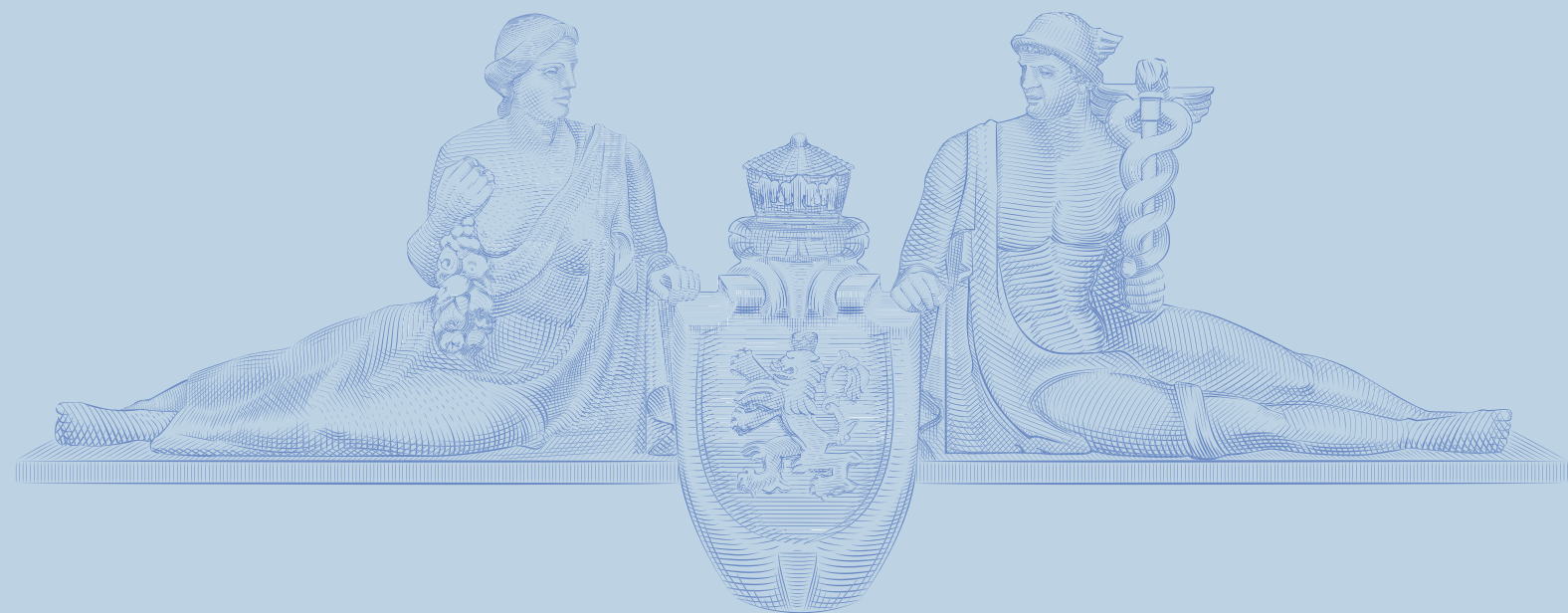




ТЕМАТИЧНИ ИЗСЛЕДВАНИЯ И АКЦЕНТИ

ТРАНСМИСИЯ НА ПАРИЧНАТА ПОЛИТИКА НА
ЕЦБ КЪМ ЛИХВЕНИТЕ ПРОЦЕНТИ В БЪЛГАРИЯ.
ОЦЕНКА НА ПОТЕНЦИАЛНИТЕ ЕФЕКТИ
ОТ ПОВИШАВАНЕ НА ПРОЦЕНТА НА
ЗАДЪЛЖИТЕЛНИТЕ МИНИМАЛНИ РЕЗЕРВИ
ВЪРХУ ОСНОВНИ МАКРОИКОНОМИЧЕСКИ
ПОКАЗАТЕЛИ

(ИЗВАДКА ОТ „ИКОНОМИЧЕСКИ ПРЕГЛЕД“,
БРОЙ 1/2023 Г.)



БЪЛГАРСКА НАРОДНА БАНКА

Трансмисия на паричната политика на ЕЦБ към лихвените проценти в България. Оценка на потенциалните ефекти от повишаване на процента на задължителните минимални резерви върху основни макроикономически показатели

Текущите макроикономически развития в България се характеризират с висок темп на нарастване на потребителските цени и устойчиво висока базисна инфлация, силен растеж на заплатите в частния сектор и на частното потребление и запазващ се висок растеж на кредитите за домакинствата. Продължаването на тези тенденции създава потенциални рискове по отношение на устойчивостта на банковата система и по отношение на изпълнението на основната цел на Българската народна банка (БНБ) за поддържане на ценовата стабилност. Поради тази причина на 26 април 2023 г. Управителният съвет (УС) на БНБ реши, считано от 1 юни 2023 г., процентът на задължителните минимални резерви (ЗМР) по привлечените от банките средства от нерезиденти да се увеличи от 5% на 10%, а считано от 1 юли 2023 г., процентът на задължителните минимални резерви по привлечените от банките средства от резиденти и от нерезиденти да се увеличи от 10% на 12%. Целта на това тематично изследване е да представи факторите, които обуславят решението на УС на БНБ за повишаване на процента на ЗМР, както и да представи оценка на потенциалните ефекти от повишаването на процента на задължителните минимални резерви върху основни макроикономически показатели в България.

Текущи макроикономически развития в България

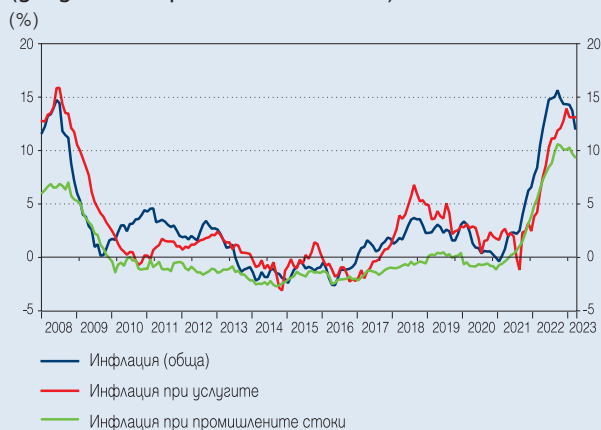
През последните две години се наблюдаваха ускорени темпове на нарастване на потребителските цени в глобален мащаб. Факторите, които обуславяха високата инфлация, бяха свързани с продължителния период на силно стимулираща парична политика, провеждана от страна на водещите централни банки, поредицата от парични и фискални мерки, предприети от редица държави за справяне с последиците от пандемията от COVID-19, нарушенията във веригите за доставки, както и с нарастването на цените на енергийните ресурси и храните в резултат от военния конфликт в Украйна. Вследствие на значителната степен на отвореност на българската икономика и съществуващия режим на паричен съвет в България инфлацията в страната до голяма степен се влияе от глобалните процеси и от международните цени на суровините и стоките, както и от паричната политика на Европейската централна банка (ЕЦБ). Същевременно обаче съществуват и вътрешни фактори, които допълнително засилиха външния инфлационен натиск.

