка на натрупаните рискове и тяхната сравнимост в рамките на ЕС.

Влиянието на изграждащия се банков съюз в ЕС върху финансовата система на Съюза е неоспоримо. Неговите елементите целят ограничаване на рисковете за стабилността на всеки етап от регистрирането на проблеми във една финансова институция до нейния фалит. Влиянието на Съюза е по-скоро микропруденциално, но са налице разширени макропруденциални правомощия за ЕЦБ, позволяващи надграждането над вече установени мерки на национално ниво.

Третият параграф подлага на анализ основните макропруденциални инструменти на разположение на надзорните органи в ЕС, като са разгледани трансмисионните канали на тяхното действие, както и техните характеристики. Направен е опит за посочване на потенциални проблеми при ограничаване на системния риск, свързани с правилата за изграждане на буферите, като потвърдението на някои от тези недостатъци е оставено за трета глава.

Въведените в законодателството на ЕС капиталовите буфери са продължение на минималните капиталови изисквания, но чрез тях се отчитат влиянието на

институцията върху останалите участници в системата. Нивата на буферите зависи, до голяма степен, от използваните методи за оценка на системния риск. Индикаторът, определящ нивото на ограничаващия времево измерение на системния риск антицикличен буфер страда от множество недостатъци. Той е много по-адекватен за развити икономики, като адекватността му намалява при по-слабо развити страни. За последните обикновено са налични и по-къси редове статистически данни, което влошава оценката. Друг недостатък е волатилността му, като отново страните с малки и отворени икономики са най-уязвими. В тази връзка, избраната от ЕССР рамка за АЦБ предоставя нужната гъвкавост при използването на допълнителни показатели, както и различни методи на изчисление, с оглед постигането на по-точна оценка на цикличния системен риск и отчитане на националните особености.

Буферът за други системно значими институции (буфер за Д-СЗИ)с, насочен към ограничаване на рисковете, свързани със системната значимост, също зависи от точността на оценката и използваната методология. Практическата приложимост на индикаторно-базирания подход, както и предоставената от него гъвкавост в отчитането на различни източници на риск, го правят най-подходящият избор за регулаторната и надзорна практика при този буфер. Европейският банков орган е имал нелеката задача да изгради методология, съчетаваща точност на оценката с гъвкавост при отчитане на националните особености на икономиките. В тази връзка, Представените в тази част потенциални проблеми ще бъдат подложени на анализ в следващата част, като конкретно внимание ще бъде обърнато на разликите в приложението на буфера в страните в ЕС.

Буферът за системен риск се намира в края на йерархичния ред за използване на макропруденциални инструменти, като неговото приложение следва да се осъществи само ако предхождащите го инструменти не са адекватни. Съответният компетентен орган следва да се докаже тази тяхна несъвместимост. Липсата на стандартизирана методология, ранното приложение, сравнително високият таван и широкият набор от ограничени рискове правят буфера за системен риск изключително подходящ за отразяване на националните особености на финансовите системи. Това е особено вярно в случаите когато тази цел е неизпълнима чрез някои от другите макропруденциални инструменти, намиращи се по-напред в реда на използване. Разбира се, тази гъвкавост има и тъмна страна, която е свързана с възможностите за регулаторен арбитраж в рамките на Съюза, влошаване условията на равнопоставеност, несъвместимост между предназначението на инструмента и неговото приложение.

Разгледаните в предходната част рамки за прилагане на макропруденциалните капиталови буфери поставят основата за по-задълбочен анализ на практическото им приложение.

3.3. ТРЕТА ГЛАВА. Прилагане на макропруденциалните буфери за системен риск в ЕС.

В трета глава е анализирано приложението на три макропруденциални капиталови инструмента в държавите членки на ЕС, с цел да са разграничат различните подходи на отговорните макропруденциални органи в тези страни. Конкретно внимание е обърнато на рисковете и трудностите при оценката на системния риск, върху която се основава използването на тези капиталови инструменти. Направен е опит за прилагане на приетите на ниво ЕС подходи за приложение на буфера за други системно значими институции и антицикличния буфер за България, с оглед посочването на потенциални проблеми и възможности за изменение на стандартната методологии.

