

НЕГАТИВНО ВЛИЯНИЕ НА ОТРИЦАТЕЛНИТЕ ЛИХВИ И ЦЕНИ ВЪРХУ РЕАЛНАТА ИКОНОМИКА

гл. ас. д-р Красимира Найденова
Икономически университет - Варна

UNFAVORABLE IMPACT OF NEGATIVE INTEREST RATES AND PRICES ON THE REAL ECONOMY

Chief Assist. Prof. Krasimira Naydenova, PhD
University of Economics – Varna, Bulgaria

Резюме

Отрицателните лихви и отрицателните цени имат сериозни последици върху реалната икономика. Разрушават се механизмите за оценяване на риска и възвръщаемостта, както и за прогнозиране на представянето и на стойността на компании и активи, за някои бизнеси достъпът до капитал намалява. Това са проблеми на връзката между реалния и финансовия сектор и докладът цели да разкрие част от видимите на повърхността последици от стратегията за справяне с кризите, както и да дефинира някои отрицателни ефекти върху реалната икономика.

Ключови думи: Отрицателни цени, отрицателни лихви, достъп до капитал, цена на капитала.

JEL класификация: G320

Abstract

Negative interest rates and negative prices have serious consequences for the real economy. Mechanisms for evaluating risk and return, as well as for assessing the performance and value of companies and assets are being disrupted, and access to capital is decreasing for some businesses. These are problems of the relationship between the real and financial sectors, and the study aims to reveal some of the visible consequences of the crisis management strategy, as well as to define some negative effects on the real economy.

Keywords: Negative prices, negative interest rates, access to capital, cost of capital.

JEL Classification: G320

Въведение

Последните 15 години поставят редица предизвикателства пред реалната икономика и финансовия сектор. Финансовата криза от края на 2008 г. предизвиква централните банки с мащаба си и възможните последици, те реагират с множество нетрадиционни мерки. Сред тях са количествените улеснения и нулевите лихви. Целта е парите да стигнат до бизнеса и търговския, индустриалния сектор и този на услугите да не търпят отрицателни влияния поради токсичните банкови портфейли. Мерките продължават твърде дълго и през март 2020 г. все още са в сила. Тогава световната пандемия предизвиква още по-сериозна криза, реалният сектор е по-ударен от финансовия, но инструментите на централните банки и правителствата остават същите – още количествени улеснения и същите нулеви, дори отрицателни лихви.

Номиналните отрицателните лихви не стигат до реалния сектор, само някои държавни облигации постигат за кратко този резултат. Въпреки това за дълъг период лихвите по всички държавни първокласни книжа и по много от корпоративните дългови

книжа са реално отрицателни. Този факт е с множество последствия и в повечето случаи те са отрицателни.

Още през 2008 г. пазарът на електроенергия регистрира изолирани случаи на отрицателни цени. Те не са правило, но нулевите цени на този ресурс, в определени моменти, вече са практика дори в България. Обяснението за това са особеностите на стока, която не може да се складира, както и непрекъсваемостта на производствения процес. Обясненията за отрицателните цени на петролните фючъри през април 2020 г. са извън индустрията, но стойностите са факт. От гледна точка на финансите, проблемът е сериозен и многоаспектен и това се отнася и до отрицателните лихви.

Отрицателните лихви разрушават модела на образуване на цената на капитала за индустриалните и другите компании от реалния сектор, сричат механизма „риск / възвръщаемост“ и понижават дохода от инвестиционните портфейли. Последните не са само финансов проблем, защото се отнасят дори до пенсионните фондове. Отрицателните цени не позволяват прогнозиране и моделиране на паричните потоци на бизнеса, както и изкривяват оценките за стойността на активите и фирмите. От финансов проблем това препятствие естествено става проблем на финансирането на компаниите.

Дефинирането на проблема и на първоначално видимите ефекти е цел на доклада, а разкриването на причините за явлението и дългосрочните последствия естествено остават предмет на по-широко изследване.