През 2022 г. основен проинфлационен фактор в България, произтичащ от външната среда, беше значителното поскъпване на основни енергоизточници и селскостопански стоки на международните пазари, което оказва натиск върху производствените разходи на фирмите поради високата енергоемкост на българската икономика и големия относителен дял на вляганите чуждестранни стоки в местното производство. Същевременно повишението на цените стана широкообхватно по компоненти на потребителската кошница, като ускорени темпове на нарастване на цените, освен при енергийните продукти и храните, бяха отчетени и при услугите и нехранителните стоки (графика 1). Основните фактори по линия на вътрешната икономическа среда, които допринасяха за формирането на висока инфлация през 2022 г., бяха силното нарастване на разходите за труд на единица продукция и растежът на разходите за крайно потребление на домакинствата. Под влияние на повишените инфлационни очаквания и увеличаващия се недостиг на работна сила номиналната компенсация на един нает през 2022 г. отбеляза значително

повишение от 18.4% на годишна база, движено от частния сектор, а растежът на разходите за труд на единица продукция общо за икономиката възлезе на 16.0% (графика 2). На средногодишна база през 2022 г. инфлацията, измерена чрез хармонизирания индекс на потребителските цени (ХИПЦ), остана по-ниска и възлезе на 13%. Високият растеж на заплатите и на потребителските цени в съчетание с нецеленасочени фискални мерки за подпомагане на домакинствата в среда на политическа нестабилност и разхлабване на фискалната политика създадоха предпоставки за устойчиво нарастване на инфлацията и за засилване на връзката между инфлацията и растежа на заплатите в страната. Друг фактор със съществено проинфлационно влияние бе силният растеж на кредитирането, включително за финансиране на потребителски разходи.

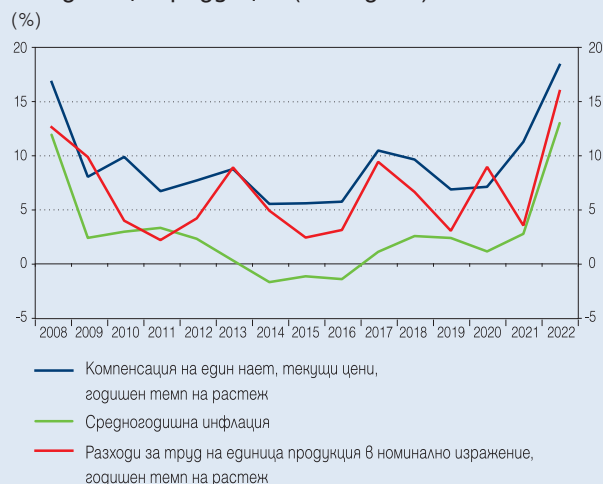
От четвъртото тримесечие на 2022 г. инфлацията при потребителските цени започна постепенно да се забавя, като от 15.6% през септември възлезе на 14.3% през декември и към март 2023 г. достигна 12.1%. Динамиката на инфлацията отразяваше главно низходящата тенденция при международните цени на основни енергоизточници, което доведе до съществено понижаване на приноса на енергийните продукти за общата инфлация. Същевременно при базисните компоненти на ХИПЦ, и най-вече при услугите, годишната инфлация се задържа на устойчиво високи нива в края на 2022 г. и през първите три месеца на 2023 г. (графика 1).

Графика 1. Годишна инфлация и инфлация при базисните компоненти (услуги и нехранителни стоки)



Източници: НСИ, изчисления на БНБ.

Графика 2. Средногодишна инфлация, компенсация на един нает и разходи за труд на единица продукция (по години)

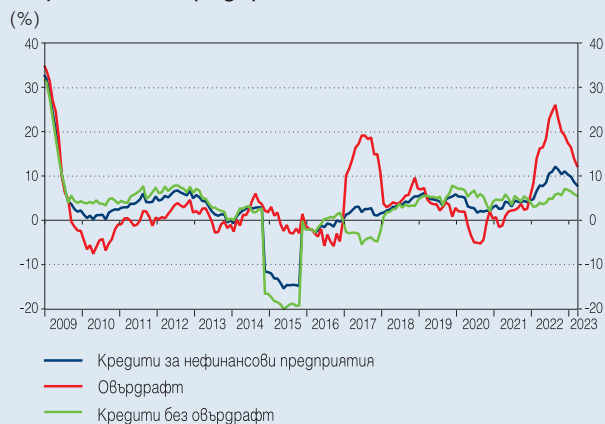


Източник: НСИ.

Растежът на кредита за неправителствения сектор през 2022 г. се запази висок в условията на силно отрицателни нива на реалните лихвени проценти, значителен обем на привлечените средства и висока ликвидност в банковата система. Търсенето на кредити от предприятията бе предимно с цел осигуряване на финансов ресурс за оборотни средства и натрупване на запаси поради значителното поскъпване на основни суровини и материали, затруднения във веригите за доставки и повишена несигурност в икономическата среда. Отчетеният спад на запасите в икономиката след високите нива, достигнати през първата половина на 2022 г., допринесе за известно понижаване на растежа на фирмените кредити през последните месеци на годината (графика 3). По-високият растеж на заплатите спрямо инфлацията и отрицателните реални лихвени проценти стимулираха търсенето на потребителски и жилищни кредити, като растежът на жилищните кредити остана на високи нива през цялата 2022 г., а при потребителските кредити растежът се забави слабо в края на годината (графика 4). За високия растеж на жилищните кредити (17.9% към декември 2022 г. при 16.5% в края на 2021 г.), освен

лихвените проценти, влияние оказваха запазващите се предпочитания на домакинствата за покупка на недвижими имоти като алтернативна форма на спестявания или инвестиция, както и силното нарастване на номиналните доходи от труд.

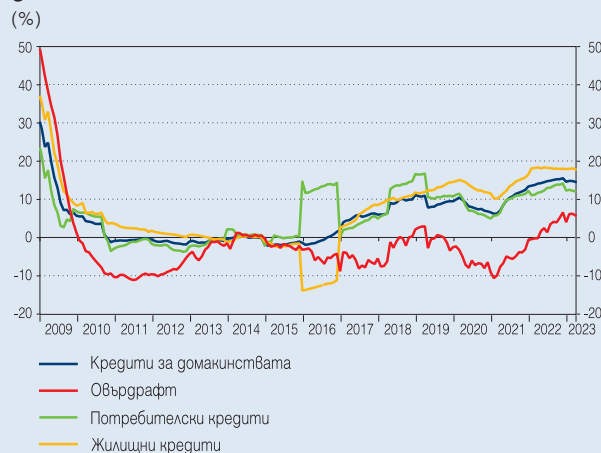
Графика 3. Годишен растеж на кредитите за нефинансови предприятия



Забележка: Годишният темп на растеж на кредита за нефинансови предприятия през ноември 2015 г. отразява изчерпването на базовия ефект от изключването на КТБ като отчетна единица от паричната статистика през ноември 2014 г.

Източник: БНБ.

Графика 4. Годишен растеж на кредитите за домакинствата



Забележки: На базата на постъпила допълнителна информация от отчетни единици е извършена ревизия на кредитите за домакинства според целта на използване за периода от декември 2015 г. до август 2019 г.

На графиката не са представени другите кредити за домакинствата, които към март 2023 г. имат 1.2% дял от всички кредити за домакинствата.

Източник: БНБ.

