

DYNAMICS OF FINANCIAL ASSET PRICES AND RISKS FOR FINANCIAL MARKETS

SVILEN G. TONEV

ABSTRACT: *The aim of the paper is to examine the underlying causes of the large fluctuations in the prices of financial assets from the 1980s to the present. This period is characterized by several large amplitudes in the movement of stock prices and bonds that disturb the work of the financial markets, and in 2007-20098 they have grown into a deep economic crisis. Attention is drawn to the role of central bank monetary policy in the emergence of financial imbalances.*

KEYWORDS: *central banks, crisis, financial asset, financial markets, fluctuations, monetary policy, prices*

2010 Math. Subject Classification: 91B26

ДИНАМИКАТА НА ЦЕНИТЕ НА ФИНАНСОВИТЕ АКТИВИ И РИСКОВЕТЕ ЗА ФИНАНСОВИТЕ ПАЗАРИ*

СВИЛЕН Г. ТОНЕВ

АБСТРАКТ: *Целта на статията е да се разгледат основните причини за големите колебания в цените на финансовите активи от 80-те години на XX век до настоящия момент. Този период се характеризира с няколко големи амплитуди в движението на цените на акциите и облигациите, които разстройват работата на финансовите пазари, а през 2007-2009 г. прераснаха и в дълбока икономическа криза. Отделя се внимание на ролята на паричната политика на централните банки за възникване на финансови неравновесия.*

* Настоящата статия е финансирана по проект № РД 08-79/30.01.2019 г.

Въведение

Цените на базовите финансови активи – акции и облигации, понастоящем са на много високо равнище. Акциите в повечето страни достигнаха рекордни стойности през 2019 г., високи са цените и на държавните облигации. Икономическата среда, в която се достигна до това явление, е следствие от Глобалната финансова криза от 2007-2009 г. Целта на статията е да се изследва дали равнищата на цените на базовите финансови активи – акции и държавни облигации в началото на 2019 година имат здрава икономическа основа, има ли основания да се смята, че те имат характер на финансов балон, какви са причините и последствията от нарастването на цените. В първата част на статията се проследяват тенденциите за ускоряващо се повишаване на цените на акциите и облигациите след 2000 година, при едновременно засилване на колебанията на цените на финансовите активи. Във втората част се разглеждат вероятните причини за това и рисковете, които следват за финансовата система от достигнатите равнища на цените. Изследва се ролята на централните банки и паричната политика за предизвикването на този ускорен растеж на цените на финансовите активи. Посочва се връзката с макроикономическата политика в съчетание с други фактори, действащи в икономиката.

1 Динамика на цените на финансовите активи

От средата на 80-те години на 20 век световната икономика навлезе в период на ниски темпове на инфлация и висок икономически растеж. Това е и период на относително ниски лихвени проценти, които достигнаха близки до нулата стойности след 2009 г. Съществена роля за това изигра провежданата икономическа политика и главно паричната политика в най-развитите държави.

Евентуалната връзка между ниските лихвени проценти и появата на големи колебания в цените на отделни класове активи продължава да бъде открит въпрос в теорията, но е налице емпирична констатация, че периодът на ниски лихвени проценти, който започна от 90-те години на 20 век и продължава до края на второто десетилетие на 21 век, съвпадна с голямо увеличение на някои видове цени. Статистическите данни за основните борсови индекси показват дългосрочно повишаване на цените на акциите.

Данните в таблиците по-долу показват високите темпове на нарастване на цените на акциите в САЩ през последните няколко десетилетия чрез повишаването на стойността на Standard & Poor's 500.

Табл. 1 Исторически данни за равнището на стойността на индекса S&P 500

	01.01.1959	01.01.1979	01.01.1999	01.01.2019
SP 500	55.62	99.71	1248.77	2602.55

Табл. 2 Относително изменение на стойността на индекса S&P 500

	01.01.1959 – 01.01.1979	01.01.1979 – 01.01.1999	01.01.1999 – 01.01.2019
Нарастване в проценти	79.27	1152.40	108.41
Темп в проценти	2.96	13.47	3.74

Основният борсов индекс в САЩ Standard & Poor's 500 достигна върхови стойности през 2000 г. и 2007 г., които имаха характеристики на ценови балони, последвани от резки спадове.

