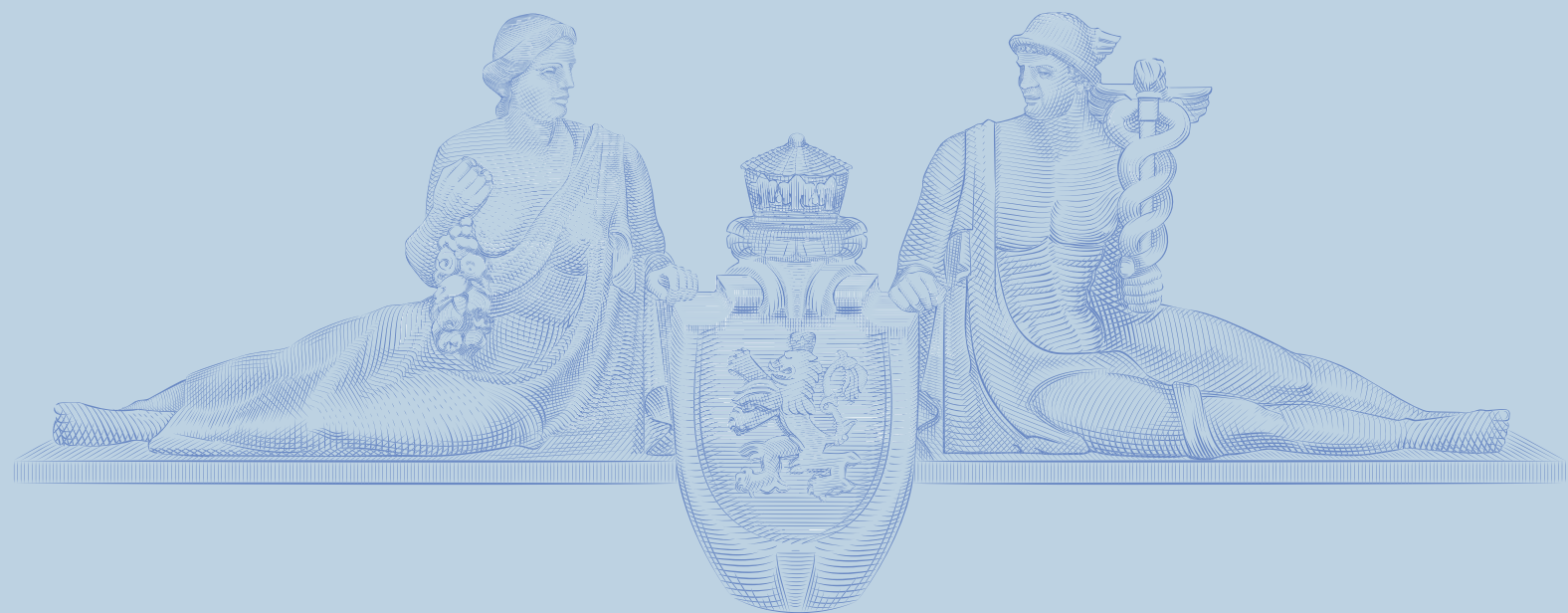




ТЕМАТИЧНИ ИЗСЛЕДВАНИЯ И АКЦЕНТИ

ВЛИЯНИЕ НА ПАРИЧНАТА ПОЛИТИКА НА ЕЦБ ВЪРХУ ЛИХВЕНИТЕ ПРОЦЕНТИ В БЪЛГАРИЯ

(ИЗВАДКА ОТ „ИКОНОМИЧЕСКИ ПРЕГЛЕД“,
БРОЙ 1/2016 Г.)