1. Пазарни факти

Covid рестрикциите поставят световната икономика в състояние на шок, несравним дори с Голямата депресия. През 30те години на XX век, както и при кризата от 2008 г., са необходими години, за да се отчете срив от 10% и ръст на безработицата над 10%. През март 2020 г. това се случва за три седмици, а кризата е дълбока и при търсенето, и при предлагането. Секторът на услугите се повлиява драматично - до този момент сред имунизираните при кризи и с дял 70% от БВП в развитите страни, тогава той спира напълно. Повече от 80% от заетите в САЩ остават по домовете си (Schwab и Malleret (2020)).

Таблица 1

Промени в приходите на най-големите в хотелиерството, круизния туризъм и при самолетните полети

Компания	приходи, хил. USD		
	2019	2020	TTM, април 2022
Hilton	9 452 000	4 307 000	5 788 000
Carnival	20 825 000	5 594 000	3 505 000
Delta Air Lines	47 007 000	17 095 000	29 899 000

Източник: <https://finance.yahoo.com/>

Таблица 2

Приходи на Big 5

приходи, хил. USD		
2019	2020	TTM, април 2022
899 093 000	1 072 086 000	1 408 614 000

Източник: <https://finance.yahoo.com/>

Таблица 3

Приходи на Big Pharma

Приходи, млн. долари	2019	2020	TTM, April 2022
Общо Big Pharma	443 273	450 112	519 169
Приходи на производителите на ваксини сред Big Pharma	171 440	161 861	214 238

Източник: <https://finance.yahoo.com/quote>

Кризата не удря еднакво всички индустрии. Бизнесите с електронни устройства и софтуер, както и онлайн търговците, регистрират едни от най-добрите си години (таблица 2). Същото се случва и с производителите на лекарства (таблица 3). Хотелиерството, пътуванията и круизната индустрия са най-сериозно засегнати (таблица 1). Данните са за най-големите в бизнеса, малките фирми нямат капацитета да посрещнат подобни пазарни условия и много от тях прекратяват дейност.

Отрицателните цени на петрола, регистрирани на 20 април 2020 г., потвърждават сериозността и дълбочината на кризата. Тогава цените на месечните петролни фючърси постигат за пръв път в историческото развитие на световната икономика отрицателна стойност – минус повече от 37 долара. Статистиката преди това показва стойности от 50 до 70 долара до началото на 2020 г., срив на 20 април 2020 г., цени под 50 долара до януари 2021 г. (Crude Oil WTI (USD/Bbl)) (<https://tradingeconomics.com/commodity/crude-oil>).

Факторите за отрицателния рекорд са няколко - месеци преди Covid затварянето Русия и Саудитска Арабия започват петролна „война“, търсенето на петрол се срива поради замразената икономическа активност в резултат на правителствените реакции на обявената пандемия. Светът на физическите доставки е фактор и това отличава пазарите на книжа от пазарите на суровини и стоки. Спекулантите търпят не само загуби от промяна в цените, но и поради транспортните и складовите разходи и възможности, което е причина този сегмент на търсенето да пресъхне. Предлагането също е ударено - доставчиците работят според технологичните опции на бизнеса си – производството в определени сектори не може да спре (петрол и газ), в други (храни и суровини за хранителната промишленост) срокът на годност и условията за съхранение са фактор за незабавна продажба. Появяват се тотално различни цени на една и съща суровина на различните пазари поради възможностите за съхранение в съдовете за доставка. Арбитражната теория за ценообразуването придобива нов аспект, а тънкостите на договорите за международна търговия и транспорт получават завидно място на финансовите пазари. Новините за ниските цени не са положително приети и не са от полза – евтините горива не са фактор в блокирания поради затварянията транспорт. Понижените цени на другите суровини също са без значение – повечето бизнеси не работят. Натрупаните загуби за доставчиците се калкулират и през пролетта на 2022 г. стават ценообразуващ фактор за всички суровини, оттам и се пренасят на пазарите на потребителски и индустриални стоки.