Подобни характеристики този индекс, както и други борсови индекси, имат и в момента.

Високата стойност на индекса S&P 500 през 1999 година е израз на дот-ком балона, след което последва рязък спад на цените на акциите, особено на компаниите, свързани с интернет. Цените се възстановиха бързо до равнище на индекса над 1500 пункта през 2007 година, но след това се сгромолясаха в резултат на Глобалната финансова криза и индексът спадна до 666 на 9 март 2009 г. През следващите години отново сме свидетели на главоломно нарастване, като историческият рекорд на индекса е достигнат на 20 юни 2019 г. със стойност 2958.08. Това означава нарастване с 344.16 % за приблизително 9 години и 8 месеца.

Понастоящем SP 500 има съотношение Цена/Печалба около 25, което е малко над историческата средна стойност от около 15 и далеч под рекордно високата стойност от 123.73 достигната за кратко през май 2009 година. За дългосрочния темп на повишаване на цените на акциите основна роля играе дългосрочният темп на икономически растеж в номинално изражение. От там нататък като причини влизат в действие ниските лихвени проценти и увеличаването на паричното предлагане.

Важен фактор за повишаването на цените на финансовите активи е паричната политика на Федералния резерв на САЩ, по която се водят и останалите централни банки. ФЕД увеличава силно паричното предлагане и правителството увеличава силно разходите, като разчита на увеличаване на дълга, използвайки ролята на долара като международно резервно средство. Създаването на нови финансови инструменти с висока ликвидност улеснява достъпа до финансовите пазари и усилва финансовите колебания [3, р.33]. Разхлабената парична политика става необходима не само за поддържане на заетостта, но и за поддържане на ниски лихви по държавния дълг. Големият размер държавен дълг става проблем при повишаване на лихвените проценти. Тази политика обаче води до създаване на ценови

балони в отделни сектори на икономиката и в случая преди всичко при цените на финансовите активи.

Цените на държавните облигации са много високи повече от десетилетие. Високите цени на държавните облигации породиха опасения от надуване на специфичен нов финансов балон. Уорън Бъфет сравнява пазара на държавни облигации с предишните ценови балони на акциите на свързаните с интернет компании и на недвижимите имоти. Отдръпването на лихвените проценти от сегашните неестествено ниски стойности ще доведе до спад на цените на държавните ценни книжа. Ако този процес протече рязко, това ще доведе до съответни загуби на инвеститорите, които са вложили парите си в тях точно при пика на цените, за да запазят в този момент своето богатство от риска.

Правителствата в най-развитите индустриални държави поеха големи преки и косвени задължения в хода на антикризисната политика след 2007-2009 г. Бяха вложени големи суми за изкупуване на обезценени рискови активи на банките, за спасяване на системно важни финансови институции, за подпомагане на отделни отрасли като автомобилостроенето. Гарантираха се на практика почти всички депозити. Фискалните стимули, които водещите държави приложиха за стабилизиране на икономиките, имаха спасително действие за много фирми, тъй като им позволиха да превъртят корпоративен дълг и да разсрочат плащанията си за по-късни периоди. Без това броят на фалиралите фирми щеше да бъде по-голям. Изсипването на огромна ликвидност чрез емитиране на дълг и поемането на гаранции без надеждни обезпечения може обаче да създаде дългосрочни рискове и трудности. Съществуват опасения, че продължителното поддържане на близки до нулата лихвени проценти може да създаде ликвиден капан и да повтори в глобален мащаб стагнацията, характерна за Япония от 1990 до 2010 г.

Ниските лихвени проценти в икономиката намират концентриран израз в ниските равнища на нормата на доходност

на лихвените инструменти. Доходността на облигациите през последните 50 години може да служи като отправна точка за оценка на съвременното състояние. На финансовия пазар в САЩ тя достига най-високо равнище през 1982 г., като за 30-годишните държавни облигации тя е 15% годишно в номинално изражение. След 1982 г. доходността на тези облигации се понижава устойчиво. Причините за това движение на лихвените проценти по държавните ценни книжа през този период са преди всичко ниските темпове на инфлация, които обуславят ниско равнище на номиналните лихвени проценти като цяло.