БЪЛГАРСКА НАРОДНА БАНКА

Влияние на паричната политика на ЕЦБ върху лихвените проценти в България

Паричният съвет в България, при който валутният курс на лева е фиксиран към еврото, осигурява изпълнението на основната цел на Централната банка – да поддържа ценовата стабилност в икономиката. Фиксираният валутен курс на лева към еврото, елиминирайки валутните разлики между двете валути, позволява промените в лихвените проценти в еврозоната да оказват значително влияние върху лихвените проценти у нас. Този режим предполага директна трансмисия на паричната политика на ЕЦБ към българската икономика. Инструмент на трансмисионния механизъм е банковата система, като трансмисията на паричната политика на ЕЦБ се улеснява не само от паричния режим, но и от значителния пазарен дял на чуждестранните банки и банкови клонове от ЕС¹ у нас.

Въвеждането от ЕЦБ на отрицателни лихвени проценти по депозитното и улеснение от средата на 2014 г. и прилагането на нестандартни мерки по паричната и политика, обосновано с ниското ниво на инфлация в еврозоната, което е значително под инфлационната цел, повлия за намалението на всички лихвени проценти в еврозоната. Настоящият анализ има за цел да проследи как промените, настъпили в паричната политика на ЕЦБ от въвеждането на отрицателните лихви по депозитното улеснение през 2014 г. до март 2016 г., се пренасят върху лихвите на междубанковия паричен пазар, по депозитите и по кредитите у нас² при действието на паричния съвет в страната.

В периода юни 2014 г. – март 2016 г. ЕЦБ, в условията на много ниско ниво на инфлация, предприе серия от стандартни и нестандартни мерки по паричната политика, насочени към понижаване на лихвените проценти, с което да се стимулира кредитирането в еврозоната. Увеличението на вътрешното търсене трябваше да окаже натиск за ускоряване на темпа на инфлацията и така инфлационната цел на ЕЦБ да се достигне в по-кратки срокове:

- През юни 2014 г. ЕЦБ понижи лихвения процент при основните операции по рефинансиране (с 10 базисни точки до 0.15%), лихвения процент по пределното кредитно улеснение (с 35 базисни точки до 0.40%) и въведе отрицателен лихвен процент по депозитното улеснение, възлизащ на -0.10%, понижавайки го с 10 базисни точки.³ Приети бяха и допълнителни мерки за предоставяне на ликвидност, включващи програма за целеви операции по дългосрочно рефинансиране (целеви ОДР, *TLTRO*), с които се целеше да се стимулира кредитирането на нефинансовия частен сектор в еврозоната чрез осигуряване на дългосрочно финансиране за банките при благоприятни условия. По тази програма на два последователни аукциона през септември и декември 2014 г. банките имаха възможност да заемат от ЕЦБ средства в първоначален размер до 7% от размера на предоставените кредити за нефинансовия частен сектор (без жилищни кредити за домакинствата). Също така в периода от март 2015 г. до юни 2016 г. банките имат възможност да заемат допълнителни средства по тази програма на всеки три месеца. Програмата се превърна в основния инструмент, чрез който ЕЦБ предоставяше ликвидност на банките в еврозоната и постепенно замени предходната програма, състояща се от тригодишни операции по дългосрочно рефинансиране (ОДР, *LTRO*).

¹ Към края на 2015 г. пазарният дял на чуждестранните банки и клонове от ЕС в активите на българската банкова система възлиза на 75.1%.

² За обстоен анализ на мерките на ЕЦБ и влиянието им върху българската банкова система до 2014 г. вж. карето „Влияние на мерките по паричната политика на ЕЦБ през 2014 г. върху финансовия пазар в еврозоната и върху българската банкова система“, *Икономически преглед*, 2014, № 3.

³ Отрицателният лихвен процент освен към депозитното улеснение беше приложен и към: 1) осреднените наличности от резерви на банките, надхвърлящи изискванията за задължителни минимални резерви; 2) депозити на сектор „държавно управление“, държани при Евросистемата и надхвърлящи определени прагове; 3) сметки по услуги за управление на резерви на Евросистемата, ако към датата на влизане в сила на решението те не са били олихвявани; 4) салда по сметки на участниците в TARGET2; 5) салда на националните централни банки извън Евросистемата (овърнайт депозити), държани в TARGET2; 6) други сметки, държани от трети страни при централни банки от Евросистемата, при условие че към датата на влизане в сила на решението те не са били олихвявани или са олихвявани с лихвения процент по депозитното улеснение.

