

## ЕФЕКТИ И ПОСЛЕДИЦИ ОТ „ЗОМБИ“ КРЕДИТИРАНЕТО

Аника Петкова<sup>1</sup>  
e-mail: [anika\\_petkova@unwe.bg](mailto:anika_petkova@unwe.bg)

### Резюме

*„Зомби“ компаниите се определят като компании, които нямат възможност да обслужват своите дългове за дълъг период от време. В този контекст, „зомби“ кредитирането представлява финансиране на „зомби“ компании при особено благоприятни условия с цел предотвратяването на фалит, възстановяване на дейността на компанията, в т.ч. стимулиране на инвестиционната активност и заетостта. Направените до момента множество проучвания в областта, както и текущата разработка стигат до извода, че този тип компании в световен мащаб не успяват да повишат своята производителност и ефективност и следователно използват отпуснатите средства за покриване на минали задължения, което доказва, че „зомби“ кредитирането, в т.ч. и използваните разширени програми за покупка на правителствени облигации в крайна сметка не довежда до стимулиране на вътрешните инвестиции и ръст в реалния темп на икономически растеж.*

**Ключови думи:** „зомби“ компании, „зомби“ кредитиране, дълг, облигации, инвестиции, икономически растеж, производителност

**JEL:** E5, E6, F5, G3

### Увод

След възникването на световната икономическа и финансова криза през 2007 г. темата със „зомби“ кредитирането набира особена популярност в академичните и политическите среди. „Зомби“ компаниите се определят като компании, които нямат възможност да обслужват своите дългове за дълъг период от време. В този контекст, „зомби“ кредитирането представлява финансиране на „зомби“ компании при особено благоприятни условия с цел предотвратяването на фалит, възстановяване на дейността на компанията, в т.ч. стимулиране на инвестиционната активност и заетостта. Направените до момента множество проучвания в областта сочат, че този тип компании в световен мащаб не успяват да повишат своята производителност и ефективност и следователно използват отпуснатите средства за покриване на минали задължения, което доказва, че „зомби“ кредитирането, в т.ч. и използваните разширени програми за покупка на държавни облигации в

---

<sup>1</sup> Главен асистент, доктор, катедра „Икономикс“, Общикономически факултет, УНСС

крайна сметка не довежда до стимулиране на глобалните инвестиции и ръст в реалния темп на икономически растеж.

Неконвенционалната парична политика в немалка степен подпомага съществуването на подобен тип компании, предвид дългосрочното поддържане на ниски лихвени равнища.

*Целта* на изследването е да се проследят причините и механизмите на функциониране на „зомби“ компаниите, като се посочат дългосрочните последици от съществуването на „зомби“ компании за икономическата активност в Европейския съюз и Евророната.

Основните *задачи* в разработката са три. Първата задача е свързана с разработването на теоретичен анализ на съществуващата до момента литература, свързана с дейността на „зомби“ компаниите в глобален план. Втората задача е провеждането на емпиричен анализ за дейността на „зомби“ компаниите, който инкорпорира анализа на няколко избрани, по-конкретни показатели, в т.ч. брой на „зомби“ компаниите, дял на необслужваните кредити, брутна печалба на компаниите, представена като процент от brutната добавена стойност, брутообразуване на основен капитал и реален темп на прираст на БВП.

*Методологията* в анализа включва критично преосмисляне на основните теоретични възгледи за съществуването и дейността на „зомби“ компаниите, обобщение и анализ на съществуващите до момента емпирични изследвания в тази проблематика, емпиричен анализ на конкретни показатели, които свидетелстват за наличието и ръста на „зомби“ компаниите и на последно място, оценка на влиянието на „зомби“ кредитирането върху икономическата активност.

Първата част от доклада е свързана с различни теоретични аспекти на зомби кредитирането и ефектите от него. Втората част представлява емпиричен анализ на ефектите от „зомби“ кредитирането върху задлъжнялостта на компаниите, техните брутни печалби и отраженията върху икономическата активност, изразена посредством нивото на вътрешните инвестиции и реалните темпове на икономически растеж.