След кризата голяма част от загубите на финансовите институции и техни задължения се трансформираха в публичен дълг. Централните банки изкупили или гарантираха значителен размер държавни ценни книжа, като по този начин паричната политика се преплете с фискалната. Наличието на толкова големи държавни дългове в момента все още не се усеща рязко в страните, които успяват да поддържат ниски лихвени проценти по държавните ценни книжа. Повишаването на изискваната от инвеститорите доходност на облигациите обаче ще стовари огромно бреме върху данъкоплатците по обслужването на дълга.

2 Влияние на измененията на цените на финансовите активи върху рисковете на финансовите пазари

За преодоляване на последната финансова криза от 2007-2009 г. бяха приложени извънредни мерки на паричната политика, изразяващи се в голямо увеличаване на паричното предлагане при същевременно изключително ниски основни лихвени проценти, поддържани в продължителен период от време. Тяхното влияние върху финансовите пазари и инвестициите не доведе до бързо възстановяване на икономиката, донякъде с изключение на САЩ. Продължителната силно експанзионистична политика не предизвика зараждане на инфлация, както е обичайно, а основни проблеми продължаваха

да бъдат ниската заетост и опасността от дефлация. От друга страна обаче, голямото количество пари, които се изсипаха в икономиките, създаде предпоставки за надуване на ценови балони при суровините и финансовите активи, първо при държавните облигации, а впоследствие при акциите. Докато спадането на балона при цените на суровините протече сравнително плавно, има опасност връщането на цените на финансовите активи към фундамента да протече рязко и да създаде проблеми.

Финансовата стабилност има сложни взаимовръзки с ценовата стабилност. Последните десетилетия показаха финансови неравновесия, докато равнището на цените беше стабилно. Преди последната криза инфлацията беше ниска и стабилна. Същевременно в този период се създадоха големи финансови дисбаланси, тъй като финансовата система беше в значителна степен дерегулирана, финансовият инженеринг беше във възход и се осъществи кредитен бум, довел до повсеместно задлъжняване в големи мащаби. Особено финансовите институции и най-вече хеджфондовете извършваха операции при много висок ливъридж. Високо рисково е, когато икономическите субекти поемат големи задължения, за да купуват финансови активи, очаквайки техните цени да нарастват. Казано по друг начин, когато се спекулира на финансовите пазари при висок ливъридж.

Това прекъсване на връзката между финансовия и деловия цикъл поставя предизвикателство пред традиционната макроикономика и особено пред паричната политика. В икономическата теория стана много актуален въпросът дали паричната политика и съответно централната банка, която е отговорна за нейното провеждане, трябва да се ангажират с въпросите на финансовата стабилност. По-конкретно, трябва ли централната банка чрез инструментите на паричната политика да осигурява стабилност на финансовите пазари. Централната банка няма за цел да осигурява стабилност на цените на финансовите

активи, но тя не може да остане пасивна, когато се наблюдават значителни колебания на финансовите пазари, които могат да разстроят тяхната дейност [4, р.44]. Според някои автори, експанзионистичната лихвена политика ще окаже инфлационно въздействие върху ценовите балони при финансовите активи, но рестриктивната лихвена политика няма да постигне обратен ефект [2, р. 18]. В съвременната практика в целите на паричната политика е изведена на първо място целта за поддържане на стабилност на цените. Смята се, че би се внесла противоречивост в целепологането и отговорността на централната банка, ако тя едновременно трябва да прилага мерки за поддържане на ценова стабилност и на стабилност на цените на активите. Възможно е в даден момент основните макроикономически индикатори да изискват разхлабена парична политика, а състоянието в областта на цените на финансовите активи да изисква затегната политика. Целта на паричната политика относно инфлацията от години е формулирана като 2% темп годишно и е публично известна. Това формира очаквания на икономическите субекти относно действията на централната банка. Някои автори смятат, че цените на финансовите активи не зависят от паричната политика, а се свързват с оценката на икономическите агенти за икономическата политика и включват премия за придобиването на финансови активи в условията на несигурност [1, р.96]. Но въпреки това възниква въпросът дали чрез определянето на ключовите лихвени проценти централната банка не оказва определено влияние на цените на активите и от там на стабилността на финансовите пазари, въпреки че съществуват мнения, че не е установена теоретична зависимост между лихвените проценти и определени цели относно цените на финансовите активи.