- През септември 2014 г. ЕЦБ понижи с по 10 базисни точки лихвените проценти по основните операции по рефинансиране (ООР), по пределното кредитно улеснение и по депозитното улеснение, които достигнаха съответно 0.05%, 0.30% и -0.20%. Допълнително ЕЦБ обяви програма за закупуване на ценни книжа, обезпечени с активи (*Asset-Backed Securities Purchase Programme – ABSPP*), и нова (трета поред) програма за закупуване на обезпечени облигации (*Covered Bond Purchase Programme – CBPP3*), емитирани от банки в еврозоната, чието изпълнение започна в рамките на четвъртото тримесечие на 2014 г.
- През януари 2015 г. ЕЦБ обяви нов пакет от нестандартни мерки в паричната си политика, с който се разширява обхватът на покупките на активи (*Expanded Asset Purchase Programme – APP*), така че те да включват облигации, емитирани от държави и агенции в еврозоната и от европейски институции (нова програма *Public Sector Purchase Programme – PSPP*). Общият обем на закупените публични и частни финансови инструменти бе предвиден да възлиза на 60 млрд. евро месечно, а изпълнението на покупките да продължи поне до септември 2016 г.⁴ Покупките по програмата за покупки на публични активи започнаха да се осъществяват от март 2015 г.
- През декември 2015 г. лихвеният процент по депозитното улеснение бе понижен допълнително с 10 базисни точки до -0.30%. Относно нестандартните мерки на паричната политика УС на ЕЦБ взе решение: 1) да се удължи срокът за изпълнение на разширената програма за закупуване на активи (*APP*) поне до март 2017 г.; 2) да се реинвестират средствата от ценни книжа с настъпил падеж, закупени по *APP*, като реинвестирането ще продължи толкова дълго, колкото е необходимо; 3) да се включат в програмата за закупуване на публични активи (*PSPP*) покупки на деноминирани в евро търгуеми дългови инструменти, емитирани от регионални и местни правителства от еврозоната; 4) да се запази политиката по неограничено разпределение на ликвидност чрез операциите по рефинансиране (ООР и тримесечни ОДР) поне до края на 2017 г.
- През март 2016 г. ЕЦБ взе решение за нов пакет от допълнителни мерки по паричната политика. Понижени бяха лихвените проценти по ООР (с 5 базисни точки до 0.00%), по пределното кредитно улеснение (с 5 базисни точки до 0.25%) и по депозитното улеснение (с 10 базисни точки до -0.40%). Обемът на месечните покупки по разширената програма за закупуване на активи бе увеличен до 80 млрд. евро, започвайки от април 2016 г. Добавена бе нова програма за закупуване на облигации с инвестиционен рейтинг, емитирани от небанкови предприятия, установени в еврозоната (*Corporate Sector Purchase Programme – CSPP*), чието изпълнение се предвижда да започне през юни 2016 г. В допълнение, ЕЦБ обяви, че през юни 2016 г. се предвижда стартирането на втора програма за целеви ОДР (*TLTRO II*), състояща се от поредица от четири целеви ОДР, всяка с четиригодишен матуритет. По тази програма банките ще могат да заемат средства до 30% от размера на своите кредити за частния нефинансов сектор (без жилищни кредити за домакинствата) към 31 януари 2016 г., намален с размера на средствата, които са били заети и все още не са погасени по първите две целеви ОДР, проведени през 2014 г. Лихвеният процент за заемане по тези операции възлиза на лихвата по ООР, като може да се намали до нивото на лихвения процент по депозитното улеснение, в случай че банките увеличат нетния размер на кредитите към частния нефинансов сектор (без жилищни кредити за домакинствата) с над 2.5% през периода 1 февруари 2016 г. – 31 януари 2018 г.

