

**ПРОБЛЕМЪТ ЗА РЕАЛНИЯ ЛИХВЕН ПРОЦЕНТ
В ЕВРОЗОНАТА. ЕФЕКТИВНО ДЪЛГОВО УПРАВЛЕНИЕ
В УСЛОВИЯ НА ДЕФЛАЦИЯ ИЛИ СИГНАЛ ЗА РЕФОРМИ**

докт. Живко Божидаров Тодоров
Стопанска Академия „Д.А.Ценов“

**PROBLEM OF REAL INTEREST RATE IN THE EURO AREA.
EFFECTIVE DEBT MANAGEMENT IN TERMS OF DEFLATION
OR SIGNAL FOR REFORMS**

Zhivko Bozhidarov Todorov, PhD student
D.A. Tsenov Academy of Economics

***Анотация:** Настоящото изследване се фокусира върху проблема¹ за реалния лихвен процент в рамките на Еврозоната. Интервенциите на ЕЦБ през последните години са предпоставка за изследване влиянието му върху инструментариума за ефективно управление на дълговите нива в условия на дефлация и поведението на финансовите пазари. Сигналите, които те представят, извеждат на преден план необходимостта от структурни реформи.*

***Ключови думи:** Еврозона; Реален лихвен процент; Дефлация; Ефективно дългово управление; Структурни реформи.*

JEL: E43, E44, F34

***Abstract:** The present survey focuses on the problem of the real interest rate in the Eurozone. ECB interventions in recent years are a prerequisite for studying its impact on the tools for effective management of debt levels in a deflationary environment and the behavior of financial markets. The signals they represent highlight the need for structural reforms.*

***Key words:** Eurozone; Real interest rate; Deflation; Effective debt management; Structural reforms.*

JEL: E43, E44, F34

Въведение

Актуалният характер на зададения проблем е продиктуван от процесите, които се наблюдават през последните пет години в рамките на Еврозоната. Кризата на суверенния дълг, изисква навременна и адекватна намеса, както на национално ниво, така и на ниво ЕЦБ. Преодоляването на рецесията и дисбалансите в икономиката, непос-

¹ Разработката е част от поредица от научни изследвания върху темата за Държавната платежоспособност и Конвергентните критерии в рамките на Европейския съюз (ЕС). Това изследване надгражда вече разгледана в предходна разработка на автора тематика, описана във: Todorov, Zh. (2015). "MONETARY INTERVENTIONS OF ECB - GENERATOR OF DECISIONS OR FACTOR FOR ECONOMIC INSTABILITY". Разработката е дадена за публикуване. VI International Scientific Conference „The post-crisis financial world – stagnation or radical change“, UNWE, 21-24 May 2015, Ravda, Bulgaria

редствен резултат от непоследователна фискална политика за последното десетилетие, създава необходимост от стимулиране на анемичния икономически растеж на ниво – потребление и инвестиции. Друга компонента, изискваща подобна намеса се явява възникналата в резултат на спад в потреблението дефлационна спирала. Липсата на единен фискален инструмент² за корекция чрез дискреционна политика по отношение на разходите, прави директната фискална намеса неефективна в условия на прекомерна дългова тежест.

Наблюдаваните масирани интервенции на ЕЦБ, чрез инструмента на количествените улеснения (т.нар. QE) успяват да предоставят необходимите ресурси на националните фискални органи за стимулиране на потреблението по линия на нарастваща разходна част. Изискването ЕЦБ да не участва директно на първичния пазар на дългови инструменти, емитирани от националните правителства създава условия цените на вторичния пазар да бележат експоненциален ръст за сметка на значителна корекция в доходността по дългосрочните дългови емисии. Този ефект се дължи на липса на капиталово пространство /капиталова мобилност/ за активна фискална намеса, чрез достъп до капиталовите пазари, налага интервенциите на монетарните власти да бъдат насочени към предоставяне на необходимата ликвидност.