Капиталовите потоци по своята природа търсят непрекъснато по-висока доходност на глобалните финансови пазари. Разликата между лихвените проценти върху привлечените парични средства и върху инвестирания ресурс от финансовите институции в последните години намаля в повечето

страни. Финансовите институции проявяват склонност да поемат повече риск, за да си осигурят доходи. Липсата на доходност по резервите на търговските банки в централната банка при отсъствие на адекватно търсене на кредит ги стимулира да инвестират във финансови активи, допринасяйки за повишаване на цените им [5, р.49]. Същевременно, налице е нарастваща корелация между движението на цените на различните класове финансови активи и това намалява възможностите за диверсификация.

Колкото повече регулиране се въвежда в една част от финансовата система, толкова повече нараства рискът от изместване на дейността по предлагане на финансови услуги в други, по-малко регулирани или въобще нерегулирани части на системата. Това е демонстрирано особено нагледно от развитието на „сенчестото банкиране“, което се изразява в оказване на банкови услуги, най-вече кредитиране, от небанкови финансови институции. Размерът на тази нова пазарно-базирана кредитна система нараства неударжимо в последните години и увеличава риска във финансовия сектор.

Паричната и макропруденциалната политика са части от макроикономическата политика, затова не би трябвало да се противопоставят или да се изолират една от друга. Паричната политика трябва да стабилизира цените и да поддържа деловата активност. Тя не може да се фокусира върху конкретни неравновесия във финансовия сектор, но трябва от своя страна да не създава условия за финансови неравновесия. В последните години е налице все по-голяма взаимосвързаност на паричните политики във водещите икономически центрове – САЩ, Европа и Япония, като основните насоки и инструменти до голяма степен се сближават и финансовите неравновесия лесно се предават от една страна на друга. Поради неедновременното протичане на финансовия и икономическия цикъл паричната политика трябва да се допълва с макропруденциалната политика, която става много важна за икономиката. Макропруденциалната политика

трябва да влияе върху конкретни части на финансовия сектор, като предотвратява зараждането на финансови деформации. Тя може да бъде насочена към отделни сфери на икономиката, намира се изцяло в прерогативите на националните правителства и може да допълва паричната политика. Въпреки че инструментите на паричната и на макропруденциалната политика са от различен характер, те трябва да се използват за взаимодопълващо се въздействие с цел обща икономическа стабилност.

Заклучение

Без координирано използване на парична и фискална политика, най-вече чрез спазване на строги правила, и ефективното им допълване с благоразумна макроикономическа политика, развитите икономики ще повторят остри финансови неравновесия, финансови балони и финансови кризи. Особено важно е да се предотвратява възникването на финансови отклонения в чувствителни сфери на финансовата система, водещи до повсеместно значително нарастване на цените на финансовите активи и откъсването им от цените на реалните активи. Не е обосновано търсенето на решение само чрез възлагане на надежди върху макропруденциалната политика без отчитане на ролята на паричната и фискалната политика.

ЛИТЕРАТУРА:

- [1] Benigno, P., L.Paciello. Monetary policy, doubts and asset prices. *Journal of Monetary Economics*. **64**, 2014.
- [2] Blot, C., P.Hubert, F.Labondance. Monetary Policy and Asset price Bubbles. *EconomiX, Working Series*, 2018-5.
- [3] Jaccard, I. Asset pricing and the propagation of financial shocks. ECB, Working Paper Series. No 2150/May 2018.

- [4] Kohn, D. Monetary policy and asset prices. European Central Bank Colloquium, March, 2007.
- [5] Piazzesi, M., M.Schneider. Payments, Credit and Asset Prices. Stanford & NBER, 2018

Свилен Горанов Тонев

Шуменски университет „Епископ Константин Преславски“

E-mail: s.tonev@shu.bg