В началото на 2023 г. растежът на кредита за нефинансовите предприятия (НФП) продължи постепенно да се забавя, но се запази сравнително висок, като възлезе на 7.9% на годишна база към края на март (10.4% през декември 2022 г.). При растежа на кредита за домакинствата не бе отчетено забавяне и на годишна база той възлезе съответно на 12.1% при потребителските кредити (12.3% през декември 2022 г.) и на 17.8% при жилищните кредити.

В условията на запазваща се силна кредитна активност и бързо нарастване на кредитните обеми, особено в сегмента на жилищното кредитиране, УС на БНБ предприе поредица от повишения на антицикличния капиталов буфер – от 0.5% на 1.0%, считано от 1 октомври 2022 г.¹, до 1.5%, считано от 1 януари 2023 г.², и до 2.0%, считано от 1 октомври 2023 г.³ Макар основната цел на взетите от БНБ решения за увеличаване на нивото на антицикличния капиталов буфер да е засилването на устойчивостта на банковата система, като потенциален косвен ефект от по-високите нива на буфера може да се очаква ограничаване на кредитирането и понижаване на растежа на кредита. Запазването на високи темпове на нарастване на кредита, особено в сектора на домакинствата, показва, че повишаването на нивото на антицикличния капиталов буфер не оказва съществено влияние за отслабване на кредитната активност. Това може да бъде обяснено с високите нива на капиталовите показатели на банковата система, които значително превишават регулаторните минимални изисквания, както и със свръхликвидността в банковата система и високата склонност на банките да поемат кредитен риск.

¹ https://www.bnb.bg/AboutUs/PressOffice/POPressReleases/POPRDate/PR_20210916_CCB_BG

² https://www.bnb.bg/AboutUs/PressOffice/POPressReleases/POPRDate/PR_20211216_CCB_BG

³ https://www.bnb.bg/AboutUs/PressOffice/POPressReleases/POPRDate/PR_20220929_CCB_BG

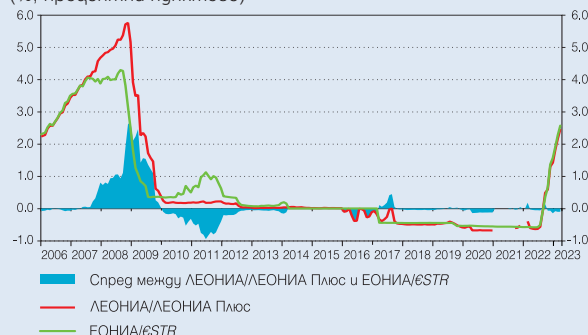
Трансмисия на паричната политика на ЕЦБ към лихвените проценти в България

В условията на функциониращия в страната паричен съвет БНБ не извършва операции на открития пазар и не определя основен лихвен процент на паричната политика (*policy rate*)⁴. Съответно в условията на паричен съвет БНБ не оказва пряко влияние върху лихвените проценти в страната, а монетарните условия в еврозоната се пренасят върху паричните условия в България в зависимост от нивото на ликвидност в банковата система, оценката за рисковата премия на кредитополучателите и на страната като цяло, както и от склонността на банките да поемат риск. Паричната политика на ЕЦБ чрез промените в лихвените проценти в еврозоната оказва влияние върху лихвените проценти на междубанковия паричен пазар и върху лихвените проценти по депозитите и кредитите в България, които от своя страна влияят върху потребителското търсене, спестяванията на домакинствата и икономическата активност, а оттам и върху инфлацията в страната.

Предприетото от ЕЦБ повишение на основните лихвени проценти в еврозоната от втората половина на 2022 г. бе пренесено много бързо върху лихвените проценти по сключените сделки на междубанковия паричен пазар в България. Отрицателният спрег между лихвения процент по свръхрезервите на банките в БНБ (0%) и лихвения процент по депозитното улеснение на ЕЦБ, формиран от средата на септември 2022 г., създаде стимул за банките – дъщерни дружества на банки от еврозоната, да намалят част от своите свръхрезерви, което беше предпоставка за по-активна търговия на междубанковия паричен пазар. От края на третото тримесечие на 2022 г. се наблюдаваше значително увеличение на търгуваните обеми на междубанковия паричен пазар, което се засили допълнително през първото тримесечие на 2023 г. Към март 2023 г. индексът ЛЕОНИЯ Плюс възлезе на 2.47%, като се повиши с 311 базисни точки спрямо юни 2022 г., а спрегът между индекса ЛЕОНИЯ Плюс и €STR възлезе на -0.10 процентни пункта (графика 5).

В условията на запазващ се съществен приток на привлечени средства, значителна ликвидност и силна конкуренция в банковия сектор, степента и скоростта на пренасяне на повишенията на основните лихвени проценти на ЕЦБ върху лихвените проценти по депозитите и кредитите в страната към началото на 2023 г. остана силно ограничена, особено по отношение на сектора на домакинствата. При отчетено повишение на 3-месечния ЮРИБОР с 311 базисни точки към март 2023 г. спрямо юни 2022 г. лихвеният процент по нови срочни депозити на домакинствата отбеляза покачване само с 43 базисни точки, а лихвеният процент по новодоговорени срочни депозити на НФП се повиши със 190 базисни точки (графика 6). За същия период лихвеният процент по новоотпус-

Графика 5. Лихвени проценти по овърнайт депозити на междубанковия паричен пазар (% , процентни пунктове)



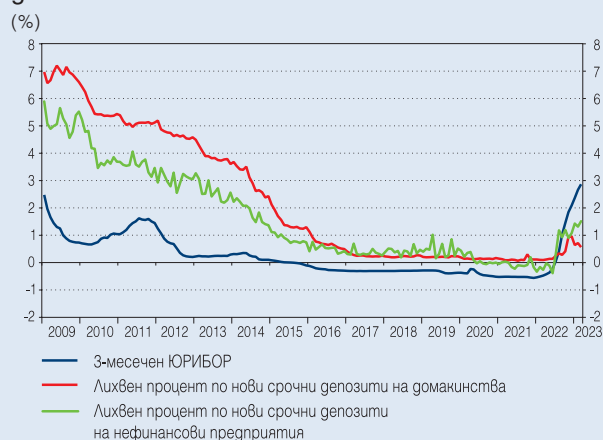
Забележки: Серията ЕОНИЯ/€STR е съставена от: ЕОНИЯ в периода от 2008 г. до 14 март 2017 г.; предварителен-€STR (*pre-€STR*) в периода от 15 март 2017 г. до 30 септември 2019 г.; €STR в периода след 30 септември 2019 г. Считано от 1 юли 2017 г., индексът ЛЕОНИЯ Плюс замени ЛЕОНИЯ. Месечните стойности на индекса ЛЕОНИЯ Плюс са изчислени като средноаритметични от стойностите за дните, в които на междубанковия пазар има сключени сделки за предоставяне на необезпечени овърнайт депозити в левове.

Източници: ЕЦБ, БНБ.

⁴ БНБ изчислява и обявява основен лихвен процент (ОЛП), който не е инструмент на паричната политика, а се определя на пазарен принцип. Размерът на ОЛП, в сила от първо число на всеки календарен месец, е равен на средната аритметична величина от стойностите на индекса ЛЕОНИЯ Плюс (*LEONIA: LEv OverNight Interest Average Plus*) за работните дни на предходния календарен месец. Когато тази средна аритметична величина възлиза на стойност по-малка от нула, ОЛП се определя в размер, равен на нула.