### **Теоретични аспекти на „зомби“ кредитирането**

„Зомби“ компаниите могат да се определят като високорискови компании, които чрез кредитиране при определени благоприятни за тях условия генерират ликвидни средства от нови кредитори с цел погасяване на задължения към настоящи кредитори. Тези компании често се съпътстват с високи кредитни задължения, недостиг на собствен капитал и ниска производителност, което възпрепятства тяхната инвестиционна активност. При възникването на „зомби“ кредитиране кредитополучателят няма възможност да по-

гаси главницата на заема, което довежда до неизпълнение на задължението, неустойка и следователно заемът в баланса на компанията се превръща в „лош“ поради наличие на просрочия. Често тези компании се намират в несъстоятелност, но въпреки този факт продължават да функционират чрез прикриването на лошите заеми в баланса си. „Зомби“ кредитирането се нарича още „толерантно“ кредитиране (*forbearance lending*) и възниква когато кредитодателят подкрепя некредитоспособен заемополучател.

Темата със „зомби“ кредитирането набира особена популярност след въвеждането на неконвенционалната парична политика в Еврозоната. Сред основните причини за възникването на подобен тип кредитиране стои зародилата се дългова криза в Еврозоната през 2012 г. и последвалата банкова криза. Негативните ефекти, свързани със „зомби“ кредитирането са свързани с редукция в производителността на фирми, които се характеризират с ниски перспективи по отношение на рентабилността и следователно намаляване на инвестиционната дейност и реалните темпове на прираст на БВП.

За пръв път икономическият феномен „зомби“ кредитиране се наблюдава и изследва в Япония през 90-те години по време на продължителната макроикономическа стагнация, когато множество банки в страната отпускат кредити на неплатежоспособни фирми. Според Кабалеро и колектив (*Caballero et al., 2008, p. 1944*), в началото на 90-те години стойността на акциите спада с около 60% за период от три години, а цената на земята се редуцира с около 50%, като тези шокове довеждат до нарушаване в стойността на обезпечението в банковата система. Тази ситуация създава сериозни проблеми в банковата система на Япония, но властите в страната отричат съществуването на проблем и не предприемат сериозни реформи или реструктуриране на банките. Нещо повече, търговските банки в Япония в този период следва да спазват международни стандарти, които уреждат минималното им ниво на капитал и следователно, когато те следва да сигнализират за необслужван заем, което следва да се опише в техния баланс. С цел избягването на евентуален спад под минималните изисквания за капитал според регулациите, банките продължават да отпускат кредити на неплатежоспособни кредитополучатели с надеждата, че тези фирми ще възстановят своята активност, като правителството стимулира и одобрява подобна политика на банките.

Все още не са направени достатъчно проучвания в тази област, които да обяснят различните мотиви и аспекти за дейността на тези компании и банки. Във връзка с това, „зомби“ компаниите и „зомби“ кредитирането могат да се проявяват в разнородни форми, поради което е трудно винаги да се оцени коя компания може да бъде определена като „зомби“ компания. В този смисъл трудно може да се разграничи коя компания е „зомби“ и коя притежава, по други причини, лоша кредитна история.

Предполагаема причина за толерирането на „зомби“ кредитиране от страна на банковите регулатори е потенциалното избягване на фалити по време на банкова криза, тъй като при рефинансиране на дълга при благоприятни условия, например по-нисък лихвен процент, може да способства за бъдещо възстановяване на компанията и нейната кредитоспособност.

Според Ейзерт и колектив (Eisert et al., 2019, p. 3370) бавното възстановяване на Европейския съюз се обяснява частично с отпускането на „зомби“ кредити от търговските банки, които възстановяват в известна степен отпускането на кредити след обявяването на програмата за открити парични трансакции (ОМТ – Outright Monetary Transactions).

