

ЕФЕКТИВНОСТ НА ОТРИЦАТЕЛНИТЕ ЛИХВЕНИ ПРОЦЕНТИ

Докт. Петко Миран
ПУ „Паисий Хилендарски”, гр. Пловдив

Резюме: В периода след Голямата рецесия от 2008 г. много централни банки намалиха лихвените проценти по свръхрезервите на търговските банки – мярка, която е със спорен положителен ефект, особено когато се стигне до отрицателни нива, и която би била ефективна при наличието на редица предпоставки, отсъстващи в съвременния глобализиращ се свят.

Ключови думи: Централна банка, търговска банка, лихвен процент, свръхрезерви

Основните цели както на фискалната, така и на монетарната политики съгласно икономическата теория са осигуряване на устойчив икономически растеж, пълна заетост и стабилно равнище на цените. Монетарната политика, провеждана от централната банка, се осъществява основно чрез изменения в паричното предлагане и лихвените проценти. Предавателният механизъм, на който разчита тази политика е следният: *ръст на ликвидните средства в търговските банки* ⇨ *спад на лихвените проценти* ⇨ *ръст на отпусканите кредити* ⇨ *ръст на инвестициите* ⇨ *ръст на производството* ⇨ *ръст в заетостта на най-квалифицираните* ⇨ *ръст на тяхното търсене* ⇨ *ръст в заетостта на нискоквалифицираните* ⇨ *пълна заетост*.

Един от начините за задействане на този механизъм е чрез отрицателни лихвени проценти. Това може да се наблюдава както при номиналните, така и при реалните такива. Състояние подобно на отрицателни лихвени проценти може да се наблюдава, дори когато номиналните лихвени проценти са положителни, но са по-ниски от равнището на инфлация. Тогава реалните лихвени нива, или номиналните лихви минус инфлационното равнище, ще бъдат отрицателни.

Идеята за отрицателни стойности на лихвения процент се свързва с името на немския икономист Силвио Гезел, който излага сходна теза преди близо век. Въпреки това, едва през последните години ставаме свидетели на подобни мероприятия от страна на Европейската централна банка и централните банки на други страни.

Отрицателните лихви при централните банки се налагат върху *свръхрезервите* на търговските банки. Тези мерки се предприемат в условията на съществуващата дългогодишна рецесия, която някои икономисти определят и като състояние на стагнация, причинено от Финансовата криза от 2008 г. и последвалите събития. Тезата е, че спад в лихвения процент по свръхрезервите до отрицателни стойности ще има не само сходното, но дори и по-силно въздействие от понижаването му само до нулеви нива. Това се очаква да породи спад в лихвените проценти на търговските банки, както при кредитите, така и при депозитите. Първото следва да доведе до ръст на инвестиционното и потребителско търсене на средства. Второто се очаква да изкара част от наличните спестявания от банковата система и те да се вляят в реалната икономика на страната. По този начин икономиката ще се задвижи и ще се обърне тренда на дефлацията, при наличие на такъв.

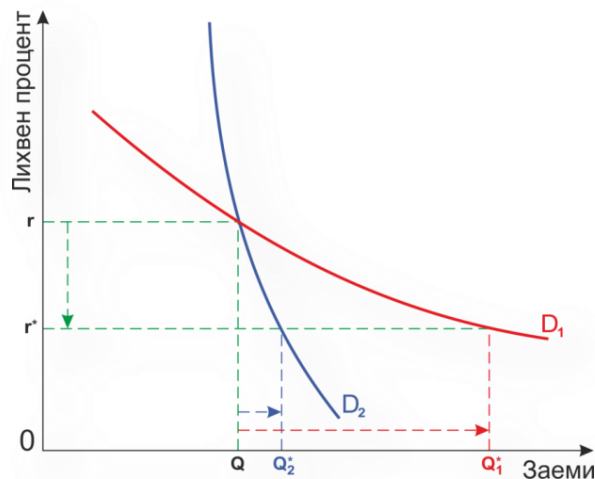
Възниква въпросът доколко ефективно би било подобно мероприятие и има ли положения, при които няма да се постигнат желаните резултати.