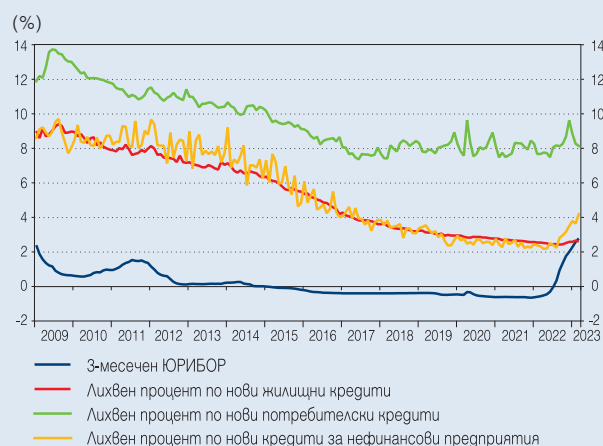
натите жилищни кредити нарасна с 16 базисни точки, лихвеният процент по новите потребителски кредити се повиши с 66 базисни точки, а лихвеният процент по новите кредити за НФП показва увеличение със 168 базисни точки (графика 7).

Графика 6. Лихвени проценти по нови срочни депозити и 3-месечен ЮРИБОР



Източник: БНБ.

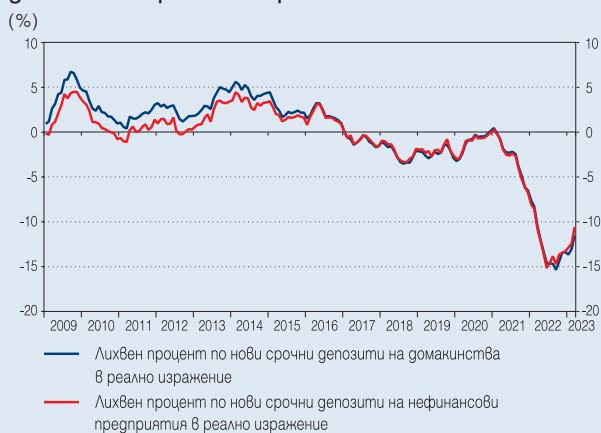
Графика 7. Лихвени проценти по нови кредити и 3-месечен ЮРИБОР



Източник: БНБ.

В реално изражение, при отчитане на годишната инфлация при потребителските цени, лихвените проценти по депозитите и кредитите останаха силно отрицателни (графики 8 и 9) и продължиха да подкрепят търсенето на кредити от домакинствата и растежа на частното потребление. Същевременно силното потребителско търсене остава един от основните фактори за запазващата се висока инфлация в страната.

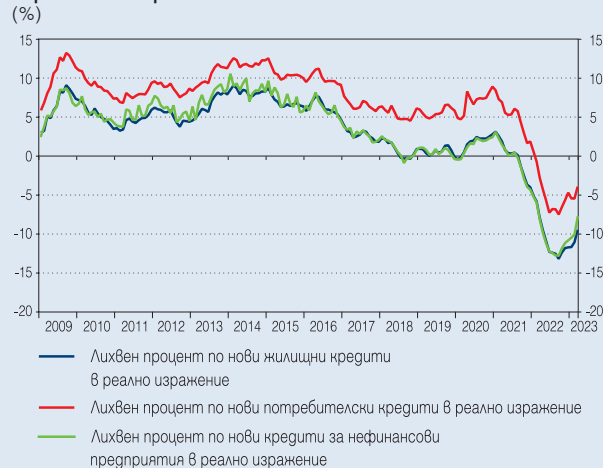
Графика 8. Лихвени проценти по нови срочни депозити в реално изражение



Забележка: Реалните лихвени проценти са изчислени, като съответният номинален лихвен процент за даден месец е дефлиран с годишната инфлация, измерена с ХИПЦ, за същия месец.

Източник: БНБ, изчисления на БНБ.

Графика 9. Лихвени проценти по нови кредити в реално изражение



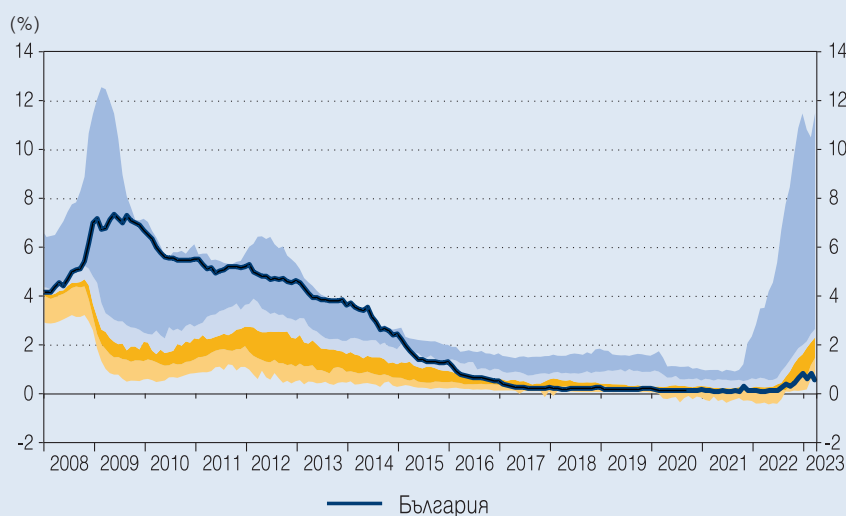
Забележка: Реалните лихвени проценти са изчислени, като съответният номинален лихвен процент за даден месец е дефлиран с годишната инфлация, измерена с ХИПЦ, за същия месец.

Източник: БНБ, изчисления на БНБ.

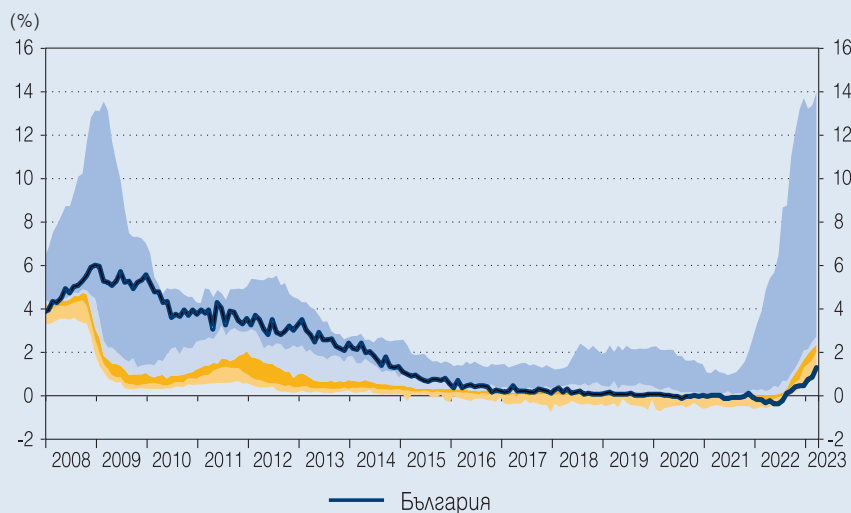
Сравнението на лихвените проценти по депозитите и кредитите в България с тези в другите държави от ЕС показва, че към края на първото тримесечие на 2023 г. лихвените проценти в България са на едни от най-ниските нива в ЕС (графики 10–14). По-конкретно при лихвените проценти по депозитите както в сектора на домакинствата, така и в този на НФП среднопретегленият лихвен процент по депозитите с договорен матуритет в евро и в национална валута в България е най-нисък сред страните извън

еврозоната и вторият най-нисък в ЕС след този в Кипър. По отношение на лихвените проценти по кредитите единствените държави в ЕС с по-нисък среднопретеглен лихвен процент по жилищните кредити са Малта и Франция. При лихвените проценти по кредитите за НФП България се нарежда на трето място по най-ниски лихви сред страните извън еврозоната и на осмо място в ЕС. Единствено при потребителските кредити лихвените проценти в България са близо до средните равнища за страните – членки на ЕС.