Ликвидност в икономиката, която реално не може да съществува, поради нарастващия кредитен странови риск. Пренебрегвайки конвенционалната логика, евтиното кредитиране допълнително води до нарастване на дълговите нива чрез ефекта „money for nothing“ в икономиката, поради ефекта на изтласкване на частните инвестиции (т.нар. „Crowding out effect“). Хипотеза на Hayashi-Prescott³ и теорията на Тобин – „Tobin's Q theory“⁴ правят опит да обяснят този феномен в икономиката, водещ след себе си до неефективност и генериране на „балони“ в средносрочен период. Проблемът за реалния лихвен процент в икономиката намира логично обяснение в няколко теории, правещи опит да се даде обяснение за връзката между глобалните индекси на акции и реалните лихви.

Тази връзка има съществено влияние върху настройката на монетарната и фискалната политики. Теориите за т.нар. „Грайна стагнация“ и „Финансова регресия“, изразени от Rogoff (2013)⁵ разглеждат връзката на по-високите правителствени разходи с хроничен недостиг в глобалното търсене, което предизвиква дефлация. Според втората теория, по-ниската доходност и икономически растеж е необходимата „цена“ за прекомерната задлъжнялост в глобален мащаб, което важи в пълна степен за Еврозоната.

Ерата на ниските лихви и нарастващите цени на активите по света може да се промени, ако централните банки прекратят широкомащабните си програми за ликвидна подкрепа и затегнат политиката си. Това би довело до повишаване на лихвените проценти и проблем за рефинансиране на дълговото обслужване в редица силно задлъжнели страни от зоната. Това поставя въпроса дали евтиното дългово обслужване в условия на дефлация е подходящ ход за извършване на структурни реформи на фискално и монетарно ниво.

² какъвто е единната европейска фискална рамка

³ Andolfatto, David. & Nihon Ginko. Kinyu Kenkyujo. 2003, *Monetary implications of the Hayashi-Prescott hypothesis for Japan* / David Andolfatto Institute for Monetary and Economic Studies, Bank of Japan Tokyo <http://www.imes.boj.or.jp/english/publication/edps/fedps2003_index.html>

⁴ Tobin, J., 1969, „A General Equilibrium Approach To Monetary Theory“// *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 1, No. 1 (Feb., 1969), pp. 15-29 <<http://www.jstor.org/stable/1991374> >

⁵ Кенет Рогоф се опитва да обясни ниските реални лихви прави чрез т.нар. „Secular stagnation theory“ и „Financial theory“// *The Stock-Bond disconnect*.2015 <<http://www.project-syndicate.org/commentary/equity-low-interest-rates-by-kenneth-rogooff-2015-03>>

В структурен план настоящето изследване обхваща **три** основни раздела: **Първи раздел** ще направи критичен преглед на литературата, свързана непосредствено със зададения проблем. **Втори раздел** има за цел да обхване и изследва влиянието на реалния лихвен процент в условия на дефлация върху фискалната политика и отражението му върху резултатите на финансовите пазари. **Трети раздел** е предназначен за заключения и изводи на база установени до момента резултати и зависимости.

На тази основа **обект** на изследване е реалния лихвен процент (РЛП). **Предмет** на доклада е механизмът на влияние на реалния лихвен процент върху икономиката по отношение ефективното дългово обслужване и нормата на възвръщаемост във финансовия сектор в средносрочен план. **Целта** на настоящата разработка е да се очертаят границите за ефикасна намеса на ЕЦБ във времеви аспект и на ниво инструментариум. Основната изследователска **теза** е насочена към доказване степента на влияние на реалния лихвен процент (РЛП) върху цената и доходността на облигациите на дълговите пазари, създавайки ефект на необосновано нисък процент по обслужване на дълга /ефективно дългово обслужване/ в дефлационна среда. Основните **задачи**, които се поставят в тази разработка са: *Първо*, идентифициране факторните влияния на РЛП и дефлацията, спрямо пазара на дългови инструменти; *Второ*, изследване отражението в динамика на горепосочените фактори върху кредитната мобилност и операциите по рефинансиране на падежни емисии в средносрочен план; *Трето*, установяване наличието на предпоставки за изкривяване на конвенционалните решения на фискално ниво и генериращи дългова неустойчивост. *Четвърто*, изследване отражението им върху финансовите пазари и в частност – нормата на възвръщаемост.

Представените хипотези и теории ще бъдат анализирани в първи раздел на настоящата разработка, предназначен за критичен преглед на основни теоретични постановки и литература по дискутирания проблем.

