

---

---

## ЦЕНОВА ФУНКЦИЯ НА ПАРИЧНИТЕ И КАПИТАЛОВИ ПАЗАРИ\*

СВИЛЕН Г. ТОНЕВ

### PRICE FUNCTION OF MONEY AND CAPITAL MARKETS

SVILEN G. TONEV

**ABSTRACT:** *Money markets and capital markets move funds from the lenders in the economy to the borrowers. These markets determine the price of credit and the price of equity. The price function provides allocation of risk efficiently. Wrong prices mislead decisions about uses and combination of factor of production. There are important specifics of money and capital markets in price determination. Short term credit provides mainly liquidity. Capital markets provide long term capital for investments. These specifics must be account as factor for price discovery in both markets.*

**KEYWORDS:** *money markets, capital markets, price, efficiency, liquidity, risk*

Ценовата функция е една от основните функции на всеки пазар. Измененията на цените на благата или на факторите на производството информират участващите на страната на предлагането къде може да се получи по-голяма изгода. По-такъв начин се осигурява ефективно разпределение и използване на ресурсите. На финансовите пазари се търгуват финансови активи и изгодата, която техните купувачи получават, е преди всичко доходност при определена степен на риск. Други изгоди, които може да се търсят при покупката на финансови активи, са поддържането на ликвидност, управление на риска, оптимизиране на паричните потоци. Създателят на хипотезата за ефективност на финансовите пазари Е. Фама посочва: „първостепенна задача на капиталовия пазар е разпределението на собствеността върху капитала в икономиката. Най-общо казано, идеалът е пазар, на който цените осигуряват правилни сигнали за разпределение на ресурсите: това означава пазар, на който фирмите могат да вземат производствено-инвестиционни решения ... при допускането, че цените на ценните книжа по всяко време напълно отразяват наличната информация“ [1, р. 383-417].

Пазарите на акции имат за цел на първо място споделянето и разпределянето на съвкупния риск. За да се извършва това ефективно се изисква пазар, на който се разкриват факторите, определящи цената. Това би трябвало да включва както специфичните микроикономически фактори, така и фундаменталните макроикономически фактори и те да са достъпни за всички участници. Тогава би било налице това, което твърди хипотезата за ефективност на финансовите пазари: никой няма законен начин за значително информационно предимство в дълъг период от време и в никой случай без да плати съизмерима цена за усилията по придобиване на такова предимство. Информацията бързо ще се отрази на цените и тъй като цените са общодостъпни, очакванията няма да

---

\* Статията е финансирана от НИП No РД 08-107/05.02.2016 на Шуменски университет „Епископ Константин Преславски“

бъдат повлияни по такъв начин, че да позволят на някого просто от познаване на цените да печели.

Щом изискването за прозрачност на цените работи за капиталовите пазари, то трябва поне в основни линии да работи и за паричните пазари. Целта на паричните пазари е преди всичко да осигуряват ликвидност за индивидите и фирмите. Най-евтиният начин да се прави това е използването на свръх обезпечен дълг, което намалява необходимостта от разкриване на цената. Освен това на паричните пазари участват двустранно крупни контрагенти и публичната прозрачност е по-малка. Затова логиката на пазарите на акции не е напълно приложима за паричните пазари, но посоката на усъвършенстване на последните трябва да е същата. Това трябва да се отрази в закононото регулиране на паричните пазари. По такъв начин би трябвало да се осигури пазарна дисциплина и предотвратяване възникването на системен риск.

На паричните пазари се търгуват дългове, които са в крайна сметка много добре гарантирани с обезпечения. Голяма част от сделките на паричните пазари са репо-сделки с държавни облигации, т.е. договори за обратно изкупуване, при което самите държавни облигации, които са високо ликвиден и ниско рисков актив, служат за обезпечение. Краткосрочните държавни ценни книжа – едномесечни и тримесечни съкровищни бонове дори условно могат да бъдат приети за безрисков актив. Държавните ценни книжа от своя страна са задължения на държавата. Разкриването на стойността на обезпечението се изразява в определяне на неговата пазарна цена. Но самият характер на репо-сделките прави това ненужно, тъй като по своя замисъл те са много краткосрочни, голяма част от тях са в със срок от едно денонощие. На българския междубанков паричен пазар овърнайт сделките със срок до едно денонощие заемат около 70 на сто от общия обем на търговията (Табл. 1).

**Табл. 1** Ежедневни данни за обемите и лихвените проценти на междубанковия паричен пазар по срочности, 20.05.2016 година, в хил. лв.