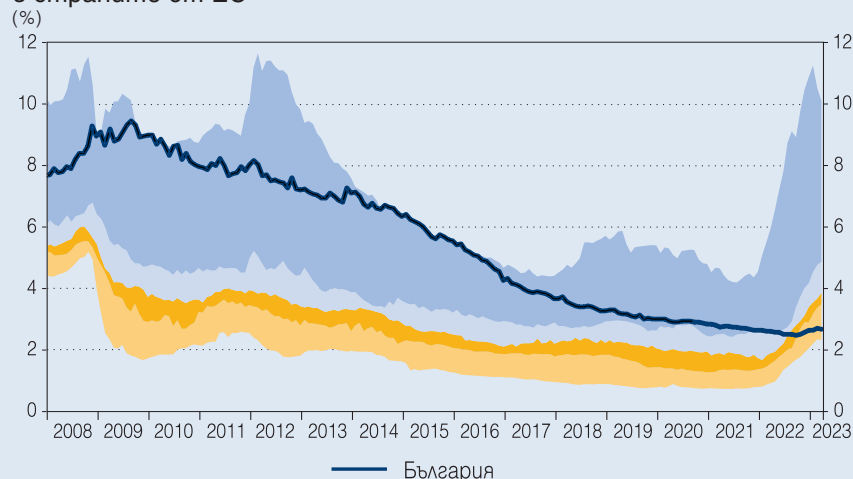
Графика 10. Лихвени проценти по нови депозити на домакинствата с договорен матуритет в страните от ЕС



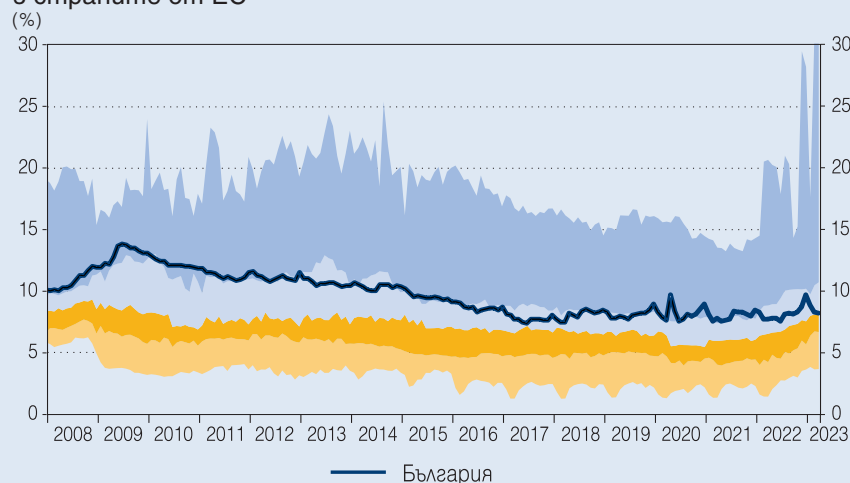
Графика 11. Лихвени проценти по нови депозити на НФП с договорен матуритет в страните от ЕС



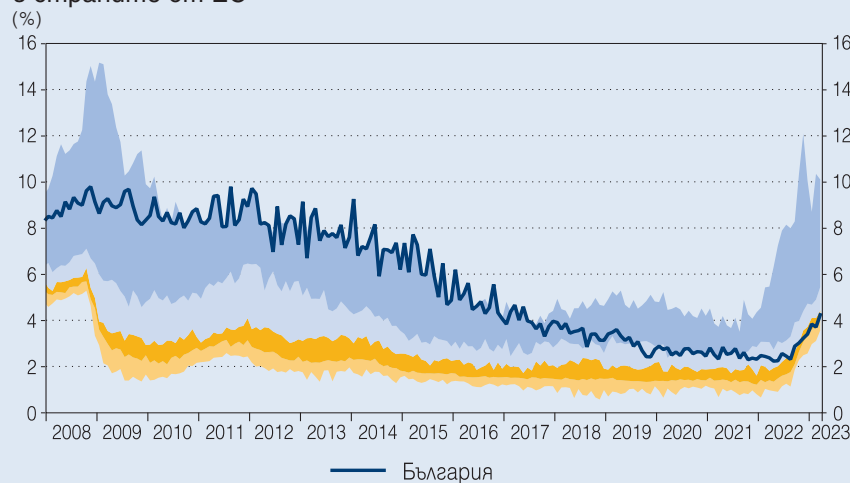
Графика 12. Лихвени проценти по нови жилищни кредити в страните от ЕС



Графика 13. Лихвени проценти по нови потребителски кредити в страните от ЕС



Графика 14. Лихвени проценти по нови кредити на НФП в страните от ЕС



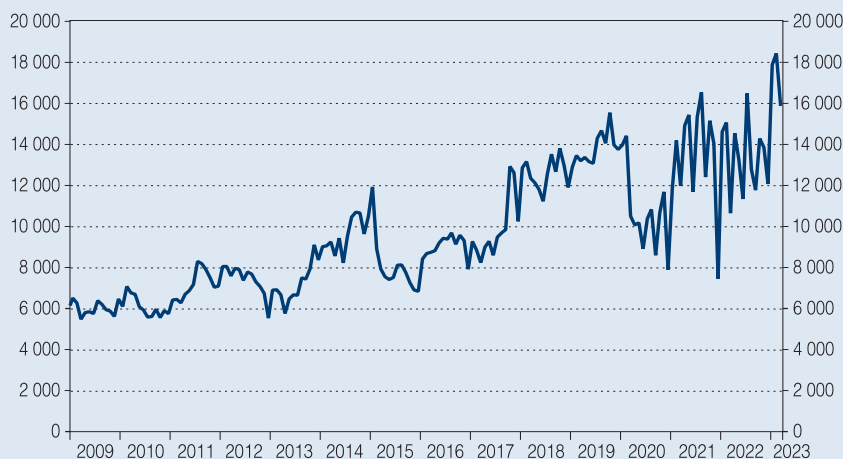
Забележки: Графиките показват квартално разпределение на избраните показатели за страните – членки на ЕС. Всеки сегмент съдържа 25 процента от държавите членки: този в най-ниския край представя първите 25 процента с най-ниски стойности на съответния индикатор, вторият сегмент представя следващите 25 процента от страните с по-високи стойности на индикатора и горните 25 процента обхващат страните с най-високи стойности. Стойностите за България са представени с линия.
Източник: ЕЦБ.

Основните фактори, които определят слабото и бавно пренасяне на затягането на паричната политика на ЕЦБ към лихвените проценти по депозитите и кредитите в България са значителната ликвидност в банковата система и силната конкуренция в банковия сектор за пазарен дял в сегмента на потребителските и жилищните кредити. За значителната ликвидност в банковата система допринася запазващият се силен растеж на депозитите на неправителствения сектор през последните години.