Трансмисията на паричната политика на ЕЦБ върху паричните условия у нас се осъществява най-бързо при краткосрочните лихвени проценти на паричния пазар. С въвеждането на отрицателни лихви по депозитното улеснение на ЕЦБ от юни 2014 г. до края на 2015 г. лихвените проценти на междубанковия пазар в еврозоната имаха тенденция да се понижават по-бързо от тези на българския паричен пазар. Тази тенденция доведе до плавно нарастване на спредовете между лихвените проценти на българския пазар и еврозоната при необезпечените депозити с матуритет до 6 месеца. Спредовете между лихвените проценти при необезпечените депозити

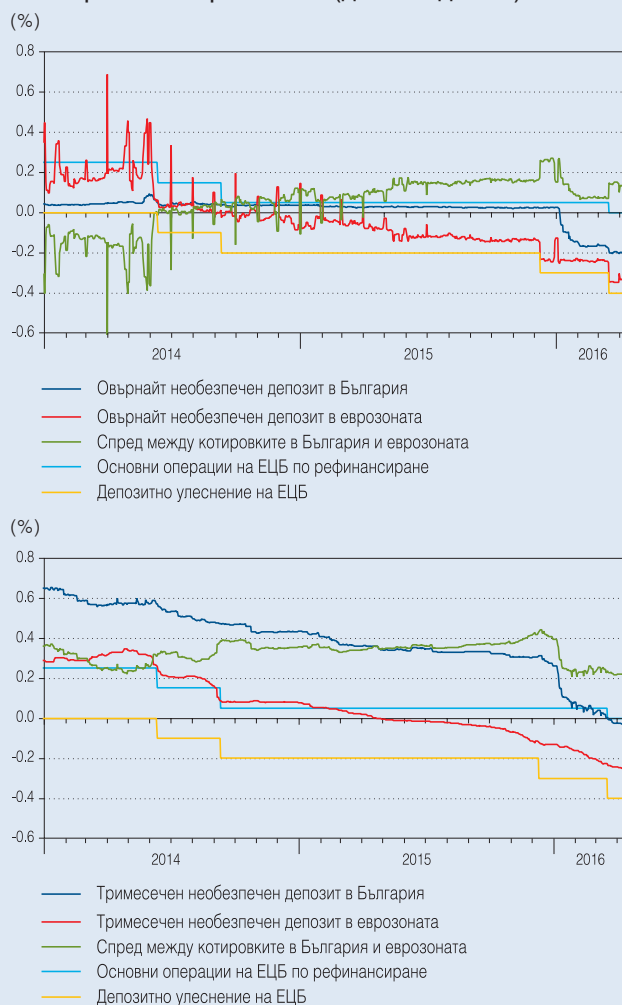
⁴ Вж. карето „Детайли по програмата на ЕЦБ за закупуване на активи от публичния сектор“, *Икономически преглед*, 2015, № 1.

с матуритет над 6 месеца продължиха да се свиват. Към края на 2015 г. лихвените проценти на паричния пазар в еврозоната достигнаха отрицателни стойности за сделки с матуритет до 6 месеца включително, докато котировките на българския паричен пазар продължаваха да бъдат положителни.