Програмата ОМТ е създадена от ЕЦБ през 2012 г., като част от нетрадиционната парична политика на ЕЦБ, с цел преодоляване на неблагоприятните последици от дълговата криза в Еврозоната. Тя е ориентирана към вторичните пазари на държавни облигации с цел поддържане на трансмисионния механизъм на паричната политика. Идеята за създаването на подобна програма се дължи на възникналите смущения на вторичните пазари и по-конкретно, неправилното функциониране на процесите на формиране на цените, резултирали от създалата се несигурност сред инвеститорите. Според експертите от ЕЦБ, ОМТ програмата е необходим, пропорционален и ефективен инструмент на паричната политика, насочен към постигане на ценова стабилност. Според устава на ЕСЦБ, ОМТ са тясно свързани с традиционната парична политика и ще се състоят в закупуването на облигации с матуритет от една до три години.

Внедряването на програмата за открити парични трансакции позволява покупката на теоретично неограничено количество държавни облигации на вторичните пазари. Кратко време след въвеждането ѝ спредът на облигациите спада и техните цени се покачват. Според ефекта на богатството, това води до нарастване на финансовия ресурс на пазарните участници и следователно притежателите на ценни книжа стават по-богати. Целта на този инструмент на неконвенционалната парична политика е така нарасналото парично предлагане да позволи на притежателите на ценни книжа да продават своите финансови инструменти и в замяна на това да купуват стоки и услуги, да инициират инвестиции и следователно да генерират ръст в съвкупното търсене и реалния БВП. Противоречив е въпросът доколко подобна политика от страна на ЕЦБ води до реални резултати и стимулиране на икономическата активност.

Теоретично, в макроикономическа среда, в която финансирането е сравнително скъпо, банките поддържат ликвидни резерви, като застраховка срещу евентуални шокове. В обратен порядък, в случай, че централната банка в израз на провеждането на експанзивна политика решава да предостави

изгодни заеми срещу висока доходност на ценните книжа, както в случая с ОМТ програмата, банките могат да използват своите парични резерви за закупуване на подобни книжа, като същевременно попълнят своите резерви. Във връзка с това, според Шифауер и колектив (Shiffauer et al., 2016, p. 195) вливането на ликвидност чрез подобни програми позволява банките да поддържат паричен буфер за дълъг период от време и да реализират печалби в случай, че активът носи доходност, която надвишава цената на заема. ЕЦБ оправдават подобна интервенция с аргумента, че покупката на държавни облигации ще улесни достъпа до капиталовите пазари на държавни членки от Евронзоната, които изпитват ликвидни затруднения и по този начин ще стане възможно поддържането на ценовата стабилност.

Според Трейси (Tracey, 2019, p. 34), предприетите мерки, свързани с покупката на държавни ценни книжа довеждат до известно положително развитие във финансовия сектор, което не се трансферира върху икономическата активност. Сред възможните причини за това е неефективното разпределение на кредита, което нарушава пазарната конкуренция и оказва неблагоприятен ефект върху зависимостта между инвестициите и икономическия растеж. По-конкретно, кредитите не се разпределят измежду компании, които се характеризират с висока производителност. Поради тази причина често се счита, че ОМТ програмата, както и множеството от програми, насочени към закупуване на неограничен брой правителствени ценни книжа, успоредно с ниските лихвени равнища водят до спад в инвестиционна активност и реалните темпове на икономически растеж.

В резултат на пандемията COVID-19 множество компании и домакинства в глобален мащаб и в частност, в Европейския съюз биват изправени пред значителен финансов натиск като в резултат се увеличава броят на заемите, които не могат да бъдат върнати, т. нар. необслужвани кредити въпреки високото ниво на парични, фискални и регулаторни мерки за подкрепа от страна на властите. Според Хайнес (Haynes et al., 2021) е необходимо създаването на ефективен, политически план за преодоляване на проблема с необслужваните кредити в ЕС, тъй като въпреки предприетата силно експанзивна парична политика и евентуалното плавно възстановяване от кризата, балансите на банките ще продължават да се влошават.