За част от индустриалните фирми отрицателните цени не са новост, те са факт на борсовите пазари на електричество и преди това. Поради либерализацията на тези пазари то от години се търгува борсово и процесът много прилича на този при други суровини, в същото време са налице различия. Като стока електричеството има важна особеност – то, веднъж произведено, не може да се складира и поради това цените понякога са отрицателни. На ЕРЕХ пазара Fanone, Gamba и Prokorsczuk (2011) регистрират няколко случая на отрицателни цени, в интервала -149.94 е/MWh до -34.05 е/MWh още през 2008 г. Обяснението е в нарасналата продукция от възобновяеми източници по принцип и в

конкретни случаи поради намалено търсене или поради проблем с преноса. Това е валидно и за нулевите цени на електричеството в определени моменти и в България.

2. Опити за справянето с кризите

Кризите от края на 2008 г. и от началото на 2020 г. получават еднакво монетарно решение. Експанзионистичната политика на най-влиятелните централни банки е факт, тя включва количествени улеснения и нулеви, дори отрицателни лихви. Силно усложняващо обстоятелство е фактът, че такава политика те прилагат още от края на 2008 г. и през март 2020 г. все още не са успели да нормализират нивата на лихви и парично предлагане поради финансовата криза 12 години преди това. Едно от последствията са правителствени дългове с отрицателни лихви. През 2019 г. номиналната стойност на държавните облигации с отрицателен доход достига 13 трилиона долара и се повишава впоследствие до 14 трилиона (<https://corporatefinanceinstitute.com/resource/fixed-income/negative-yielding-bonds/>). Този дълг се купува от инвеститори, в повечето случаи институционални, които опитват да съхранят по-голямата част от капитала си, да изпълнят регулационно изискване за капиталова алокация или договорно изискване за обезпечение на дълг, или да пробват да постигнат някаква възвръщаемост чрез рисков валутен арбитраж, при промяна на валутните курсове в положителна за тях посока. Твърде често инвестирането при отрицателна доходност е симптом на мащабна несигурност в определени юрисдикции или пазарни сектори и предполага изключително лоши прогнози, при които загубата на няколко процентни пункта от портфейлите изглежда като благоприятен изход.

Влиянието на отрицателните лихви върху финансовия сектор все още се изследва и е спорно. Що се отнася до ефектите върху реалния сектор, няколко важни елемента отдавна са налице. На първо място е цената на капитала. Капиталът е ресурс, един от само няколко, незаменяеми в индустрията, услугите и аграрната икономика. Всеки ресурс има цена и при капитала това са лихвите по дълга, нетирани с данъчния ефект, ако капиталът е заемен и изискуемата възвръщаемост от акционерите, ако капиталът е собствен. Безрисковата доходност е важна част от формирането на цените на капитала, тя е стъпалото, което рисковите инвестиции трябва задължително да прескочат и да реализират още по-висока възвръщаемост, поради поетия от инвеститорите риск. Когато безрисковата доходност е нула, цената на капитала спада, но рискът не се променя. Когато безрисковите алтернативи за инвестиции отсъстват, фондовете на разположение трябва да бъдат инвестирани рисково. Предлагането на капитал нараства, сработва механизмът на търсенето и предлагането и цената спада. Рискът на инвестициите, обаче не намалява. Напротив, в условията на несигурност изобщо, рецесия при кризата от края на 2008 г. и затворени бизнеси и хора при Covid политиките, рискът сериозно нараства. Цената на капитала, при отрицателна безрискова доходност, се променя в обратна посока. Разрушава се парадигмата „риск / възвръщаемост“ и собствениците на капитал и на производствени ресурси се оказват на две различни планети.

3. Нови проблеми

Държавните реакции на двете кризи задължително включват осигуряване на пари, правителствата планират толкова средства, колкото са необходими, за да доставят спешно фондове към банките в първия случай и към домакинствата и фирмите във втория. Бюджетите естествено се влошават. След връщането на икономиките към нормалния ритъм числата трябва да бъдат анализирани, но това е проблем на финансовия

сектор. Индустрията остава с други проблеми и сред тях са цената на капитала, стойността на компаниите и достъпа до капитал.

Отрицателните цени на петрола са negliжирани от научната общност, вероятно поради краткото време, в което те съществуват. Отрицателните цени на електричеството имат своето обяснение в моментните сризове на търсенето и това се приема за нормално, поне към момента. Отрицателните лихви, обаче, са факт за години и поставят нови правила в класическата игра на бизнеса, риска и печалбите. Отрицателните лихви декапитализират и деморализират държавите като големи заематели и обикновените фирми и граждани като кредитополучатели. Достъпността на кредита увеличава достъпа до блага, които в нормални времена не бихме определили като важни и това се отнася и до фирмите, и до хората.