През 2022 г. при депозитите на неправителствения сектор бе отчетена тенденция към ускоряване на годишния растеж, която се определяше от депозитите на нефинансовите предприятия. Към март 2023 г. депозитите на неправителствения сектор се увеличиха с 13.8 млрд. лв. на годишна база, а размерът им достигна 118.9 млрд. лв. (71.9 % от БВП). Същевременно вземанията от неправителствения сектор възлязоха на 84.5 млрд. лв. (51.1% от БВП), вземанията от правителствения сектор – на 12.8 млрд. лв., а резервите на банките в БНБ съставляваха 27.6 млрд. лв., от които 1.9 млрд. лв. бяха под формата на касови наличности и 25.7 млрд. лв. под формата на депозити (задължителни минимални резерви, свръхрезерви и наличности по сметки в TARGET2). Данните за чуждестранните активи на банките, които към края на март 2023 г. са 28.1 млрд. лв. и са формирани главно от ликвидни средства⁵ (около 57% от всички чуждестранни активи, или 15.9 млрд. лв.), са показателни за високия размер на ликвидните ресурси в банковата система, инвестирани извън страната (графика 15)⁶. Общата ликвидност в банковата система може да се разглежда като сума от ликвидните чуждестранни активи на банките, частта от банковите резерви, която превишава ЗМР (2.6 млрд. лв. среднодневно през март 2023 г.⁷), и касовите наличности на банките. Текущите данни показват наличието в банковата система на свръхликвидност, която е един от основните фактори, възпрепятстващи трансмисията от промените в паричната политика на ЕЦБ към монетарните условия в страната.

Графика 15. Ликвидни чуждестранни активи на банките

(млн. лв.)



Източник: БНБ.

⁵ Ликвидните средства като част от чуждестранните активи на банките са изчислени въз основа на данните за размера на средствата в следните категории: „каса в чуждестранна валута“, „депозити“ и „репо сделки“.

⁶ Размерът на нетните чуждестранни активи на банките към март 2023 г. е 15.1 млрд. лв.

⁷ Цитиран е среднодневният размер на свръхрезервите на банките поради обичайното им силно нарастване в края на всеки тримесечен период.

Инструменти на БНБ за влияние върху монетарните условия в България. Използване на инструмента на ЗМР в България

В условията на паричен съвет основният инструмент на БНБ за въздействие върху паричните условия в страната е регулацията на ЗМР, които банките поддържат в централната банка. Инструментът позволява на БНБ да освобождава или изтегля ликвидност от банковата система и по този начин да влияе върху процесите на междубанковия паричен пазар, върху стимулите на банките да кредитират и съответно върху кредитната активност в страната. В допълнение, тъй като ЗМР не се олихвяват, тяхната ставка имплицитно влияе върху общите разходи за финансиране на банките и по този начин оказва влияние върху тяхната политика по определяне на лихвените проценти по кредитите. Вторият инструмент, който БНБ може да използва за въздействие върху паричните условия, е лихвеният процент върху свръхрезервите на банките, поддържани в централната банка. При равни други условия положителен спред между лихвения процент по свръхрезервите и преобладаващия пазарен лихвен процент по алтернативни ликвидни активи създава стимул за банките да поддържат излишната си ликвидност в БНБ. И обратно, отрицателният лихвен спред между тези лихви създава стимули за търсене от страна на банките на алтернативни възможности за инвестиране на излишъка им от ликвидност. Други инструменти, с които БНБ може косвено да повлияе върху паричните условия в страната, е чрез прилагането на надзорни, макропруденциални и административни мерки. Въпреки това целта на инструментите на надзорната политика е изграждане на буфери и подобряване на качеството на активите в банковата система с цел гарантиране на финансовата стабилност, а не пряко влияние върху паричните условия в страната.

БНБ използва ЗМР предимно като инструмент за поддържане на предпазни ликвидни буфери в банковата система поради ограничената си роля на кредитор от последна инстанция в рамките на паричния съвет. Същевременно в исторически план БНБ е използвала инструмента на ЗМР и за провеждане на парична политика.

След въвеждането на паричния съвет в България, в периода 1998–2006 г. ставката на ЗМР е определена на 8% от депозитната база.

През 2004 г. и 2005 г. БНБ предприема пакет от мерки с цел стабилизиране на бързите темпове на нарастване на кредита за частния сектор до умерени нива, които могат да бъдат поддържани в средносрочен период, без да се застрашава финансовата стабилност в страната. По-конкретно през май 2004 г. с решение на УС на БНБ се предприема разширяване на обхвата на депозитната база за изчисляване на ЗМР и се намалява размерът на признатите за ЗМР касови наличности от 100% на 50%⁸, а през ноември 2004 г. наличностите в каса на банките се изключват напълно от определянето на размера на ЗМР, които банките следва да поддържат в БНБ⁹. През април 2005 г. БНБ въвежда административни кредитни ограничения (кредитни тавани), които са в сила до януари 2007 г. Административните ограничения се изразяват в задължение от страна на банките да поддържат допълнителни минимални резерви в БНБ, в случай че тримесечният растеж на кредита надхвърля определени стойности, посочени от централната банка¹⁰. В периода след въвеждането на кредитните тавани се наблюдава значително подобряване в балансите на банките и редуциране на кредитния риск в банковата система, както и забавяне на растежа на кредита за частния сектор¹¹. След прекратяването на дейст-

⁸ https://www.bnb.bg/AboutUs/PressOffice/POPressReleases/POPRDate/RELEASE_20040520_BG.

⁹ https://www.bnb.bg/AboutUs/PressOffice/POPressReleases/POPRDate/RELEASE_20041118_BG.

¹⁰ https://www.bnb.bg/AboutUs/PressOffice/POPressReleases/POPRDate/RELEASE_20050422_1_BG.

¹¹ https://www.bnb.bg/AboutUs/PressOffice/POPressReleases/POPRDate/RELEASE_20051110_BG.

вието на кредитните тавани в началото на 2007 г. кредитният растеж започва отново да се ускорява. Продължавайки провеждането на антициклична политика, през юли 2007 г. УС на БНБ взема решение за увеличаване на нормата на ЗМР на банките от 8% на 12%¹².

От края на 2008 г. кредитирането на частния сектор се забавя значително, отразявайки засилването на негативните ефекти от глобалната финансова и икономическа криза. В периода на спад на икономическата активност БНБ продължава да провежда антициклична политика, като в края на 2008 г. и в началото на 2009 г. предприема редица мерки, целящи да предоставят по-голяма гъвкавост на търговските банки при управлението на техните ликвидни ресурси чрез използване на капиталовите буфери, натрупани в периода на икономически растеж. Част от тези мерки са свързани с облекчаване на изискванията за поддържане на задължителни минимални резерви в БНБ и включват признаването за резервен актив на 50% от касовите наличности в банките¹³, както и понижаване на нормата на ЗМР от 12% на 10%¹⁴. Тези мерки са последвани от допълнително намаляване на изискванията за поддържане на минимални резерви, като ставката на ЗМР е намалена до 5% за средства, привлечени от нерезиденти, и до 0% за привлечените средства от държавния и местните бюджети. Целта на диференцирането на ставката за нерезиденти е да се запази съществуващото чуждестранно финансиране за банките в условията на намаляване на ликвидността в глобален план, докато нулевата ставка за привлечените средства от държавния и местните бюджети е обусловена от обезпечението им с ДЦК. Общият ефект от мерките на БНБ се изразява в освобождаване на ликвидност в икономиката в размер на около 3 млрд. лв., което в комбинация с предприетите от ЕЦБ намаления на основните лихвени проценти и мерки за осигуряване на ликвидност в отговор на кризата води и до съществено понижение на лихвените проценти на междубанковия паричен пазар в България (графика 5). От 2009 г. до началото на 2023 г. БНБ не е предприемала промени в ставката на ЗМР.