I. Критичен преглед на литературата върху поставения проблем

В текущия раздел на настоящата разработка ще бъдат разгледани различни виждания и теории, които поставят акцент върху водещата роля и значение на реалния лихвен процент в икономиката. Основни теории, които правят опит да обяснят този феномен за реалния лихвен процент в условия на дефлация са представени от Rogoff (2013). Теорията за „Трайната стагнация“ представя ниските реални лихвени нива, като симптом и резултат от недостатъчно търсене в глобален мащаб на съвкупното търсене. Този хроничен недостиг води до трайно нарастване на правителствените разходи като дял от БВП повече от 2 пъти за последните няколко десетилетия.

Farmer (2011)⁶ също споделя виждането в тази насока. Втората теория се свързва с т.нар. „Финансова репресия“ и виждането според нея е че експанзионистичната монетарна политика насочена към осигуряване на ликвидна подкрепа в икономиката /и по-конкретно за фискални цели/ води до значително изкривяване на кредитния странови риск, имплементиран чрез лихвената доходност по държавните облигации. Реалните лихвени нива при липса на пазарни намеси на вторичните пазари биха били значително по-високи поради по-високата рискова премия, но отрицателната доходност по редица облигационни емисии създава предпоставка за характеризиране на отрицателната лихва като хеджираща интервенция в баланса на ЕЦБ. По ниската реална доходност се приема за „скрит данък“ върху притежателите на държавни облигации,

⁶ Вж. Farmer, R., 2011, „Market psychology, high unemployment and rational bubbles“// <<http://www.voxeu.org/article/market-psychology-high-unemployment-and-rational-bubbles>>

ниските норми на печалби в условия на дефлация и силнозадлъжнялата икономическа среда. Съществува връзка между ниската реална доходност по облигациите и нормата на печалба във финансовия сектор.

Такава връзка може да се открие при Tobin (1969)⁷ и P. Moya-Martínez et al (2013)⁸. Според теорията за Q-value на Тобин, всички стойности на показателя над единица са индикатор за надценяване стойността на акциите т.е. ако една компания е високо ливъриджирана /което е характерно за хеджфондовете/ то тя ще има и нарастваща цена на акциите, което се дължи от една страна на евтиното кредитиране /чрез реалния лихвен процент по заемните средства/ и от друга страна на нарастващата цена на активите. Поради тази причина ръстът в цените на акциите и привличането на евтин кредитен ресурс, изисква нарастване на възвръщаемостта от активите (т.нар. ROA), което е пряко свързано с потреблението и нетната сегашна стойност (NPV) от дейността и инвестициите. В изследването на P. Moya-Martínez et al (2013) промените в лихвените проценти могат да имат значително влияние върху стойността на нефинансовите компании чрез няколко канала. *Първо* – повишаването в лихвените проценти води до нарастване на разходите за лихви на силно задлъжнели компании, като по този начин се намаляват разполагаемите бъдещи парични потоци за дивиденди с произтичащата от това негативна последица върху цената на акциите. *Второ*, промените в лихвените проценти имат влияние върху пазарната стойност на финансовите активи и задълженията, държани от нефинансовите фирми. *Трето*, движението на лихвените проценти влияе върху алтернативната цена и капиталовите инвестиции. По-високите лихвени проценти правят облигациите по-привлекателни и майки предвид тяхната рисково-доходна характеристика, което е стимул за инвеститорите да преориентират своите инвестиционни портфейли, закупувайки облигации и продавайки акции, което води до натиск върху цените на акциите. На *четвърто* място, промени в лихвените проценти могат да окажат съществено въздействие върху равнището на реалната активност в икономиката в краткосрочен до средносрочен план, и това се отразява на цените на акциите, чрез промяна на очакванията на бъдещите парични потоци.