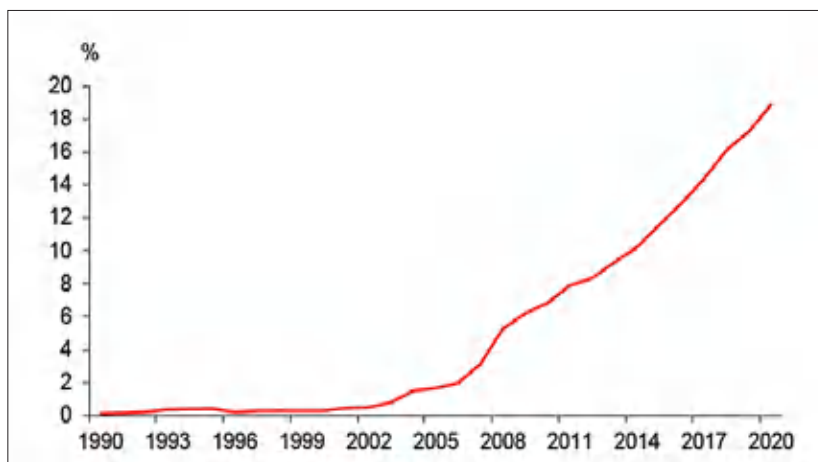
Според Шиварди (Schivardi, 2020, p. 569) осигуряването на по-висока ликвидност по линия на неконвенционалната парична политика по време на Ковид пандемията се свързва с намаляването на стимулите за проверка и мониторинг на кредитополучателите, което е предпоставка за кредитиране на множество слаби компании, често характеризирани като „зомби“ фирми. Авторът подкрепя съвременните нетрадиционни парични мерки и гаранции от правителствата по отношение на осигуряването на ликвидност на ком-

пании, но при положение, че политиката, която се провежда бъде изключително селективна при избора на потенциални заемодатели. Причината е, че би могло да се кредитират фирми, които нямат потенциал или съответно да не бъдат кредитирани фирми, които към момента са до известна степен платежоспособни.

### Емпиричен анализ на ефектите и последиците от „зомби“ кредитирането

За наличието на „зомби“ кредитиране може да се съди по редица индикатори. Текущото изследване се фокусира върху необслужваните кредити, притежавани от компаниите, както и размерът на брутната печалба.

Броят на „зомби“ компаниите нараства непрекъснато след възникването на световната икономическа криза, като ръстът е особено осезаем през 2020 г. предвид Ковид пандемията. Фигура 1 дава информация за покачването на дела на „зомби“ компаниите в САЩ.



Източник: Deutsche Bank Global Research (2020).

**Фигура 1:** Процентен дял на „зомби“ компании в САЩ за периода 1990 г. – 2020 г.

Прави впечатление, че броят на „зомби“ компаниите, спрямо всички компании в САЩ, започва да се покачва, което може непряко да се определи като един сред факторите за възникването на кризата, тъй като ръст се забелязва след 2002 г. Важно е да се отбележи, че в случая под „зомби“ компания се разбира фирма, която е действаща от 10 и повече години и при която коефициентът на покритие на лихвата е по-нисък от 1 за период от три последователни години.

Сред страните от Еврозоната, в които се наблюдава значителен дял на „зомби“ компании, са Италия, Испания, Португалия и Гърция. Тъй като за наличие на „зомби“ кредитиране често се взема под внимание брутния дял на необслужваните кредити, на фигура 2 изследването проследява динамиката на този индикатор на горепосочените страни от Еврозоната, като в анализът са включени Германия и България.



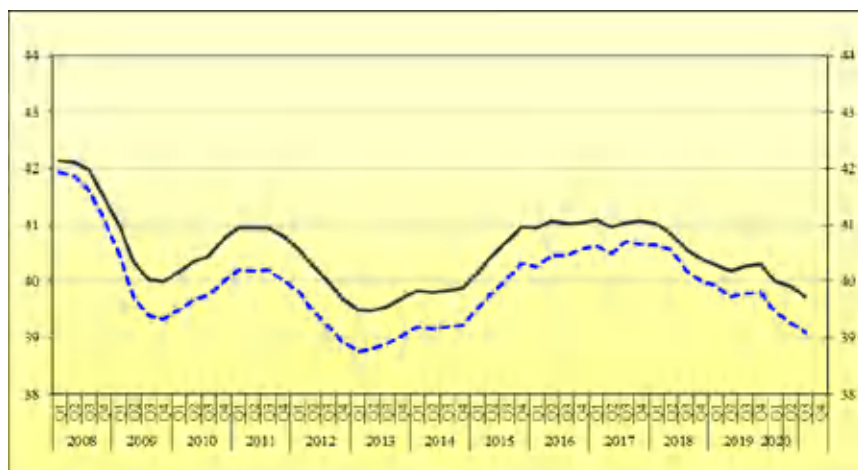
Източник: По данни на Евростат (2020а).