Подложените на анализ капиталови буфери са основните макропруденциални инструменти в ЕС, имайки предвид широката им приложимост, както и задължението за отговорните органи да извършват периодична оценка на ограничаваните от тях рискове. Извършеният сравнителен анализ разкрива значително разнообразие от подходи за оценка, причини за използване и недостатъци, ограничаващи ефективността на приложение на инструментите. На база на оценката на цикличния системен риск в България са посочени потенциални проблеми с използването на стандартния индикатор за мотивиране нивото на буфера. В допълнение, оценката на системната значимост на банките в страната подчертава някои от ограниченията на стандартната методология за активиране на буфера за други системно значими институции.

След извършения анализ на различните начини, по които отговорните на национално ниво органи мотивират решенията си при определяне нивото на АЦБ, е видно че те: 1. винаги съчетават количествени индикатори и качествена преценка, като се избягва механичното използване на стандартната методология и се прилага принципа на направлявана преценка. Прилагането на макропруденциалните инструменти и тяхното калибриране се основава на количествени методи за оценка на съответния системен риск. Въпреки това не съществува индикатор или метод за оценка, който да обхваща изцяло всички аспекти на рисковете за финансовата стабилност и да изпълнява изискванията за сравнимост, наложени от глобалния характер на новите подходи към ограничаване на системния риск. Извършеният в тази глава анализ потвърждава тезата, че постигането на баланс между преценката на компетентните

органи, отчитаща националните особености на финансовата система, и използването на единен подход за оценка и калибриране, осигуряващ сравнимост и равнопоставеност, е единственият подходящ избор за ЕС.

Примерното приложение на антицикличния буфер за България и анализът на сигнализиращата способност на свързаните с него индикатори подчерта ограничаващата ролята на късите статистически редове от данни при предсказването на финансови кризи. Резултатите от анализа са смесени, тъй като според широко използвания метод на AUROC отклонението Кредит/БВП, изчислено по метода на Базелския комитет, се представя добре в условията на българската финансов системар. Въпреки това са налице няколко фактора, които хвърлят съмнение върху практическата приложимост на тази оценка. Един от тях е споменатата ограничена дължина на статистическите данни, поради която отчетените в анализа сигнали са получени в рамките на сравнително кратък период от време. В допълнение, стандартното отклонение се отдалечава значително от стойностите на двустранния тренд, което е сигнал за евентуални промени на вече използваните трендови величини. Добавянето на прогнозен период, изчислен чрез пълзяща средна стойност за последните 4 тримесечия към едностранния филтър спомага за облекчаването на този негативен ефект. като използването на прогнозни величини и анализирания индикатор за финансов цикъл би могло да подобри адекватността му. Като цяло, използването на по-тесен кредитен агрегат не представя по-различна картина от приложението на широкия, главно поради доминиращата роля на банковото кредитиране в икономиката. Разбира се, допълнителен фактор, мотивиращ използването му, би могъл да бъде по-дългата дължина на редовете данни и по-ранната им наличност. Друга съществена пречка в анализа е липсата на ясно определен кризисен период, като предложените в литературата сигнализируют прекалено ранното натрупване на системен риск, в сравнение с промените в отклонението Кредит/БВП, което допълнително влошава приложимостта на получените резултати.

Анализът на спецификите на приложение на буфера за Д-СЗИ по страни показва, че индикаторно-базираният подход за оценка на системна значимост е прозрачен и лесен за прилагане. От друга страна, той крие и известни рискове, свързани с относителните величини в оценката, като отчитането на абсолютните и относителните стойности на индикаторите е изключително важно. В противен случай е възможно да се отдаде прекалено голямо значение на фактор на системна значимост с незначително отношение към рисковете във финансовата система. Подобна ситуация е налице и в

България, като примерното приложение на методологията показва, че е възможно сложността на поетия от институциите системен риск да бъде превувеличена в техния резултат. В тази връзка, известна гъвкавост на тегловите коефициенти на категориите, или индикаторите в тях, би могла да ограничи потенциалните негативни ефекти.

Използването на допълнителни показатели е разпространена практика, но повечето страни членки прилагат единствено стандартната методология на ЕБО, като те често се придържат към вече установените от тях подходи. Използването им като допълнение на втория етап от стандартната методология, цели да не се пренебрегва значимостта на институциите за местната икономика поради необходимия баланс между унифицираност и гъвкавост на подхода.