В исторически план БНБ е използвала инструмента на лихвения процент по свръхрезервите на банките за провеждане на парична политика само в периода на отрицателни лихвени проценти в глобален мащаб и в частност – в еврозоната. По-конкретно, след въвеждането на отрицателен лихвен процент по депозитното улеснение на ЕЦБ през юни 2014 г., имащо за цел понижаване на лихвените проценти и стимулиране на кредитирането в еврозоната в условията на много ниска инфлация, банките в България започнаха да натрупват значителни по размер свръхрезерви по сметките си в БНБ, които се олихвяват с 0%. В резултат трансмисията на паричната политика на ЕЦБ към лихвените проценти на междубанковия паричен пазар в България беше отслабена. С цел да повлияе върху нивото на свръхрезервите и да засили действието на трансмисионния механизъм на политиката на ЕЦБ към българската икономика, в края на 2015 г. УС на БНБ прие нова Наредба № 21 за задължителните минимални резерви, които банките поддържат в БНБ. Основните нови разпоредби в нея бяха 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 отрицателен¹⁵. БНБ запази прилагането на нулев лихвен процент за свръхрезервите, когато лихвеният процент по депозитното улеснение на ЕЦБ е положителен или равен на нула. БНБ запази и следваната политика да не начислява лихва по задължителните минимални резерви. Направените промени в Наредба № 21 повлияха за засилване на трансмисията на паричната политика на ЕЦБ към лихвените проценти на междубанковия паричен пазар в страната, но размерът

¹² https://www.bnb.bg/AboutUs/PressOffice/POPressReleases/POPRDate/RELEASE_20070719_BG.

¹³ https://www.bnb.bg/AboutUs/PressOffice/POPressReleases/POPRDate/RELEASE_20081021_BG.

¹⁴ https://www.bnb.bg/AboutUs/PressOffice/POPressReleases/POPRDate/RELEASE_20081127_1_BG.

¹⁵ От 9 декември 2015 г. лихвеният процент по депозитното улеснение на ЕЦБ бе понижен до -0.30%.

на свръхрезервите на банките остана значителен. От октомври 2017 г. влязоха в сила изменения в методологията за определяне на лихвените проценти по сметки в БНБ, като върху свръхрезервите на банките бе приложено по-ниското между 0% и лихвения процент по депозитното улеснение на ЕЦБ, намален с 20 базисни точки¹⁶. По-силно отрицателният лихвен процент върху свръхрезервите на банките оказва влияние за същественото им намаляване и за преминаване на лихвените проценти по овърнайт депозити на междубанковия паричен пазар в България в отрицателна територия, като нивото им се доближи до отрицателния лихвен процент по свръхрезервите. От друга страна, отрицателният лихвен процент по свръхрезервите действаше в посока увеличаване на цената на финансиране на банките. С предприетото от ЕЦБ увеличение на основните лихвени проценти от края на юли 2022 г. лихвеният процент по депозитното улеснение бе повишен до 0% (предходна стойност -0.50%), с което лихвеният процент по свръхрезервите на банките в БНБ стана 0%.

При отчитане на бавната и слаба степен на пренасяне на промените в паричната политика на ЕЦБ и на ограничените ефекти от предприетите от БНБ увеличения на антицикличния капиталов буфер върху кредитната активност, на 26 април 2023 г. УС на БНБ взе решение за повишение на процента на ЗМР по привлечените от банките средства от нерезиденти от 5% на 10%, считано от 1 юни 2023 г., и за допълнително повишение на ставката за привлечените средства от резиденти и от нерезиденти от 10% на 12%, считано от 1 юли 2023 г.

Симулации с основния иконометричен модел на БНБ за оценка на потенциалните ефекти от повишаване на процента на задължителните минимални резерви върху основни макроикономически показатели

Засилването на връзката между инфлацията и растежа на заплатите през последните няколко години и силно ограничената трансмисия от затягането на паричната политика на ЕЦБ при значителна ликвидност в банковата система и ограничени ефекти от повишеното ниво на антицикличния капиталов буфер върху кредита за домакинствата показват, че за понижаването на инфлацията е необходимо предприемане на допълнителни мерки. В изпълнение на мандата за поддържане на ценовата стабилност и в рамките на инструментите на паричната си политика БНБ може да повлияе за потискането на инфлацията чрез повишаване на процента на задължителните минимални резерви на банките. Чрез тази мярка се изтегля част от текущата свръхликвидност в банковата система, което ще понижи кредитния капацитет на банковата система чрез намаляване на свободните ресурси на банките и по този начин ще се намалят стимулите на банките да кредитират. Същевременно, тъй като ЗМР не се олихвяват, може да се очаква повишената ставка имплицитно да повлияе върху общите разходи за финансиране на банките и да действа в посока повишение на лихвените проценти по кредитите. По-високите нива на лихвените проценти по кредитите ще потискат търсенето на заемни ресурси от домакинствата за потребителски и жилищни кредити, а отслабването на потребителското търсене от своя страна би допринесло за намаляване на инфлационния натиск в икономиката. От друга страна, тъй като свръхликвидността в банковата система не е равномерно разпределена между отделните банки, изтеглянето на част от нея ще създаде стимули за увеличаване на лихвените проценти по депозитите, което също ще стимулира отлагането на потребление и ще оказва допълнителен натиск за увеличаване на лихвените проценти по кредитите.

За да се оценят количествено потенциалните макроикономически ефекти от повишение на ставката на ЗМР, е извършена симулация с основния макроиконометричен модел

¹⁶ От 16 март 2016 г. лихвеният процент по депозитното улеснение на ЕЦБ бе понижен до -0.40%, а от 18 септември 2019 г. съответно до -0.50%.

на БНБ, който представлява основният инструмент на БНБ за изготвяне на прогнози и симулации на ефекти от икономически шокове. Системата от уравнения в модела се базира на допускането за наличие на дългосрочни и краткосрочни поведенчески връзки в икономиката под формата на така наречения механизъм на корекция на грешката.¹⁷

За целите на симулацията в иконометричния модел на БНБ е включен канал на влияние върху макроикономическите променливи посредством ефективната имплицитна ставка на ЗМР и посредством променлива, която отразява капацитета на банковата система за отпускане на кредити в икономиката. По-конкретно каналът на влияние върху макроикономическите променливи има две измерение: 1) ценово измерение, което отразява влиянието от промяна в ставката на ЗМР върху лихвените проценти по депозитите и по кредитите на нефинансовите предприятия и домакинствата, като оценената иконометрична връзка между ставката и лихвените проценти е положителна; и 2) количествено измерение, което отразява влиянието от промяна в размера на ЗМР върху капацитета на банковата система да отпусне кредити и съответно върху обема на кредитиране на фирмите и домакинствата. Капацитетът на банковата система да отпусне кредити в икономиката е включен в модела посредством променлива, която представлява сумата на депозитите на резиденти и на чуждестранните пасиви на банките, намалена с размера на задължителните минимални резерви, като оценената иконометрична връзка между тази променлива и кредита за предприятията и домакинствата е положителна. Съответно при увеличаване на ефективната имплицитна ставка по ЗМР иконометричната връзка показва намаляване на обема на разполагаеми ресурси на банковата система, което се отразява в намаляване на предлагането на кредити.