На първо място трябва да се вземе под внимание *желанието* на търговските банки да осигурят повече ликвидни средства на вътрешния финансов пазар и *склонността* им да понижат своите лихвени проценти. В светлината на теорията за максимизация на полезността, стопанските субекти, в случая търговските банки, биха се опитали да максимизират печалбите си. В *отворена икономика*, при *свободно движение на капитали*, те биха насочили част от или всички свръхрезерви към пазари с положителни нива на лихвените проценти. Това би било по-лесно за банки, които разполагат с клонове или централи в чужбина. За банкови институции с изцяло местно представителство, транзакционните разходи вероятно ще бъдат по-високи от тези на чуждестранните дъщерните дружества, но това не означава, че техните действия няма да бъдат в тази насока. Ако свръхрезервите се насочат към външни финансови пазари, тогава планираният ефект за спад на лихвените проценти на търговските банки няма да се наблюдава в необходимата степен и мярката ще бъде обречена на провал. Поради тази причина, преди прилагане на отрицателни лихви от страна на централната банка, трябва да се направи анализ на банковия сектор, който да покаже евентуалната възможност за отлив на средства от страната. Възможността за изтичане ще зависи и от валутата, в която се държат свръхрезервите. Ако тя е резервна, тогава отливът ще бъде директен и много по-лесен. При съхранение в местна валута със занижено търсене на международните пазари, свръхрезервите ще трябва да се конвертират, което ще окаже натиск върху курса на местната ва-

лута, която ще поевтинее спрямо другите валути – ситуация разглеждана по-долу. Едно *хипотетично* решение би било, да се поставят бариери пред търговските банки, които да им попречат да прехвърлят цялата част от свръхрезервите си в чужбина. Естествена бариера е състоянието на *затворена икономика*, каквато днес рядко се среща. Въвеждането на ограничение пред търговските банки, обаче, е форма на *регулация на финансовия сектор* и е в противоречие с редица международни спогодби, както и с неолибералните теоретични основи.

Не бива да се забравя, че търговските банки са частни дружества, работещи за печалба, и ръстът на ликвидните средства, не е гаранция за намаляване на техните лихвени проценти. Това ще бъде особено валидно при наличието на картелни споразумения или монополна власт на дадена банка в отделните региони или страната като цяло. Ако мерките на централната банка не успеят да доведат до понижаване на лихвените проценти на търговските банки, тогава икономиката ще изпадне в т. нар. *капан на ликвидността*, при който монетарната политика става неефективна.

Ако по едни или други причини търговските банки все пак оставят свръхрезервите, или част от тях, в страната и *понижат своите лихвени проценти*, тогава националното стопанство се изправя пред друго предизвикателство, а именно *еластичност на търсенето*. Що се касае до очаквания ръст в инвестиционното и потребителско кредитиране, на първо място трябва да се вземе под внимание колко еластично спрямо лихвения процент е търсенето на ликвидни средства от стопанските субекти. При относително висока еластичност, малък спад в лихвения процент ще доведе до желаното раздвижване на кредитния пазар още преди да се достигнат стойности около нулата или отрицателни такива – кривата D_1 на фигура 1. Този индикатор е изключително важен за прогнозиране на очакваните резултати и показва дали дадената политика притежава потенциала да осигури положителното развитие. При наличие на нееластично търсене – кривата D_2 , дори по-големи изменения в лихвените проценти няма да успеят да осигурят високо търсене на ликвидни средства и да изиграят ролята на двигател за икономиката. Тогава ще трябва да се вземат под внимание другите фактори, които влияят върху инвестиционното и потребителско търсене на средства. Трябва да се има в предвид, че в една и съща икономика еластичността на търсене на ликвидни средства е променлива величина и ще варира в различните етапи от бизнес цикъла. Лихвените проценти по кредитите могат да бъдат сравнително ниски, но не могат да достигнат нулево равнище, тъй като ще се обезсмисли дейността на *частната* търговска банка.