Въвеждането на буферите за Д-СЗИ и системен риск изисква отчитане на специфичните черти и рискове на финансовата система. Разликите в използването на стандартната методология по страни са в рамките на предвидените, оглед възможността за отчитане на националните особености на финансовите системи. В прилагането на двата инструмента органите рядко вземат предвид принципа на реципрочност и нуждата от признаване на макропруденциални инструменти, което може да наруши условията на равнопоставеност и целостта на Единния пазар. Единственият случай на реципрочност за капиталовите буфери е признаването на буфера за системен риск в Естония от страна на Шведският компетентен орган.

Страните, в които БСР замества буфера за Д-СЗИ, са най-често определяни като малки и отворени икономики, чиито предишни капиталови изисквания са били по-строги от тези в ДКИ/РКИ. Инструментът често се прилага като заместител, поради ограничаването на сходни рискове, по-високото максимално ниво и гъвкавостта, която липсата на стандартизирана методология предоставя на органите. Въпреки че по този начин капиталът расте, БСР не се използва по предназначение (ограничаването на нециклически структурни рискове), влошават се условията на равнопоставеност и се обърква общата картина на системните рискове. Стимулите, които по-голямата гъвкавост на БСР представя, могат да бъдат ограничени чрез повишаване максималното ниво на буфера за Д-СЗИ. Сегашното ниво от 2% прави трудно спазването на принципа на пропорционалност (Принцип 9 от рамката на Базелския комитет за Д-СЗИ) на системната значимост и нейното адекватно ограничаване във финансови системи с ясно изявиени лидери и висока концентрация. По този начин компетентните органи са принудени да избират между поставянето на максимален буфер за най-значимите институции или ограничаване на рисковете в по-многобройните средно значими

институции (ако са налице евентуални стратегически допълнения или общи експозиции между тях). Ограничената ширина на интервалните редове на буфера значително редуцира стимулите за ограничаване на системната значимост, което противоречи на съответната междинна цел на макропруденциалната политика.

Освен това, ограничението от 1% за буфера за Д-СЗИ за дъщерни дружества на чуждестранни институции, върху които е поставено подобно ограничение на консолидирана основа, би могло да ограничи ефективността на буфера. Това е особено важно за страните от Централна и Източна Европа, където присъствието на чуждестранни банки е силно (България, Естония, Латвия, Литва, Чехия), като тази мярка би могла да предостави конкурентно предимство на някои дъщерни банки.

Компетентните и определени органи рядко избират да приложат БСР над 3%, тъй като превишението на това ниво включва допълнителни процедури по одобрение. Когато буферът е приложен с късен старт и продължителен период на поетапно въвеждане, компетентните органи дават време на банките да редуцират проблемните си експозиции. Въпреки че БСР се намира в края на йерархичния ред за прилагане на инструментите, преди мерките по член 458 от РКИ, това не възпира неговото използване поради принципа на „спазване или обяснение“, като по този начин се ограничава полезността на уредената последователност от инструменти. В тази връзка гъвкавостта на буфера би могла да бъде намалена чрез прецизиране на неговата приложимост чрез въвеждането на повече правила при приложението му.

Наблюдава се тенденцията страни с големи банкови сектори да прилагат буфери, за да увеличат капацитета за абсорбиране на загуби на институциите, докато страните с неразвити банкови сектори и високи доброволни буфери целят задържане на капитала в банките. В допълнение, съществуват съществени разлики в избраните периоди на въвеждане. Страните с големи по размер финансови системи (Великобритания, Германия, Испания, Италия, Франция) не са толкова активни в използването на буфера за Д-СЗИ и БСР, колкото по-малките страни членки. Една от причините за това е, че в тези страни е концентрирана голяма част от банките, определени като Г-СЗИ, които са подложени на отделен буфер, адресиращ тяхната системна значимост на глобално ниво.

Не може да се определи основен фактор, мотивиращ решенията за прилагане на буферите. Банковите сектори в ЕС притежават много различни характеристики и мотивите за използване на съответен инструмент в една страна могат да не съществуват в друга, въпреки наличието на прилики между техните икономии и финансови

системи. Разпределението на системната значимост между банките по страни варира значително. Докато в по-малките страни системно значимите институции обхващат почти целия банков сектор, то в по-големи икономики техният дял от активите е по-малък (около 2/3).

3.4. Заключение.