Анализирайки теорията на Тобин за влиянието на количествените улеснения (QE) върху печалбите и цените на финансовите пазари, като пряко следствие на занижените лихвени под пазарните създава грешна представа, че спестените средства в икономиката са в изобилие, което носи стимул за компаниите (и правителствата) да инвестират средства в проекти с отрицателно NPV, което би отразило реалната цена на финансиране, но това се проявява едва когато цените започнат да падат и евтиният кредит бъде прекратен. Ако се направи паралел между влиянието на реалната доходност /реалния лихвен процент/ върху корпоративния сектор и финансовите пазари и пазара на суверен дълг, то тя би характеризирала правителствата като високоливъриджирани компании, които имат достъп до ултра ниски лихвени проценти, но за разлика от хеджфондовете те прехвърлят риска по обслужване на този дълг върху държателите на този дълг срещу активи или гаранция за бъдещо евентуално плащане. Ръстът в цените на тези облигации и ликвидната подкрепа от ЕЦБ /като кредитор и държател на облигации/ под формата на програми за изкупуване на облигации, обезпе-

⁷ Tobin (1969) defines the value of Q as the market value of the firms divided by the cost of replacing capital. A high value of Q will increase investment because the market price of firms will be high relative cost of capital. Thus, an expansionary monetary policy will induce public spending in the stock market and consequently increase prices in the stock markets and raise the Q value

⁸ P. Moya-Martínez, R. Ferrer-Lapeña & F. Escibano-Sotos, 2013, „Relationship between interest rate changes and stock returns in Spain: A wavelet-based approach”// Department of Economic and Financial Analysis, University of Castilla-La Mancha < www.uclm.es/dep/daef/ >

чени с активи (ABSPP) създава предпоставки за осъществяване на инвестиционни намерения и стимулиране на потреблението за нуждите на растежа в икономиката.

Според White (2006)⁹ продължително поддържане на разхлабена монетарна политика, следвайки антидефлационна и ценовата стабилност, е възможно да доведе до съществени и силни отклонения от историческите норми на редица показатели – ниво на дълга, норма на спестяване, цени на финансовите инструменти, които биват характеризирани като индикатори за дисбалансираност. Устойчив икономически растеж може да бъде постигнат, ако инвестиционната активност бива финансирана чрез инструментариума на спестяването в икономиката. Следвайки тази логика, ако икономическият растеж изпреварва нормата на спестяване, то той се базира на несъществуващи и изкуствено създадени средства в икономиката за нуждите на кредитната експанзия. Кредитно-базираният растеж, може да се характеризира като неустойчив във времето поради ограничителните условия на спестовността и волатилността в цената на кредита, вследствие на незапазни влияния с експанзионистичен монетарен характер

В свое изследване Chen et al. (1986)¹⁰ свидетелства, че индустриалното производство, промените в рисковата премия, флукуациите в доходната крива и инфлацията са най-съществените променливи, обясняващи очакваната пазарна доходност. Съществуват и няколко други фактори като валутен курс, цени на суровините, краткосрочни лихвени проценти и спреда между дългосрочните и краткосрочните лихвени проценти.

Необходимо е да се търси теоретична обосноваост и на инструмента на разходната политика, като следствие и инструмент за влияние върху икономическия растеж. Разходния инструмент според Krugman (1999) и Eggertsson (2002) води до нарастване на номиналния правителствен дълг и до намаляване на очакваната реална доходност чрез ефекта на по-високата инфлация в икономиката. Провеждането на активна разходна политика във време на дефлация прави проблема за реалната дългова тежест и неговото реструктуриране актуален. Съществуват механизми за реструктуриране¹¹ на дълговата тежест, в условия на непрекъснатост по отношение достъпа до капитали¹², като важна компонента от дълговото обслужване.

II. Влияние на реалния лихвен процент върху ефективното дългово обслужване в условия на дефлация и отражението му върху финансовите пазари