По-бавният спад на лихвените проценти по депозити с матуритет до 6 месеца и съответно нарастването на спредовете им със съответните котировки на паричния пазар в еврозоната се дължеше главно на различията в политиките у нас и в еврозоната по отношение на олихвяването на свръхрезервите на банките. С въвеждането от ЕЦБ на отрицателна лихва по депозитното улеснение банките в еврозоната започнаха да плащат лихва на ЕЦБ за поддържаните средства по депозитното улеснение и за свръхрезервите си, докато банките, опериращи в България, имаха възможността да поддържат свръхрезерви в БНБ, без да плащат лихва, тъй като лихвеният процент по свръхрезервите у нас беше 0%. Слабата кредитна активност и запазващият се висок темп на растеж на депозитите от резиденти увеличаваха ликвидните средства на банките.⁵ За банките у нас бе по-рационално да държат голяма част от наличните си средства по сметките си в БНБ в сравнение с предлаганите депозити на паричния пазар в еврозоната. Разликата в олихвяването на свръхрезервите в България и еврозоната създаваше и възможности за арбитраж с цел да се избегнат отрицателните лихвени проценти на паричния пазар в еврозоната. Ниските лихвени проценти по депозитите в левове и в евро на българския паричен пазар повлияха върху търгуваните обеми на междубанковия пазар в България в левове и евро, които бързо спаднаха от втората половина на 2014 г., като се наблюдаваше съществено увеличаване на сделките в долари.

През декември 2015 г. превъзвешението на депозитите на банките в БНБ над изискуемия минимум достигна среднодневно ниво от 127.8% (7.6 млрд. лв.) при 56.5% (3 млрд. лв.) през същия месец на 2014 г. Наред с това банките понижиха нетните си чуждес-

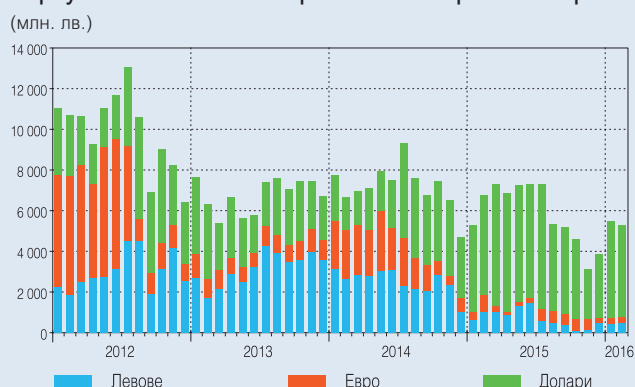
Лихвени проценти на паричния пазар в България и в еврозоната (дневни данни)



Забележка: Стойностите за България отразяват средната стойност между котировките СОФИБОР и СОФИБИД на необезпечени депозити в левове.

Източници: БНБ и ЕЦБ.

Търгувани обеми на паричния пазар в България

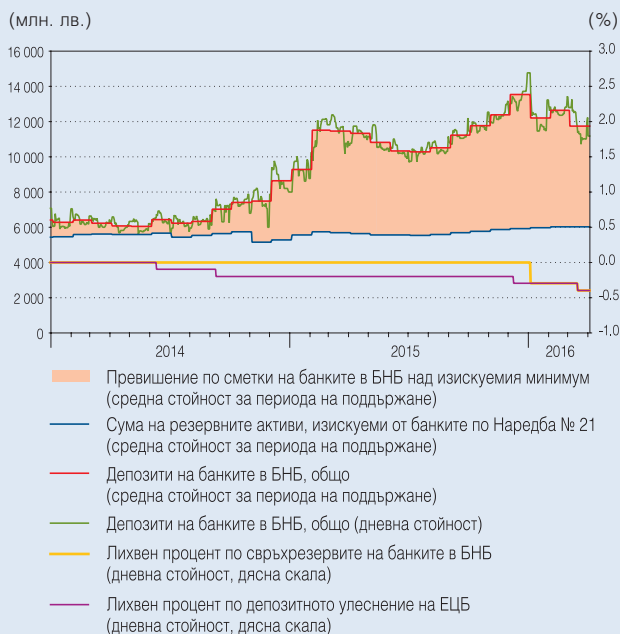


Източник: БНБ.

⁵ Допълнителен ефект имаше и изплащането на гарантираните депозити в КТБ, които бяха разпределени между останалите банки в българската банкова система.

Депозити на банките в БНБ

(млн. лв.)



Забележка: Данните представяват средни стойности за съответните показатели в периода на поддържане на резервите по Наредба № 21.

Източник: БНБ.