**Фигура 2:** Дял на брутните необслужвани кредити в периода 2014 г. – 2019 г., процент от общите кредити

Според методологията на ЕЦБ и Европейския банков орган (European Banking Authority, ЕВА), за необслужван заем се счита този, който се намира в просрочие повече от 90 дни и следователно се оценява, че кредитополучателят е малко вероятно да изплати своите кредитни задължения.

Според наличните данни в Евростат, прави впечатление, че с най-висок дял необслужвани кредити е Гърция, като пикът се достига през 2015 г., когато нивото на задълженията достига 46,8% от общия брой на дълговете. През 2019 г. стойността продължава да е относително висока – 35,5%. На следващо място, според данните е Португалия, където през 2015 г. дялът на необслужваните кредити достига 17,5% от общия дял. Със сходна задължияност на частния сектор, определена според нивото на необслужвани кредити може да се определи и Италия, където през 2015 г. и 2016 г. те достигат 16,5% от общия дял. В България максимална стойност на дела на необслужвани кредити се наблюдава през 2014 г., когато се равняват на 16 % от общия дял. В Испания най-висока стойност на индикатора се установява през 2014 г., 8,1%

от общите задължения. Германия се характеризира с най-ниски стойности по показателя. През 2014 г. делът на необслужвани кредити се равнява на 3,9%, докато през 2019 г. стойността е едва 1,2%. За целия изследван период се наблюдава известна тенденция към спад на стойността на показателя, макар че очакванията през 2020 г. са стойностите му отново многократно да се покачат вследствие на негативните последици от пандемията с Ковид и последвалите фалити на множество компании.



Източник: По данни на Евростат (2020b).

**Фигура 3:** Брутна печалба на компаниите в ЕС-28 и Евронзоната за периода 2008 г. – 2020 г., в процент от брутната добавена стойност

Друг показател, който свидетелства за наличието на „зомби“ кредитиране е брутната печалба на компаниите, изразена като процент от брутната добавена стойност. Данните са представени на фигура 3, на която са илюстрирани агрегираните дялове на печалба в Европейския съюз и Евронзоната за период от 2008 г. до третото тримесечие на 2020 г.

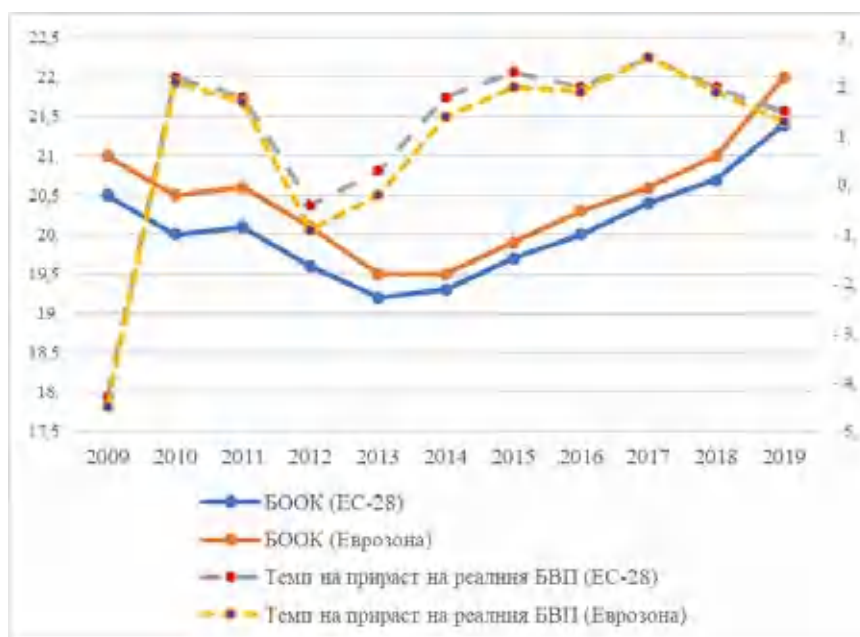
Пунктираната линия отразява данните за дела на печалбата в Евронзоната, докато плътната линия показва нивото на печалба, като процент от брутната добавена стойност в ЕС-28. Прави впечатление, че тенденциите в развитието на двата показателя са сходни. През 2009 г. се наблюдава рекорден спад на показателя, осреднено 41,6% за Евронзоната и съответно 41,9% за ЕС-28. След 2009 г. настъпва известно съживяване на икономическата активност, като до възникването на дълговата криза в Евронзоната през 2012 г. двата индикатора непрекъснато нарастват (Achraya, 2020, р. 4). През 2012 г. в ЕС-28 средната стойност на дела на печалбата формира 40,1%, докато в Евронзоната той е 39,3% – стойност, близка до тази по време на икономическата