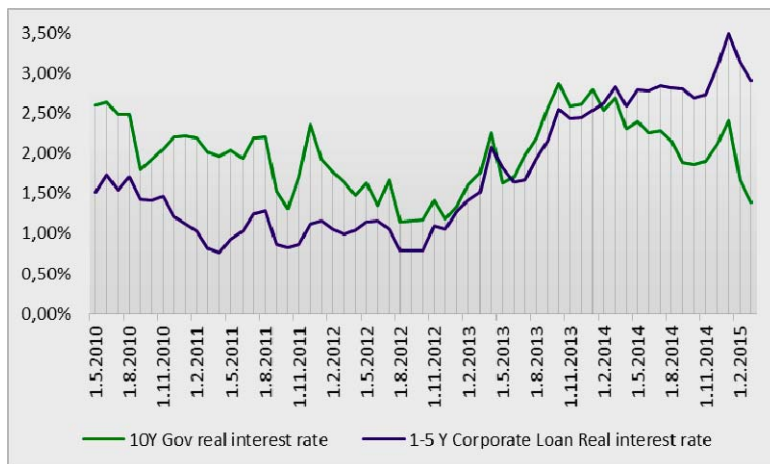
На база на резултати от предходна разработка по текущата проблематика беше установено наличие на съществено факторно влияние на четири основни макропоказатели върху държавната платежоспособност: CDS, ST int. Rate, Exchange rate, Stock Market Return. На тази основа следващите фигури показват зависимост на тези и други фактори.

⁹ Вж. White, W., 2006, „Is price stability enough?“//BIS working papers No.205 . Bank for International Settlements (BIS) p.1 < <http://www.bis.org/publ/work205.htm> >

¹⁰ Вж. Chen, Nai-Fu, Roll, R. & Ross, Stephen A., 1986 „Economic Forces and the Stock Market“//The Journal of Business, Vol. 59, No. 3(Jul.1986), 383-403 < http://www.jstor.org/stable/2352710?seq=1#page_scan_tab_contents >

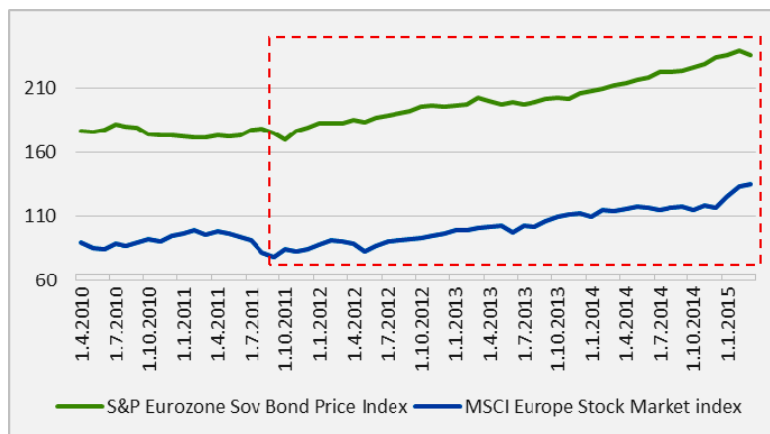
¹¹ Вж. Подр. Адамов, В., „Теория на финансите“, В.Търново, Абгар, 2002 , с.387-416

¹² Вж. Zahariev, A., „Debt management“, Veliko Tarnovo, Abagar, 2012, p.101-109



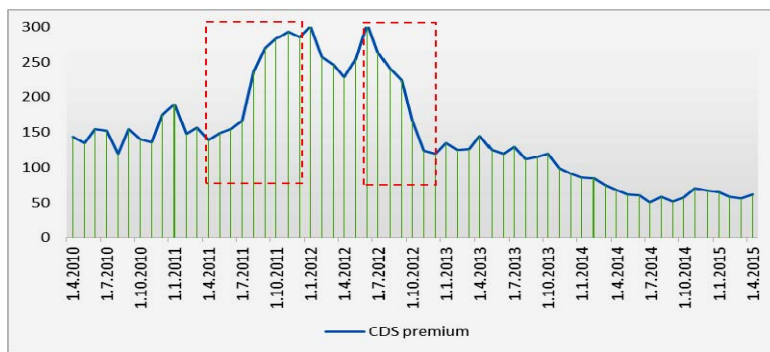
Фиг. 1.1. Динамика на Реалните лихвени проценти по 10-годишните бенчмарк държавни облигации и по заеми от една до пет години към корпоративния сектор за периода 2010-2015 г.
Източник: ЕЦБ

От Фиг. 1.1 се констатира, че нарастващата „цена“ по фирмените кредити и реалната доходност по облигациите за един определен период се дължи на липса на ликвидна подкрепа от ЕЦБ.