Финансовите кризи, тяхното предвиждане и предотвратяване са предмет на академичен и обществен интерес от векове. Последната глобална финансова криза стимулира дискусията по проблема и доказва острата нужда от неговото решаване. В условията на глобална икономика и взаимосвързана финансова система, неадекватността на съществуващата тогава рамка за предотвратяване на системни кризи и премести регулаторният фокус настрана от индивидуалните институции към цялата система. Склонността на пазарните агенти да поемат неустойчиво високи нива на риск изглежда непреодолима и постоянна. Факторите, водещи до финансова криза са разнообразни, а понякога и трудно уловими. Справянето с един, често усилва влиянието на друг, като асиметричната информация, външните ефекти и промените в рисковата поносимост заемат централно място като източници на риск. Предотвратяването на финансовите кризи зависи от адекватното усъвършенстване на пруденциалното регулиране, което независимо от фактора, създаващ риска, да спомога за неговото ограничаване и поддържането на капацитет за абсорбиране на загуби.

Целта на въвеждането на макропруденциалния подход е постигането на баланс между системното или индивидуалното измерение на регулирането. Макропруденциалните инструменти не могат да се откъснат напълно от влиянието на компетентния орган, тъй като методите за оценка на системния риск и мотивиране на макропруденциалните действия не са безгрешни и универсални. В този смисъл, ефективността на пруденциалните мерки винаги ще бъде ограничена, поради невъзможността от въвеждане на механично правило. Докато експертната преценка има своите функции, рискът от забравяне на изминалите кризисни периоди, от страна на регулиращите лица, създава вероятност от нови кризи.

Анализът на принципите и специфичните черти на макропруденциалното регулиране и произтичащата от него политика, както и въведените в рамките на ЕС макропруденциални капиталови буфери позволяват формулирането на представените по-долу изводи.

В дисертационното изследване бе показано, че натрупването на системния риск, довел до Глобалната финансова криза, е резултат от действието на външните ефекти

във финансовата система. Пазарните дефекти се проявяват по различни начини, но ефектът им е повишение на фискалната цена при кризи, поради разминаване в интересите на обществото и тези на финансовите институции. Тяхното проявление е признак за необходимостта от финансово регулиране, което да отчита връзките между пазарните агенти, тяхното взаимодействие, както и ефектите от общото им поведение. Този регулативен отговор трябва да съчетава в себе си двата аспекта на пруденциалното регулиране, като, в противен случай, е възможно поемане на неустойчиво високи нива на риск, които да влошат финансовата стабилност. Като резултат от концентрирането върху определен набор от пазарни дефекти, някои от източниците на уязвимост не са ограничени, което прави финансовата стабилност трудно постижима. Факторите, довели до последната финансова криза са красноречив пример за това.

Доминиращият регулативен подход преди финансовата криза е насочен главно към решенията в рамките на една финансова институция, като фокусът е върху ограничаване на проблемите на представителството и асиметричната информация. Пруденциалните стандарти преди кризата са неадекватни за нейното предотвратяване, поради пренебрегването на системния риск и външните ефекти във финансовата система. Докато първата версия на стандартите на Базелския комитет страда от липса на чувствителност към поетия риск, то Базел 2 се характеризира с микропруденциална насоченост и процикличност на капиталовите изисквания, действащи в посока на ендогенната динамика на растеж на пазарите.

При извършването на регулаторната реформа следва да се отчете, че предлаганите от пруденциалните стандарти правила представляват минимално ниво на адекватно ограничение на рисковете. Отговорността за тяхното надграждане е в ръцете на съответния надзорен орган. Пруденциалните стандарти не следва да служат за гарантиране на безопасност, при условие че са налице неограничени източници на риск. Необходим е безпристрастен надзорен орган, който да съблюдава спазването на правилата, да не проявява въздържане от действие и да осигурява правилна оценка на натрупаните рискове.

Прилагането на макропруденциалното регулиране е необходимо за ограничаване на системния риск и предотвратяването на финансови кризи. Въпреки неговата необходимост, то не следва да се прилага самостоятелно, а само като част от един общ координиран подход към финансовата стабилност, отчитащ ограниченията на този подход и взаимодействието му с макропруденциалното регулиране, паричната и

фискалната политики. Макропруденциалната политика има предимства пред паричната в ограничаването на прекомерния кредитен растеж, тъй като обхватът на инструментите на последната е твърде широк, като се оказва влияние върху: поносимостта към риск; структурата и цените на активите, както и на нивата на ливъридж и нетната стойност на обезпеченията. Макропруденциалните инструменти представят по-детайлен подход за ограничаването на риска, но техният ефект не е гарантиран, имайки предвид разнообразието от фактори, влияещи върху цените на активите.