криза. В началото на 2013 г. отново след стимулиране на икономическата активност показателите демонстрират положителен темп на нарастване, като за периода от 2016 г. до началото на 2018 г. делът на brutната печалба в Европейския съюз гравитира около 41%, докато в Еврозоната той се равнява на приблизително 40,5%. Данните през 2020 г. ясно отразяват спада на brutната печалба както в ЕС, така и в Еврозоната, което пряко се свързва с Ковид пандемията.

Твърдението, че „зомби“ кредитирането и поддържането на некредитоспособни компании на повърхността рефлектира в редуцирани темпове на икономически растеж и слаба инвестиционна активност в Европейския съюз и Еврозоната може да се докаже чрез зависимост между брутообразуването на основен капитал и темповете на реален икономически растеж, изразена на фигура 4.

На основната ос (лява скала) са изразени дяловете на вътрешните инвестиции в ЕС-28 и Еврозоната, докато на вторичната ос (дясна скала) са отразени темповете на прираст на реалния БВП. След 2009 г., непосредствено след възникването на световната икономическа криза, брутообразуването на основен капитал в ЕС и Еврозоната непрекъснато намалява до 2013 г., като през тази година в ЕС то формира 19,2% от БВП, а в Еврозоната 19,5% от БВП.



Източник: По данни на Евростат (2020с, 2020d).

**Фигура 4:** Зависимост между брутообразуването на основен капитал и темп на прираст на реалния БВП в ЕС-28 и Евроната за периода 2009 г. – 2019 г., в процент

След 2014 г. БООК започва плавно да нараства, но неосезаемо или недостатъчно, че да генерира ръст в БВП. През 2012 г. и 2013 г., когато вътрешните инвестиции в ЕС-28 и Еврозоната са ниски, икономическият растеж е отрицателен, съответно 0,9 и 0,2 в Еврозоната и 0,4 и 0,3 в ЕС. След 2014 г. постепенно се съживява икономическата активност в ЕС, темпът на ръст на реалния БВП през 2015 г. достига 2%, но брутообразуването на основен капитал продължава да нараства, но с ниски темпове, което може да се обясни с факта, че икономическият растеж през този период е обусловен предимно от покачването на потребителските разходи на домакинствата за закупуване на реални стоки и услуги. Прогнозираното покачване на „зомби“ кредитирането по време на Ковид пандемията се очаква допълнително да забави темповете на икономически растеж и вътрешните инвестиции както в ЕС, така и в Еврозоната.

### **Заклучение**

Безпрецедентният спад в икономическата активност през последното десетилетие в световен мащаб довежда до фалит на множество компании, които нямат възможност да обслужват своите кредити. Националните правителства предприемат мерки, свързани с финансова подкрепа на бизнеса, но значителен проблем е, че голяма част от фирмите се оказват „зомби“ компании. Свидетелство за тази неблагоприятна тенденция са емпиричните данни, като нарастващ дял на „зомби“ компаниите, спада в brutната печалба в ЕС-28 и Еврозоната след 2017 г., както и дела на brutните необслужвани кредити, особено силно изразено в Гърция, Португалия, Италия и България. „Зомби“ компаниите се оказват неефективни и се характеризират с ниска производителност, липса на инвестиционна активност, наличие на намаляващи печалби или реализирани загуби, както и нарастваща задлъжнялост.