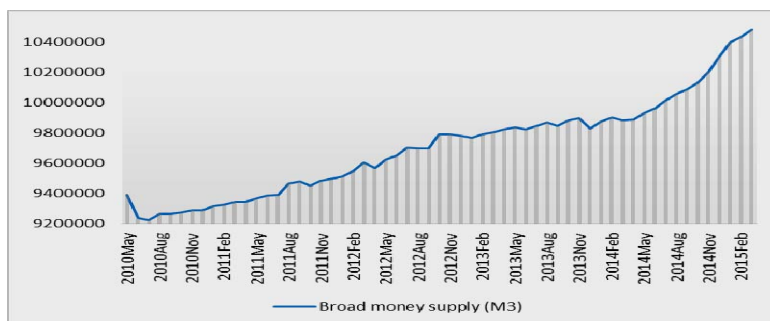
Фиг. 1.2. Експоненциален растеж на индексите: S&P Eurozone Sov. Bond Price Index и MSCI Europe Stock Market Index за периода 2011-2015 г.
Източник: MSCI.com, spindices.com

Фиг. 1.2. представя резултати, които в значителна степен са в противоречие на теоретични твърдения, доказващи отрицателната корелация между доходността от облигациите и тази на финансовите пазари. Положителна корелация между тях е феномен, който може да се обясни с отрицателната връзка между инфлацията и цените на финансовите пазари. Поради дефлационната среда и директната връзка с лихвения процент цените на дълговите инструменти растат едновременно с тези на финансовите пазари. Източник на влияние оказват операции на открития пазар т.е. ABSPP



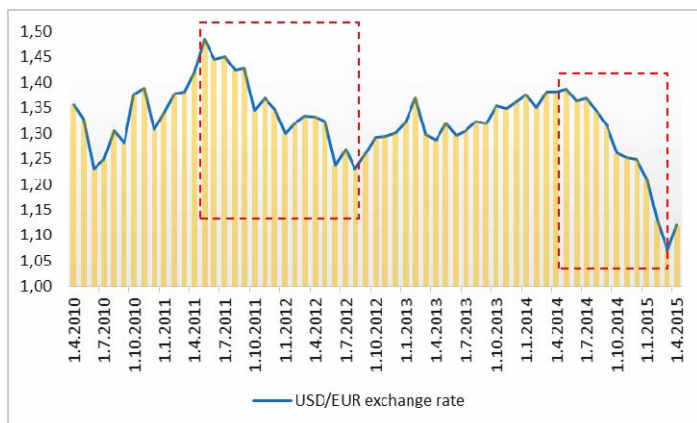
Фиг. 1.3. Изменение на CDS (credit default swap) за периода 2010-2015 г.
Източник: *Indexq.org*

На Фиг. 1.3. е представено изменението на CDS, където се наблюдават два момента. Първият отчита рязко повишаване на премията, което се дължи на нарастващия кредитен странови риск. Вторият момент представя период на рязък спад, последван от продължителност, който се дължи на рязък спад в кредитния странови риск от неплатежоспособност. Тези подпериоди съвпадат с програмата на ЕЦБ за изкупуване на държавни облигации, което прави силна зависимостта на CDS премията от пазарна намеса и предоставяне на иначе ограничена ликвидност в нормални условия на пазара /поради по-високия риск/. Фактическото прехвърляне на високия кредитен риск създава условия за концентриран риск от неплатежоспособност.



Фиг. 1.4. Експоненциален растеж на Broad money supply (M_2+CM) за периода 2010-2015
Източник: *ЕЦБ*

Нарастването на „Широкия“ паричен агрегат M_3 на *Фиг. 1.4*, с експоненциален темп се дължи на операциите по предоставяне на ликвидност. В опит за борба с дефлацията ЕЦБ, печата пари, които обаче не достигат до реалната икономика, а се проявява ефекта на „изтласкване на частните инвестиции“. Това води до неефективност и нисък кредитен растеж. Абсорбацията на този паричен ресурс чрез инструмента на ДЦК и последващото разходно стимулиране на инвестициите и потреблението не създават предпоставки за излизане от дефлационната спирала, а за генериране на нова дългова тежест.