Прилагането на макропруденциалната политика започва с институционалната уредба на отговорния орган, като той следва да притежава независимост и достатъчно правомощия, без да са налице стимули за склонност към бездействие. Определянето на органите, натоварени с извършването на макропруденциалната политика, е от съществено значение за нейната ефективност. При обединяването на микропруденциални и макропруденциални правомощия в една институция решението следва да балансира ползите от добрата координация между политиките в рамките на един орган и независимата преценка за рисковете в системата при алтернативна уредба.

В условията на ЕС е невъзможно прилагането на универсален подход към макропруденциалната политика, поради разнообразните характеристики на финансовите системи и високата интеграция помежду им. Важен аспект на въвеждането на макропруденциалната политика в ЕС е необходимостта от отчитане на националните особености на икономиките и финансовите системи в държавите членки. В подкрепа на това твърдение са гъвкавите методологии за приложение на макропруденциални инструменти, както и въвеждането на стандартите Базел 3 основно чрез директиви, позволяващи разнообразие в начините на транспониране в националното законодателство.

Въведените в ЕС макропруденциални инструменти са силно зависими от оценката на системния риск и използваните индикатори, което затруднява тяхната сравнимост. Изграждането на международно сравнима оценка, базирана на количествени индикатори е невъзможно, поради което ролята на регулаторните и надзорни органи е постоянен фактор в приложението на макропруденциалната политика.

Извършеният в последната глава анализ потвърждава тезата, че постигането на баланс между преценката на компетентните органи, отчитаща националните особености на финансовата система, и използването на единен подход за оценка и

калибриране, осигуряващ сравнимост и равнопоставеност, е единственият подходящ избор за ЕС.

Анализът на приложението на макропруденциалните инструменти в ЕС потвърждава, че някои отговорни органи избират да приложат буфера за системен риск вместо буфера за други системно значими институции. Основните причини за този избор включват сравнително ниското максимално ниво на буфера от 2%, което е считано за неадекватно на целта по ограничаване на рисковете, свързани с Д-СЗИ. Също така, по-ранното включване на БСР в инструментариума на органите е друг мотивиращ фактор. Гъвкавостта на буфера за системен риск представлява риск за условията на равнопоставеност, тъй като създава стимули за използването му вместо други инструменти с по-конкретно приложение. Изграждането на методология или набор от напътстващи индикатори би ограничило този риск.

Максималното ниво на буфера за Д-СЗИ влияе негативно върху възможността за пропорционалното ограничаване на системната значимост на институциите, тъй като повишаването ѝ, в определени случаи, би могло да доведе до пренебрежимо малки промени в начисления буфер. Освен това, поставеният таван от 1% за равнището на буфера за Д-СЗИ при приложението му за дъщерни дружества на чуждестранни институции създава възможност за предоставянето на конкурентно предимство на тези институции, без да се отчита приносът им към системния риск в системата.

Въвеждането на буферите за Д-СЗИ и системен риск изисква отчитане на специфичните черти и рискове на финансовата система. Разликите в използването на стандартната методология по страни са в рамките на предвидените, с оглед възможността за отчитане на националните особености на финансовите системи. В прилагането на двата инструмента органите рядко вземат предвид принципа на реципрочност и нуждата от признаване на макропруденциални инструменти, което може да наруши условията на равнопоставеност и целостта на Единния пазар. Единственият случай на реципрочност за капиталовите буфери е признаването на буфера за системен риск в Естония от страна на Шведският компетентен орган.

Разнообразието в начините на приложение на макропруденциалните инструменти в ЕС представя важната роля на цените на имотите, задлъжнялостта на населението в оценката на цикличния системния риск. Специфичните рискове във всяка страна оказват съществено влияние върху избора на индикатори и промените в методологиите за оценка на системния риск. В тази връзка не е възможно да се конкретизира един фактор, който мотивира промените в начините на оценка. Наборът

от рискове представя една разнообразна картина, която мотивира промените в методологиите за оценка на системния риск.

Налице са множество проблеми при използването на стандартното отклонение Кредит/БВП като основен индикатор за АЦБ. Въпреки това негативните им ефекти са ограничен, в голяма степен, чрез предоставената от ЕССР гъвкавост при изчисление. Тези проблеми произтичат от различната продължителност на финансовият цикъл в държавите членки, както и от структурни прекъсвания в наличните данни.