Без съмнение, в средносрочен план Ковид пандемията ще е сред основните фактори за покачването на броя на „зомби“ компаниите, нарастване на задлъжнялостта, спад в инвестиционната активност, печалбите на фирмите и следователно на темповете на икономически растеж в глобален план. Така изброените неблагоприятни последици, свързани с негативните ефекти от „зомби“ кредитирането предполагат изготвянето на целенасочени макроикономически политики, които да прилагат стриктен мониторинг на компаниите, като внедряват унифицирани стандарти и изисквания при кредитиране и предоставяне на ликвидна подкрепа от страна на финансовите институции.

### Използвана литература

- Acharya, V. (2020). *Zombie Lending, Fiscal Dominance and Financial Stability, Some Implications for the Post-Pandemic World*, New York Stern School of Business.
- Caballero, R., Hoshi, T., Kashyap, A. (2006). *Zombie Lending and Depressed Restructuring in Japan*, NBER Working Paper № 12129.
- Eisert, T., Acharaya, V., Eufinger, C., Hirsh, C. (2019). *Whatever It Takes: The Real Effects of Unconventional Monetary Policy*, *The Review of Financial Studies*, Vol. 32, Issue 9, pp. 3366-3411.
- Haynes, J., Hope, P., Talbot, H. (2021). *Non-Performing Loans – New Risks and Policies, NPL resolution after COVID-19: main differences to previous crises*, Economic Governance Support Unit (EGOV).
- Jedrzejowska-Schiffauer, I., Schiffauer, P. (2016). *European Central Bank’s OMT Decision: Still Within the Framework of the Monetary Policy*, *Journal of International Studies*, Vol. 9, No 2, pp. 195-206.
- Schivardi, F. (2020). *Identifying the Real Effects of Zombie Lending*, *The Review of Corporate Finance Studies*, vol. 9, pp. 569-592.
- Tracey, B. (2019). *The Real effects of Zombie Lending in Europe*, Bank of England, Staff Working Paper №783.
- Deutsche Bank Global Research. (2020). *US share of zombie firms*, available at: <https://twitter.com/schuldensuehner/status/1271048836631461890>
- Eurostat (2020a). *Gross non-performing loans, domestic and foreign entities – % of gross loans*, online data code: tipsbd10, available at: <https://ec.europa.eu/eurostat/web/products-datasets/-/tipsbd10>
- Eurostat (2020b). *Profit share of non-financial corporations*, online data code: tec00100, available at: <https://ec.europa.eu/eurostat/web/products-datasets/-/tec00100>
- Eurostat (2020c). *Gross fixed capital formation (investments)*, online data code: TEC00011, available at: <https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/tec00011/default/table?lang=en>
- Eurostat (2020d). *Real GDP growth rate – volume*, online data code: TEC00115, available at: <https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/tec00115/default/table?lang=en>

\*\*\*

## EFFECTS AND CONSEQUENCES OF ZOMBIE LENDING

Assist. Prof. Anika Petkova, PhD  
Department of Economics  
Faculty of General Economics  
University of National and World Economy  
*e-mail: anika\_petkova@unwe.bg*

### Abstract

*Zombie companies are defined as companies that are unable to service their debts for a long period of time. In this context, zombie lending is defined as financing of zombie companies under particularly favorable conditions in order to prevent bankruptcy, induce recovery of the company, incl. stimulating investment activity and employment. Numerous studies demonstrate that this type of companies worldwide fail to increase their productivity and efficiency and therefore use the allocated liquid funds in order to cover past debts, which proves that zombie lending, incl. and the extended government bond purchase programs used do not stimulate domestic investment and real economic growth rates. Aforementioned adverse effects related to the negative effects of zombie lending imply the implementation of targeted policies aimed at strict monitoring of companies and the application of unified standards and requirements for lending and providing liquidity support by financial institutions.*

**Key words:** zombie companies, zombie lending, debt, productivity, investment, economic growth

**JEL:** E5, E6, F5, G3