Видове операции	Обем	Среден годишен лихвен процент
Общо	100,428	-0.09
Депозити	62,200	-0.08
Репо-сделки	38,228	-0.11
Овърнайт	71,928	-0.11
Депозити	33,700	
Репо-сделки	38,228	-0.11
2-3 дни		
4-7 дни		
8-30 дни	28,500	-0.05
Депозити	28,500	-0.05
Репо-сделки		
Над 30 дни		

Изт.: Българска народна банка

За този период не настъпва никаква промяна в стойността на съкровищните бонове. За поддържането на ликвидност чрез паричния пазар е необходимо самото обезпечение да бъде високо ликвидно и в случай на нужда то да може да бъде ликвидирано много бързо. На паричните пазари осезателна промяна в пазарната стойност на дълга настъпва значително по-рядко, отколкото при дългосрочните финасови активи – акции и

облигации, които се търгуват на капиталовите пазари. Това е възможно, когато даден национален финансов пазар трайно е загубил доверието на инвеститорите, както беше случаят при най-острите фази на проявление на гръцката финансова криза в периода 2010-2012 година.

Начинът, по който действа паричния пазар, не води до постоянно влагане на средства за събиране на данни и следене на стойността на дълга. На пазара на облигации – корпоративни и държавни, това се прави до известна степен, като се следи преди всичко доходността до падежа и риска от неплатежоспособност на длъжника. Дори при облигациите, които се търгуват на борси, пазарът е тънък и котировките са приблизителен ориентир за това на каква цена могат да бъдат изтъргувани облигациите от дадена емисия. На паричния пазар е налице силна увереност на участниците, както от страна на търсенето, така и от страна на предлагането, в правилното определяне на цената на търгуваните инструменти. Участниците на паричните пазари са големи финансови институции, които разполагат с експерти и опит и на тези пазари е налице симетричност на информацията за купувачите и продавачите.

Основната цел на паричните пазари е осигуряването на ликвидност и затова ценовата функция е по-слабо изразена. Това намира израз и в ниските лихвени проценти по паричните инструменти. Промяна на тази ситуация възниква само при паника на финансовите пазари и обръщане на кривата на доходност, когато за определен период от време краткосрочните лихвени проценти стават по-високи от дългосрочните.

Капиталовите пазари, на които се търгуват дългосрочни финансови активи, имат за задача привличане на капитал за дълъг период от време с цел извършване на инвестиции при разумно разпределяне на риска. Чрез капиталовите пазари рискът, който се поражда от създаването на реален, физически капитал, се прехвърля върху финансовите активи и чрез тях се разпределя между различни инвеститори в зависимост от тяхната склонност да поемат риск. Тези инвеститори, които търсят висока доходност, купуват по-рискови активи, а тези инвеститори, които са склонни да се задоволят с по-ниска доходност, купуват активи с по-нисък риск.

Ценовата функция на финансовите пазари е най-силно изразена на пазара на акции. Определянето на цените на акциите представлява израз на разходите, породени от системния риск, т.е. рискът, възникващ от действието на голям брой фактори, които не могат да бъдат диверсифицирани [3, р.6]. Разкриването на цената на системния риск изисква пазарите да бъдат прозрачни, така че да могат да разпространяват информацията бързо и без изкривяване. Според хипотезата за ефективност на финансовите пазари тази информация се отразява бързо в цените на акциите.

За разлика от паричните пазари, които имат тенденция да включват малък брой участници с голям обем търговия, пазарите на акции привличат голям брой дребни инвеститори. Средният дневен размер на търговията на Нюйоркската фондова борса е около 100 милиарда долара при значителни колебания във времето. Размерът на отделните поръчки е относително малък. Средният дневен оборот на паричния пазар в САЩ е около 4 трилиона долара и сделките са в голям размер, общият размер на търговията е сравнително постоянен.

Освен че не е голяма в сравнение с други сегменти на финансовите пазари търговията с акции не е и първостепенен източник за финансиране на фирмите. Основната част от финансирането на дейността на фирмите идва от вътрешни източници – амортизационни отчисления и особено неразпределена печалба, а друга част идва от външен дълг – банкови заеми, облигации и лизинг.

Значението на определянето на цените на пазарите на акции е свързано с желанието на инвеститорите да получават информация. Всяко сведение относно факторите, които определят цената на акциите, има значение за стойността на фирмата. Събирането на данни за цените на акциите е самостоятелен бизнес. С него са заети голям брой анализатори и консултанти. Инвестиционните посредници изразходват милиарди долари и евро, за да събират и проучват информация за финансовото състояние на емитентите, развитието на отраслите, в които работят те, макроикономически и глобални фактори. Огромно количество информация постъпва всекидневно на пазарите на акции и влияе върху тях. Може да се направи извода, че цените на активите за собственост са многократно по-чувствителни към появяващата се информация, отколкото цените на активите за дълг, като най-ниска е чувствителността на паричните инструменти.