В приложението на методологията на ЕБО за оценка на системната значимост е задължително отчитането на абсолютните, както и относителните величини на резултатите по категории с оглед избягването на прекалено силно влияние на един от факторите. Поради възможността за асиметрично разпределение на резултатите на системна значимост е възможно надценяването на риска, произтичащ от една от категориите, като с оглед на спазване принципа на пропорционалност на приноса към системен риск следва да се отчитат и техните абсолютни стойности, като начин за преценка на риска от този фактор.

Отбелязаните проблеми при използването на методологиите за приложение на буферите в България, както и в страни в етап на конвергенция, потвърждават наблюдението, че те са подходящи за страни с развита финансова система и за изградени най-вече за приложени у тях. Въпреки това анализиранияте методи за оценка на системния риск предоставят възможност за коригиране на методологиите с оглед на адекватно оценяване на системния риск.

4. ПРИНОСИ В ДИСЕРТАЦИОННИЯ ТРУД

- Извършената оценка на системната значимост на банките в България посочва как използваните в стандартната методология на ЕБО равни теглови коефициенти биха могли да доведат до завишен резултат за определените като системно значими институции. Резултатите от този анализ биха могли да мотивират промяна в методологията за оценка на системна значимост, с оглед предоставянето на повече гъвкавост при изчислението ѝ.
- Анализирана е адекватността на отклонението на съотношението Кредит/БВП като индикатор за ранно предупреждение в България, с оглед мотивирането на нивото на антицикличния буфер в страната. Според извършения анализ, използването на този индикатор за буфера е свързано с множество проблеми, като използването на прогнозни величини би подобрило адекватността му при отчитането на прекомерен кредитен растеж.

- Извършено е изчисление на съвкупен индикатор за финансов цикъл за България, като резултатите биха могли да се използват при мотивиране на антициклични макропруденциални мерки. Комбинацията му с индикаторите за антицикличния буфер би могло да представи лесен за тълкуване сигнал за системен риск.
- Като резултат от извършения сравнителен анализ и отбелязаните проблеми в прилагането на макропруденциалните инструменти в България, както и в страни в етап на конвергенция, се потвърждава наблюдението, че методологиите за тяхното въвеждане са подходящи за страни с развита финансова система и за изградени най-вече за приложение у тях.
- Въведените в ЕС макропруденциални инструменти са силно зависими от оценката на системния риск/значимост и използваните индикатори, което затруднява тяхната сравнимост. Изграждането на международно сравнима оценка, базирани на количествени индикатори е невъзможно, поради което ролята на регулаторните и надзорни органи е постоянен фактор в приложението на макропруденциалната политика.

5. СПИСЪК НА ПУБЛИКАЦИИТЕ ПО ТЕМАТА И ПРОБЛЕМАТИКАТА НА ДИСЕРТАЦИОННИЯ ТРУД

Митев, О., 2014. "Финансовите кризи и проблемите на икономическата стабилност". Сборник с доклади от юбилейната научно-практическа конференция с международно участие „Времена на несигурност и рискове: възможности и перспективи за развитие“. Пловдив. Университетско издателство „Паисий Хилендарски“. том I. с. 271-277. 2014.

Митев, О., 2015. Аспекти на пост-кризисните промени във финансовото регулиране в ЕС. Сборник с доклади от международна научна конференция „Икономиката в променящия се свят: национални, регионални и глобални измерения“. ИУ-Варна. том IV. с. 223-230. 2015.

Митев, О., 2015. The regulation of the shadow banking system in the European Union. *Trakia Journal of Sciences*. Vol. 13. Suppl. 1 pp 352-357. 2015.

Митев, О., 2015. Dealing with financial crises: Examples and comparisons from Europe and China. Международна научна конференция: „Дипломатически, икономически и културни отношения между Китай и страните от Централна и Източна Европа“. Институт „Конфуций“, клон Велико Търново. 25-26 септември 2015 г. стр.251-267. 2015.

Митев, О., 2016. Прилагане на буфера за други системно значими институции и буфера за системен риск в страните от ЕС, Българска Народна Банка. Достъпно на: <http://www.bnb.bg/bnbweb/groups/public/documents/bnb_native/au_scholarships_2016_bg.doc>.