Фиг. 1. Еластичност на търсене на пари.

Негативен ефект на улеснения достъп до ликвидни средства може да се окаже желанието на бизнеса да се впусне в сравнително рискови инвестиционни начинания, които да окажат допълнително отрицателно въздействие върху банковата система и цялата икономика на страната.

Спадът в лихвените нива по депозитите се очаква да стимулира потребителското и инвестиционно търсене, финансирани с лични средства. Не бива да се забравя обаче, че големите компании могат да следват поведението на търговските банки и да пренасочат своите средства към страни с по-високи лихвени проценти. Тук отново е необходим анализ на възможността това да се случи и евентуално в каква степен. Това би било валидно особено в условията на *дефлация*, която се явява и сериозно предизвикателство пред монетарната политика. При такова състояние бизнесът се въздържа от инвестиране, тъй като положителните лихви по депозитите, макар и минимални, ще са за предпочитане на фона на дефлационен разрыв. Ако лихвите по депозитите хипотетично достигнат отрицателни стойности, тогава стимулите за съхранение на ликвидни средства в банковите институции на дадената икономика изчезват, което може да доведе до масово изтегляне на средства, познато като банкова паника с всички негативни последици. Освен това твърде ниските лихви по депозитите в търговските банки не са гаранция за ръст на потребителското търсене. Ако в икономиката се наблюдава продължителен застой, тогава съгласно *теорията за адаптивните очаквания*, стопанските субекти ще

очакват влошаване на положението и домакинствата ще свиват своето потребление, а бизнесът ще се въздържа от инвестиции или ще ги насочва към чужди пазари.

Една положителна тенденция от ръста в паричното предлагане е, че то би довело до обезценяване на местната валута. Това може да предизвика ръст на износа, намаляване на вноса и изменения в текущата сметка. Ако ръстът на износа заеме значителен дял от националното стопанство, това би създавало стимули за увеличаване на инвестициите, заетостта и доходите и да обърне тренда на развитие. Не бива да се забравя обаче, че износът е силно волатилен и зависи от редица фактори, върху които икономиката на малка страна не може да влияе.

От анализа на тезата за отрицателните лихвени проценти на централните банки може да се направи заключението, че те биха изиграли ролята на двигател за икономиката, само ако допусканията за невъзможност за отлив на средства от страната и желание за ръст на инвестициите и потреблението са верни. Тогава ефектът би бил най-силен и политиката вероятно би постигнала очакваните резултати. Сериозна пречка се явяват нагласите на стопанските субекти за бъдещото развитието на икономиката и ако те са негативни, това задържа както инвестициите, така и потреблението, и може да обрече на провал цялото начинание. Резултатът от разгледаната политика е подвластен на редица фактори, върху които централната банка не може да влияе, или ако го прави, то е в силно ограничена степен. Тогава намаляването на лихвените проценти се явява по-скоро като необходимо, но не и достатъчно условие за осигуряване на икономически растеж и постигане на желаните нива на инфлация. Фридман не споделя схващането, че Централната банка може да регулира лихвените проценти, както се смята във финансовите среди. Той заявява, че „Федералният резерв е отдал сърцето си не на контрола над количеството пари, което може да прави, а на контрола над лихвените проценти, нещо което няма силата да прави. Резултатът е провал и на двата фронта... (Фридман, 1994, с. 237)”.¹ Вероятно поради тези причини, президентът на ЕЦБ, Драги, призовава за *експанзивна фискална политика* на страните от Европейския съюз, която поне частично да компенсира пониженото съвкупно търсене, тъй като експанзивната монетарна политика „се провали при стимулирането на частните инвестиции, създаването на работни места и увеличаването на заплатите (Emmott, 2016)”. Дерегулацията на финансовите пазари също има сериозни неблагоприятни

¹ В превода се използва фразата „не може да”, докато в оригиналния текст „няма силата да”.