Причините за ниската информационна чувствителност на паричните пазари са свързани с доминиращата роля на осигуряването на ликвидност, вместо разпределяне на риска. Сделките на паричния пазар се извършват двустранно между крупни търговци и информацията за цената се появява със закъснение. Търговията с акции се извършва главно на борсите, където има пълна прозрачност и във всеки един момент е налице публична информация за най-добрата цена. Паричните пазари работят при много съкратени срокове за подготовка и извършване на сделките, докато пазарите на акции дават възможност да се събира и сравнява информация в по-дълги периоди от време.

Въпреки че имат различни характеристики от гледна точка на влиянието на информацията върху цените на паричните и капиталовите инструменти, паричните и капиталовите пазари не са разделени с преграда. Те съществуват относително самостоятелно, като са обособени от предпочитанията на участниците в търговията, но между тях е налице взаимно допълване. На паричните пазари една част от икономическите агенти пласират временно свободни средства, за да си осигурят известен доход, но при поддържане на висока ликвидност и обезпеченост на вземането, а ползвателите на паричен капитал задоволяват свои временни потребности от парични фондове с цел извършване на текущи плащания, което също е израз на поддържане на ликвидност. На капиталовите пазари и по-конкретно на пазарите на инструменти за собственост инвеститорите търсят доход съобразно различната си склонност да поемат риск, а предлагащите активи за собственост търсят до голяма степен именно преразпределяне на носения от тях риск. Този извод се подкрепя от обстоятелството, че собственият капитал е по-скъп за фирмата от дълга, и за нея би било по-евтино да финансира нови проекти с дълг, отколкото с емисия на нови акции. Инвеститорите, особено индивидуалните, променят в течение на времето своите потребности и своята склонност да поемат риск, като преминават от паричния на капиталовия пазар и обратно. Освен това, включването както на парични, така и на капиталови инструменти в по-крупните инвестиционни портфейли е средство за тяхната диверсификация и намаляване на риска.

Докато при един паричен инструмент чрез репо-сделка е налице пълна обезпеченост на дълга, при инвестиране в акции се поема изцяло риска на реалните активи. Цените на акциите на отделните фирми изразяват индивидуалния риск и представляват относителни цени на финансовите активи за собственост. Изследванията показват, че те стават през последните десетилетия все по-чувствителни към променящата се информация [4, р. 2-17].

Цените на акциите изразяват и системен макроикономически риск. Понастоящем в икономиката е налице на пръв поглед странно положение, при което финансовите пазари дават много ниска оценка на съществуващия риск и цените на финансовите активи са

достигнали исторически безпрецедентни равнища. Борсовите индекси навсякъде са с рекордни стойности: през 2015 година Dow Jones Industrial Average надмина 18,000 пункта, S&P 500 надмина 2,100 пункта, DAX надмина 12,000 пункта. Основната причина за това е поддържането от централните банки на близки до нулата лихвени проценти в продължение на 5-6 години, което обаче не доведе до чувствително нарастване на кредитирането. Това не се получи и от мащабното увеличаване на паричното предлагане чрез количествените улеснения. Желанието за устойчива инфлация близо до теоретичната цел от 2% годишно също не е осъществено, като инфлацията е чувствително под тази стойност и в много страни се наблюдават дефлационни периоди.

От друга страна, в реалния сектор оценките на бизнеса са за значителен риск и инвестициите остават ниски. По този начин възниква обичайната дилема за финансовите пазари дали ще се окаже, че цените на финансовите активи са достигнали нереално високи равнища по отношение на фундаменталните макроикономически показатели и предстои техният срив, или са налице сериозни инвестиционни възможности пред бизнеса, които подкрепят тези цени и дори ще ги тласнат още по-нагоре [3, р.3].

Повишеното внимание към цените на финансовите активи става все по-актуално. Финансовите балони се формират на пазарите на дългосрочни финансови активи. Може да се направи извод, че информационната чувствителност на цените на финансовите инструменти към макроикономическите фактори се е променила. В условията на нетрадиционна парична политика за финансовите пазари става трудно да оценят макроикономическия риск. Очакванията в значителна степен се откъсват от основните макроикономически показатели, които сами по себе си са благоприятни, но не могат да обяснят скока на цените на финансовите активи. В тази посока трябва да се насочат усилията на регулаторните и законодателните органи с цел постигане на повече предвидимост за последствията от паричната и фискална политика не само по отношение на реалния сектор, но и по отношение на финансовите пазари, което ще допринесе за предотвратяване на финансови кризи. Същевременно постигането на по-голяма яснота за силите, които действат в икономиката и в частност на паричните и капиталови пазари, ще създава условия за по-точни инвестиционни решения на икономическите субекти.

#### ЛИТЕРАТУРА

1. **Fama**, E. Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. *Journal of Finance* 25(2), 1970.
2. **Holmstrom**, B. Understanding the role of debt in the financial system. BIS Working Papers, No 479, 2015.
3. **OECD**. Business and Financial Outlook 2015.
4. **Bai, J., T. Philippon, A. Savov**. Have Financial Markets Become More Informative? NYU Pages, September 2015.