Heider, Saidi и Schepens (2020) доказват спорно последствие от експанзионистичната политика. Те отбелязват, че отрицателните лихви не могат да бъдат прехвърлени от банките към дребните депозити, а това влошава нетния лихвен доход. Наблюдава се ребалансиране на банковите портфейли чрез насочване на повече кредит към по-рискови и по-малки фирми. Фирмите със затруднения получават по-лесно пари, но фирмите изобщо получават по-малко кредит. Допълнително наблюдаван ефект е намалението на разходите за труд от страна на засегнатите фирми.

Berentsen, van Buggenum и Ruprecht (2020) също отбелязват ефекта на трансмисията на отрицателните лихви към лихвите по депозитите. При неточно предаване банките, които по принцип финансират малки проекти, инвестират твърде много. Банките, които обикчайно финансират големи проекти, финансират по-малко проекти или в по-ниска степен, поради ограничения в обезпеченията. В допълнение отрицателните лихви намаляват реалната стойност на местната валута, а това винаги е проблем на местните фирми.

Обобщението на Berentsen, van Buggenum и Ruprecht (2020) е, че отрицателните лихви разрушават логиката на инвестиционните решения, намаляват благосъстоянието и понижават рентабилността на банките. Скъсването на връзката между риск и възвръщаемост поставя проблеми за цената на капитала, а именно финансирането на проектите на бизнеса е мостът между индустрията и финансите.

Отрицателните цени усложняват допълнително финансирането на проектите. Според Fanone, Gamba и Prokorsczuk (2011) основният проблем е управлението на риска. Вероятно по-важно от това е оценяването на активите и бизнеса поради невъзможност за прогнозиране на паричните потоци. Една компания струва толкова, колкото е настоящата стойност на паричните потоци, които тя ще генерира, а в основата им са продажбите. Фундаменталната стойност на акциите на фирмите е в пряка зависимост от бъдещите парични потоци и именно това мотивира инвеститорите да финансират рисковите проекти на индустриалния бизнес. При цена на капитала без връзка с реалния риск и невъзможност за оценка на паричните потоци достъпът до капитал неизменно намалява.

Заклучение

Отрицателните цени и отрицателните лихви са проблем не само за финансовата сфера. Фирмите от индустрията, търговията и услугите ползват капитал и управляват ресурси, включително чрез инвестиции във финансови инструменти. Загубата на капитал, особено за дълъг период от време, е фактор със силно отрицателно влияние. Свиването на достъпа до капитал има същия ефект. Отрицателните цени постигат същия резултат – декапитализират и отново създават проблеми при финансирането на компаниите.

Използвана литература

1. Berentsen, A., Buggenum, H., & Ruprecht, R. (2020). On the Negatives of Negative Interest Rates and the Positives of Exemption Thresholds. Available at: <https://deliverypdf.ssrn.com> (Accessed: June, 2023).
2. Corporate Finance Institute (2023). Available at: <https://corporatefinanceinstitute.com/resource/fixed-income/negative-yielding-bonds/> (Accessed: June, 2023).
3. Fanone, E., Gamba, A. & Prokopczuk. (2011). The case of negative day-ahead electricity prices. Available at: <https://deliverypdf.ssrn.com> (Accessed: June 2023)
4. Heider, F., Saidi, F., & Schepens, G. (2020). Banks and Negative Interest Rates. Available at: <https://deliverypdf.ssrn.com> (Accessed: June, 2023).
5. Schwab, K. and Malleret, T. (2020). *COVID-19: The Great Reset*. Forum Publishing. 2020 World Economic Forum.
6. Tradingeconomics (2023). Available at: <https://tradingeconomics.com/commodity/crude-oil> (Accessed: June, 2023).

Информация за контакт с автора:

гл. ас. д-р Красимира Найденова

Икономически университет – Варна, катедра „Финанси“

Тел: 0882 164 503

E-mail: krassy_naydenova@ue-varna.bg