ефекти върху монетарната политика, като ограничава възможностите на централните банки ефективно да преследват заложените цели. Скиделски заявява, че отрицателните лихвени нива са отвличане на вниманието от един по-дълбок анализ на нещата, които се объркаха и допълнително се влошават (Skidelsky, 2016). Според Спенс, крайно ниските лихви не успяха да увеличат съвкупното търсене, а още по-малко да се справят с дефлацията (Spence, M. 2016).

Благодарност: Разработката е част от работата по проект НИ15 ФИСН 019 / 24.04.2014, финансиран от Фонд „Научни изследвания” при Пловдивски университет „Паисий Хилендарски”.

ЛИТЕРАТУРА

1. Кейнс, Д. (1993). *Обща теория на заетостта, лихвата и парите*. София, „Христо Ботев”.
2. Фридман, М. (1994). *Немирството на парите*. София, ИК „Дамян Яков”.
3. Anderson, R. and Liu, Y. (2013). *How Low Can You Go? Negative Interest Rates and Investors' Flight to Safety*. – Federal Reserve Bank of St. Louis. Достъпно на: <<https://www.stlouisfed.org/publications/regional-economist/january-2013/how-low-can-you-go-negative-interest-rates-and-investors-flight-to-safety>> [Достъп: 22 февруари 2016].
4. Edwards, J (2016). *The Failure of Negative Interest Rates is a devastating Intellectual Defeat for Conservatives*. – Business Insider. Достъпно на: <<http://www.businessinsider.com/failure-of-negative-interest-rates-intellectual-defeat-for-conservatives-2016-2>> [Достъп: 21 ноември 2015].
5. Emmott, B. (2016). *Let's Get Fiscal*. – Project Syndicate. Достъпно на: <<https://www.project-syndicate.org/commentary/government-spending-key-to-growth-by-bill-emmott-2016-06>> [Достъп: 21 юли 2016].
6. Mankiw, G. (2009). *It May Be Time for the Fed to Go Negative*. – The New York Times. Достъпно на: <http://www.nytimes.com/2009/04/19/business/economy/19view.html?_r=1> [Достъп: 21 ноември 2015].
7. Mario Draghi's vision for Eurozone growth. – Financial Times. Достъпно на: <<http://www.ft.com/intl/cms/s/0/062da604-3a75-11e4-8ee4-0144feabdс0.html#axzz3sxsxVe5y>> [Достъп: 20 ноември 2015].
8. Mario Draghi, President of the ECB, Vitor Constâncio, Vice-President of the ECB, Malta, 22 October 2015. Достъпно на:

- <<https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2015/html/is151022.en.html>> [Достъп: 22 ноември 2015].
9. Skidelsky, R. (2016). The False Promise of Negative Interest Rates. – Project Syndicate. Достъпно на: <<https://www.project-syndicate.org/commentary/negative-interest-rates-false-promise-by-robert-skidelsky-2016-05>> [Достъп: 29 май 2016].
 10. Sloman, J., Wride, A. and Garratt, D. (2012). Economics. Harlow, Pearson.
 11. Spence, M. (2016). How to Fight Secular Stagnation – Project Syndicate. Достъпно на: <https://www.project-syndicate.org/commentary/how-to-fight-secular-stagnation-by-michael-spence-2016-08?utm_source=project-syndicate.org&utm_medium=email&utm_campaign=authnote> [Достъп: 30 август 2016].
 12. Spence, P. (2015). How Sweden's negative interest rates experiment has turned economics on its head. – The Telegraph. Достъпно на: <<http://www.telegraph.co.uk/finance/economics/11895084/How-Swedens-negative-interest-rates-experiment-has-turned-economics-on-its-head.html>> [Достъп: 21 ноември 2015].