Фиг. 1.5. Историческо представяне движението на валутен курс USD/EUR
Източник: *Capital IQ*

Фиг. 1.5. представя валутната двойка USD/EUR. Констатациите, които могат да бъдат направени са, че се наблюдават 2 периода на девалвация от страна на единната европейска валута спрямо долара. Девалвацията на еврото се дължи не на инфлацията, а на дефлацията. Операциите по платежните баланси са положителни, но валутния приток е отрицателен, което в съчетание с по-високата парична маса създава предпоставки за недостиг на валутни резерви.

III. Заключение

Проблемът за реалната доходност в икономиката е пряк резултат от интервенциите на ЕЦБ, чрез т.нар.(QE) за предоставяне на необходимите ресурси на националните фискални органи за стимулиране на потреблението по линия на нарастваща разходна част. Изискването ЕЦБ да не участва директно на първичния пазар на дългови инструменти, емитирани от националните правителства създава условия цените на вторичния пазар да бележат експоненциален ръст за сметка на значителна корекция в доходността по дългосрочните дългови емисии. Този ефект се дължи на липса на капиталово пристранство /капиталова мобилност/ за активна фискална намеса, чрез достъп до капиталовите пазари, налагайки интервенциите на монетарните власти да бъдат насочени към предоставяне на необходимата ликвидност. Ликвидност в икономиката, която реално не може да съществува, поради нарастващия кредитен странови риск. Пренебрегвайки конвенционалната логика, евтиното кредитиране допълнително води

до нарастване на дълговите нива. Така „цената“ за дълговата тежест се трансформира в затихваща икономическа функция. Дългови нива, които без ефективно реструктуриране не могат да бъдат финансирани при нормални условия, а ЕЦБ не може перманентно да предоставя необходимата ликвидност, поради намаляващите валутни резерви и изискванията за граница по отношение размера на активите и. Това поставя Евроната пред дилема за нисък икономически растеж в условия на продължителна дефлация или алтернатива за дългово реструктуриране и ръст в разходните програми за ефективно стимулиране на реалната икономика.

Литература:

1. **Адамов, В.**, „Теория на финансите“, В.Търново, Абагар, 2002
2. **Andolfatto, David. & Nihon Ginko. Kinyu Kenkyujo.** 2003, *Monetary implications of the Hayashi-Prescott hypothesis for Japan / David Andolfatto* Institute for Monetary and Economic Studies, Bank of Japan Tokyo <http://www.imes.boj.or.jp/english/publication/edps/fedps2003_index.html>
3. **Chen, Nai-Fu, Roll, R. & Ross, Stephen A.**, 1986 „Economic Forces and the Stock Market“//*The Journal of Business, Vol. 59, No. 3(Jul.1986), 383-403* <http://www.jstor.org/stable/2352710?seq=1#page_scan_tab_contents >
4. **Eggertsson, Guiti B.** (2002). „Committing to be Irresponsible: Deficit Spending to Escape the Liquidity Trap” Working paper, Princeton University.
5. **Farmer, R.**, 2011, “Market psychology, high unemployment and rational bubbles”// <<http://www.voxeu.org/article/market-psychology-high-unemployment-and-rational-bubbles>>
6. **Krugman, P.**, (1999), „Thinking About the Liquidity Trap”<<http://web.mit.edu/krugman/www/trioshrt.html> >
7. **P. Moya-Martínez, R. Ferrer-Lapeña & F. Escribano-Sotos**, 2013, “Relationship between interest rate changes and stock returns in Spain: A wavelet-based approach”// *Department of Economic and Financial Analysis, University of Castilla-La Mancha* <www.uclm.es/dep/daef/ >
8. **Rogoff, K.**, 2015 *The Stock-Bond disconnect.* <<http://www.project-syndicate.org/commentary/equity-low-interest-rates-by-kenneth-rogooff-2015-03>>
9. **Tobin, J.**, 1969, „A General Equilibrium Approach to Monetary Theory”, *Journal of Money, Credit and Banking*, 1, (1), 15-29, <<http://www.deu.edu.tr/userweb/yesim.kustepeli/dosyalar/tobin1969.pdf> >
10. **White, W.**, 2006, „Is price stability enough?”//*BIS working papers No.205* . Bank for International Settlements (BIS)< <http://www.bis.org/publ/work205.htm>>
11. **Zahariev, A.**, „Debt management”, *Veliko Tarnovo, Abagar, 2012*