транни активи⁶ и увеличиха покупките на ДЦК на българското правителство. Растежът на резервите на банките като част от пасива на управление „Емисионно“ на БНБ доведе до съответен растеж на международните валутни резерви на БНБ.

За да засили действието на трансмисионния механизъм на политиката на ЕЦБ към българската икономика, в края на 2015 г. Управителният съвет на БНБ прие нова Наредба № 21 за задължителните минимални резерви, поддържани от банките, която влезе в сила от 4 януари 2016 г. Основните нови разпоредби в нея са въвеждането на определение за „свръхрезерви“ на банките в БНБ и прилагането върху свръхрезервите на лихвения процент на ЕЦБ по депозитното улеснение, когато този лихвен процент е отрицателен. БНБ запази прилагането на нулев лихвен процент за свръхрезерви, когато лихвеният процент по депозитното улеснение на ЕЦБ е положителен или равен на нула. По задължителните минимални резерви БНБ запази следваната политика да не начислява лихви. Съгласно новата наредба отпадна признаването за резервни активи на средствата на банките по сметки в националния системен компонент TARGET2-БНБ.

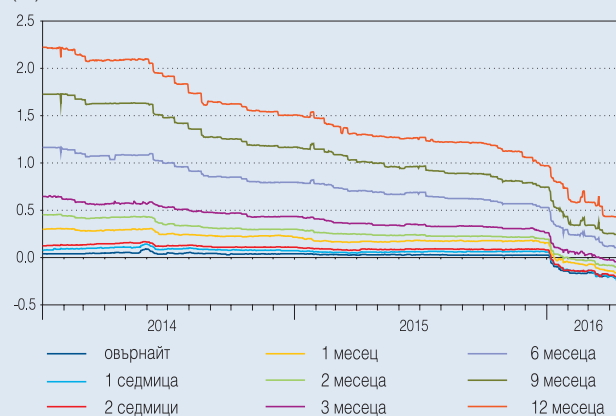
С влизането в сила от 4 януари 2016 г. на новата Наредба № 21 котировките на междубанковия пазар в левове у нас рязко се понижиха, като към април котировките с матуритет от

⁶ За понижаването на нетните чуждестранни активи на банките през 2015 г. допринесоха и надзорните мерки, предприети от страна на БНБ (вж. карето „Предпазни мерки на БНБ за противодействие на външни рискове за банковата система в България“, *Икономически преглед*, 2015, № 2).

Котировки на паричния пазар в България и спредове с котировките на паричния пазар в еврозоната (дневни данни)

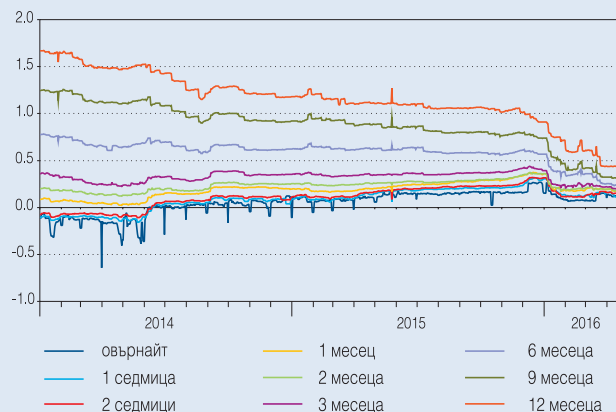
Котировки

(%)



Спрегове

(процентни пунктове)



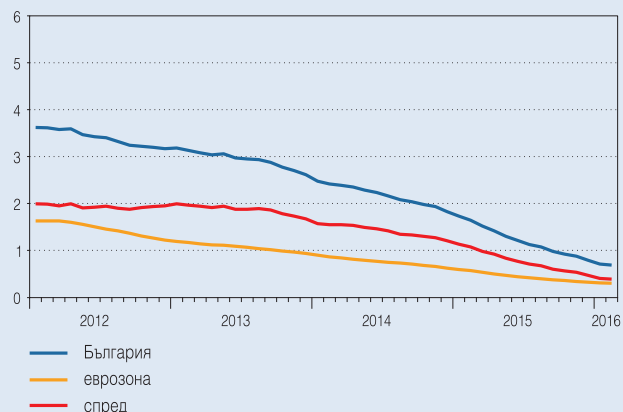
Забележка: Данните за България представляват средната стойност между котировките СОФИБОР и СОФИБИД на необезпечени депозити в левове.

