

Дефицитът по текущата сметка

# За оковите между спестявания и инвестиции



Слави СЛАВОВ

# В

„Загадката на Фелдстайн и Хориока“ датира от 1980 г. Тези двама икономисти откриват изненадващо силна корелация между спестяванията и инвестициите в отделните страни. С други думи, по-голямата част от инвестициите в една икономика се финансира от собствени спестявания. Фелдстайн и Хориока обясняват този резултат с ниската подвижност на капитали. Ограниченията върху международния поток на капитали оковават като с белезници спестяванията и инвестициите в отделните страни. Като се има предвид, че разликата между националните спестявания и инвестициите ни дава баланса по текущата сметка, „загадката на Фелдстайн и Хориока“ всъщност се състои в това, че повечето страни тогава са имали твърде малки дисбаланси (излишък или дефицити) по текущите си сметки. Тоест нетният поток на капитали между страните по света е бил твърде нисък, поне през 1980 г.

Изследване на Оливие Бланчард и Франческо Джавази разглежда хипотезата, че европейската интеграция разкъсва оковите между спестявания и инвестиции и позволява на страните членки да имат много по-големи дисбаланси по текущите си сметки, отколкото преди. С други думи, евроинтеграцията улеснява нетния поток на капитали от едни страни към други. Това се дължи на либерализаци-

ята и интеграцията на финансовите пазари, а също и на валутната интеграция на страните от еврозоната, която премахва валутния риск за чуждестранните инвеститори. С течение на времето страните в Европейския съюз все повече ще заприличават на отделните щати в САЩ, между които обменът на капитали е напълно свободен. Авторите отбелязват, че отделните щати в САЩ дори не събират данни за собствения си платежен баланс и текуща сметка. Може би един ден същото ще важи и за страните от еврозоната.

Кои фактори предопределят динамиката на текущите сметки в ЕС? Според авторите на първо място това е степента на икономическо развитие на отделните страни. За по-бедните страни в ЕС е нормално да имат дефицити по текущите сметки, а за по-богатите са закономерни изли-

**Ограниченото влияние на фискалната политика върху баланса по текущата сметка поставя под въпрос мъдростта на МВФ и ЕК, които съветват българското правителство да се стреми към по-голям бюджетен излишък.**



ИЛЮСТРАЦИЯ: ISTOCK PHOTO

шъците. С други думи, капиталите би трябвало да текат от богатите към бедните страни.

На теория за бедните страни е нормално да имат ниски спестявания. За тях също е логично да имат високи инвестиции, тъй като инвестициите са ключов фактор за догонването в реалните доходи. Ножницата между ниски спестявания и високи инвестиции води до дефицит по текущата сметка. Този дефицит показва каква част от инвестициите в икономиката се финансират от чужди спестявания. Обратната логика важи при богатите страни. Графиката обобщава прогнозни данни за 2007 г. за доходите на глава от населението в страните - членки на ЕС (без Люксембург), както и за балансите по текущите сметки на тези страни. Оказва се, че между двете наистина има силна положителна връзка.

Изследването на Бланчард и Джавази е писано през 2002 г. и е посветено предимно на Гърция и Португалия. Двете страни до ден днешен, вече близо десетилетие, продължават да поддържат големи дефицити по текущите си сметки (около 7-10% от БВП). Според авторите това е напълно логично, като се има предвид, че Гърция и Португалия са сред по-бедните страни в ЕС. Но аргументите на авторите са актуални и днес, когато върху балтийските републики и България се силат предупреждения заради двуцифрените дефицити по текущите им сметки. Тези предупреждения се базират на традиционни модели за устойчивост на текущата сметка, които почват да мигат в жълто, щом дефицитът по нея надмине 5% от БВП.

За Бланчард и Джавази подобни дефицити в страна - член-

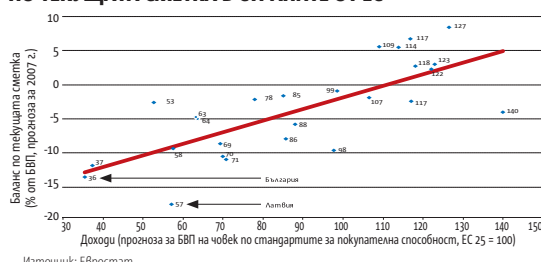
ка на ЕС, са просто огледален образ на нетния приток на чужди капитали. Ако страна като България се опита да свие дефицита по текущата си сметка, това може да стане или чрез ниски инвестиции, или чрез високи спестявания, което означава свиване на вътрешното потребление на стоки и услуги. И двата варианта не звучат особено привлекателно за най-бедната страна в ЕС. За нас нетният приток на чужди капитали е една от главните ползи от евроинтеграцията. България няма какво да губи освен оковите между спестявания и инвестиции.

Авторите отделят специално внимание на ролята, която играе валутната интеграция в разкъсването на връзката между вътрешни спестявания и инвестиции. Според тях именно членството в обща валута позволява на Гърция и Португалия да имат по-високи дефицити по текущите си сметки. Ако погледнем към 10-те нови членки на ЕС от Централна и Източна Европа, ще забележим че 4-те страни с най-високи дефицити по текущите сметки за 2006 г. са балтийските републики и България, все страни във валутен борд с еврото или с валутен режим, имитиращ валутен борд (каквото има Латвия). С други думи, страните, които са най-близо до еврозоната, имат и най-големия нетен приток на чужди капитали.

От тези четири страни Латвия е най-уязвимата към „внезапен обрат“ (sudden stop) на потока на чужди капитали. Първо, както се вижда от графиката, латвийският дефицит по текущата сметка е много по-висок от нормалния за страна с тяхната степен на икономическо развитие. Второ, от трите балтийски републики единствена Латвия е без валутен борд.

Друг интересен и актуален резултат от изследването на Бланчард и Джавази е, че за страните от ЕС фискалната политика оказва доста ограничено влияние върху баланса по текущата сметка. Според тяхната оценка влошаване на бюджетния баланс от 1% от БВП води до влошаване на баланса по текущата сметка от 0.2% от БВП. С други думи, ако България беше завършила 2006 г. не с бюджетен излишък от 3.5% от БВП, а с излишък от 1%, текущата сметка щеше да се влоши с около 0.5% от БВП. Тоест вместо дефицит от 16% България щеше да има дефицит от 16.5% от БВП. Това не изглежда особено драматично. Ограниченото влияние на фискалната политика върху баланса по текущата сметка поставя под въпрос мъдростта на МВФ, а сега и на Европейската комисия, които често съветват българското правителство да се стреми към по-голям бюджетен излишък като начин да се ограничат дефицитът по текущата сметка. ■ К

## РЕАЛНИ ДОХОДИ И БАЛАНС ПО ТЕКУЩАТА СМЕТКА В СТРАНИТЕ ОТ ЕС



Слави Славов е асистент по икономика в Pomona College, САЩ. Blanchard, O., F. Giavazzi (2002). Current Account Deficits in the Euro Area: The End of the Feldstein-Horioka Puzzle?, Brookings Papers on Economic Activity, pp. 147-186.