Източници: БНБ и ЕЦБ.

Лихвени проценти по депозити с договорен матуритет в България и еврозоната

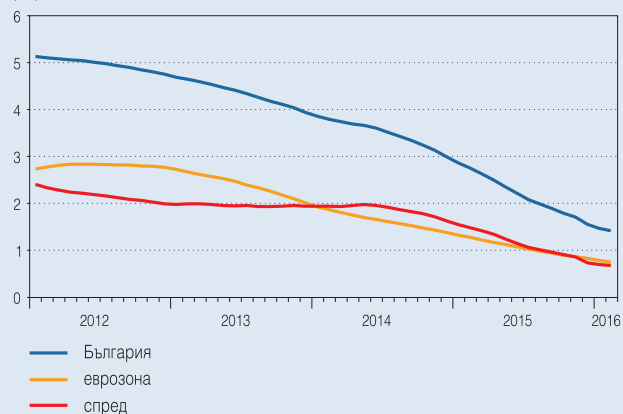
Нефинансови предприятия

(%)



Домакинства

(%)



Забележка: Данните за България представляват претеглени средни стойности за 12 месеца по депозити за домакинства и нефинансови предприятия в левове и евро, а за еврозоната – претеглени средни стойности за 12 месеца по депозити за домакинства и нефинансови предприятия в евро.

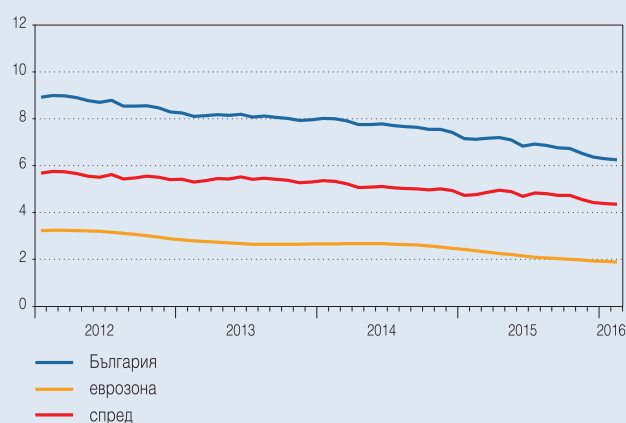
Източници: БНБ и ЕЦБ.

3 месеца достигнаха отрицателни равнища (от 29 базисни точки през декември 2015 г. на -4 базисни точки през първата половина на април 2016 г.). За същия период се свиха и спредовете с котировките на паричния пазар в еврозоната, като спредът при необезпечените депозити с матуритет от 3 месеца се сви от 42 базисни точки до 21 базисни точки. Намаление на спредовете бе отчетено и при котировките над 3 месеца. Превишението на банковите резерви над изискуемия минимум след влизането в сила на наредбата намалѐ, като среднодневното му ниво в периода на поддържане през

Лихвени проценти по кредити в България и еврозоната

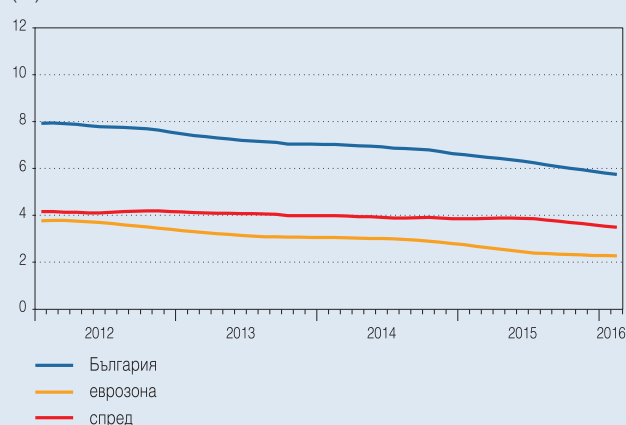
Нефинансови предприятия

(%)



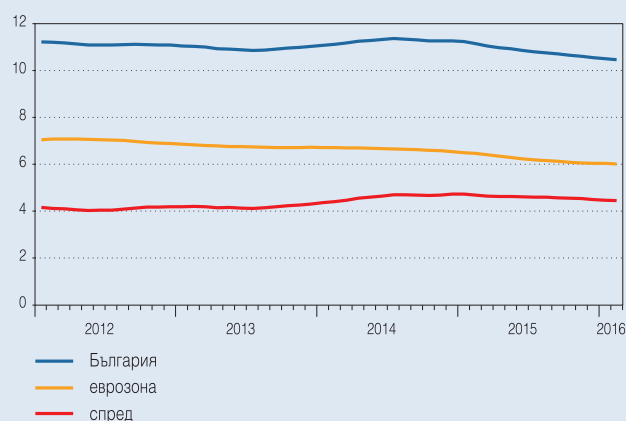
Жилищни кредити

(%)



Потребителски кредити

(%)



Забележка: Данните за България представляват претеглени средни стойности за 12 месеца по кредити в левове и евро, а за еврозоната – претеглени средни стойности за 12 месеца по кредити в евро.

Източници: БНБ и ЕЦБ.

март 2016 г. спадна с 2 млрд. лв. спрямо среднодневното ниво в периода на поддържане през декември 2015 г.

Политиката на ЕЦБ, в съчетание със сравнително високия растеж на привлечените средства в банковата система у нас, оказва влияние и върху лихвените проценти по новите депозити, които достигнаха исторически най-ниските си равнища в края на 2015 г. и началото на 2016 г.⁷ Намалването на цената на привлечения ресурс на банките и понижаването на котировките на междубанковия пазар у нас и в еврозоната допринасят с известно забавяне за понижаването и на лихвените проценти по кредитите.⁸ Този канал ще има ограничено влияние върху по-нататъшното понижение на лихвените проценти по кредитите и към края на годината вероятно ще бъде изчерпан, тъй като банките, използващи като референтен лихвен процент котировките на СОФИБОР и ЮРИБОР, в случай на отрицателна стойност обикновено приемат същата за нула. Низходяща тенденция се отчита и при спредовете между лихвените проценти по кредитите в България и в еврозоната както по кредитите за нефинансови предприятия, така и по кредитите за домакинства, което отразява плавното намаляване на рисковата премия в икономиката.

В настоящата фаза на лихвения цикъл основен принос за по-нататъшното спадане на лихвените проценти по кредити у нас ще имат икономическият растеж и финансовата стабилност на страната, които при други равни условия биха довели до понижение на рисковата премия на кредитополучателите.

⁷ Вж. тук раздел „Лихвени проценти“ в глава 2.

⁸ Банките формират лихвените си проценти по кредитите, като използват референтен индекс (СОФИБОР, ЮРИБОР и др.) и надбавка, отчитаща кредитния риск на клиента. По отношение на потребителските и жилищните кредити тази материя е уредена с промените в Закона за потребителския кредит, влезли в сила от 23 юли 2014 г.

ХУДОЖЕСТВЕННОТО ОФОРМЛЕНИЕ НА КОРИЦАТА Е РАЗРАБОТЕНО ВЪЗ ОСНОВА НА СКУЛПТУРНАТА ГРУПА „ХЕРМЕС И ДЕМЕТРА“, ДЕЛО НА КИРИЛ ШИВАРОВ, РАЗПОЛОЖЕНА НА ЮЖНАТА ФАСАДА НА СГРАДАТА НА БНБ