Симулацията започва от второто тримесечие на 2023 г. и е извършена на три последователни стъпки. На първата стъпка се симулира изравняване на процента на ЗМР по привлечените средства от нерезиденти (текущо 5%) с този по привлечените средства от резиденти (10%) при запазване на процента на ЗМР за привлечените средства от държавния и местните бюджети на 0%. Това води до повишение на ефективната ставка на ЗМР до 9.7% през второто тримесечие на годината при текуща ефективна ставка от 9.3%. Втората стъпка симулира повишение на общата ставка до 12% от третото тримесечие на 2023 г., което съответства на ефективна ставка от 11.7%. Последната стъпка включва допълнително увеличение на ефективната ставка до 14.6% през четвъртото тримесечие на 2023 г., което симулира покачване на общата ставка до 15%. След симулираните три последователни увеличения ставката на ЗМР се запазва на 15% до края на симулационния хоризонт (2025 г.).

В симулацията влиянието от повишението на процента на ЗМР върху набор от макроикономически променливи (лихвени проценти, кредит за частния сектор, икономическа активност и инфлация) е оценено спрямо базисния сценарий за развитието на българската икономика от макроикономическата прогноза на БНБ, изготвена през януари 2023 г.¹⁸. Оценените ефекти представляват отклонения от базисния сценарий в процентно изражение или в милиони левове.

Резултатите от симулацията показват, че въз основа на исторически оценените връзки между макроикономическите променливи ефектите от покачване на ставката по ЗМР върху лихвените проценти по депозитите и по кредитите са положителни, но много ниски по размер. Основен фактор за слабата реакция на лихвените проценти по кредити-

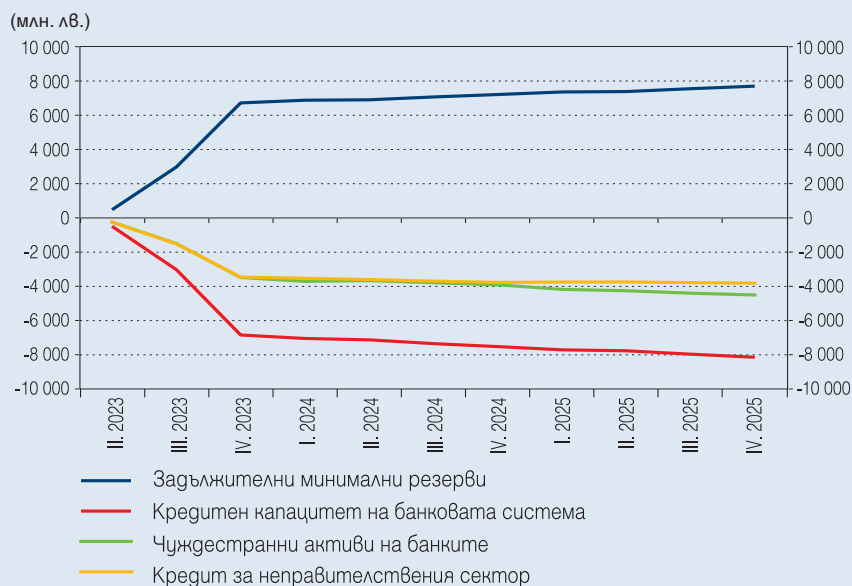
¹⁷ За повече информация относно основния прогностичен модел виж каре „Прогноза на БНБ за основни макроикономически показатели за 2015–2017 година“ в „Икономически преглед“, бр.4/2015 г. Емпиричен анализ на каналите, чрез които паричната политика на ЕЦБ се пренася върху икономическата активност и инфлацията в България, е представен в дискуссионния материал на БНБ: Nenova, M. et al. (2019): „Transmission of ECB's Monetary Policy in Bulgaria: Insights from a Large Macro-Econometric Model“, BNB Discussion Papers DP/115/2019.

¹⁸ https://www.bnb.bg/ResearchAndPublications/PubPeriodical/PubP_MacroeconomicForecast/index.htm

те е слабото покачване на лихвените проценти по депозитите, което от своя страна може да бъде обяснено със силното свиване на кредита в симулацията и липсата на необходимост за банките да привличат допълнителен депозитен ресурс.

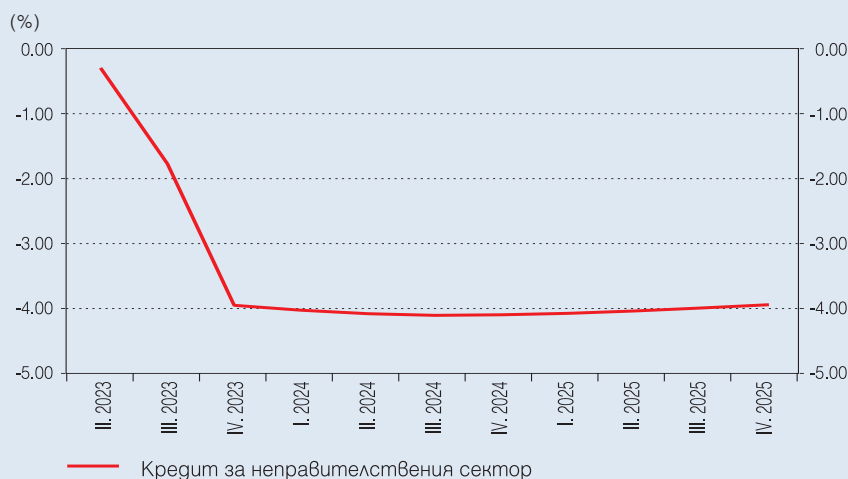
Спадът на размера на кредита спрямо базисния сценарий се определя главно от понижаването на свободните ресурси, с които банките могат да кредитират (кредитния капацитет на банковата система), поради изтеглената ликвидност в резултат от нарастването на задължителните минимални резерви, които те трябва да поддържат в БНБ. Оценките показват, че при направената симулация размерът на ЗМР се повишава с 485 млн. лв. през второто тримесечие на 2023 г. спрямо нивото в базисния сценарий, през третото тримесечие повишението достига 3 млрд. лв., а през четвъртото – съответно 6.8 млрд. лв.¹⁹ (графика 16).

Графика 16. Отклонение спрямо базисния сценарий



Източник: Изчисления на БНБ.

Графика 17. Процентно отклонение на кредита за неправителствения сектор спрямо нивото в базисния сценарий



Източник: Изчисления на БНБ.

¹⁹ По-значителното влияние върху размера на задължителните минимални резерви при втората и третата стъпка на повишение на ставката се дължи на факта, че привлечените средства от резиденти формират 89.3% от всички привлечени средства в банковата система. Към март 2023 г. делът на привлечените средства от нерезиденти е 8.2%, а този на привлечените средства от държавния и местните бюджети възлиза на 2.5%.

Поради това, че размерът на депозитите от резиденти и привлечените средства от нерезиденти не се изменя съществено спрямо базисния сценарий, кредитният капацитет на банковата система се понижава с размер, сходен с този на повишението на задължителните минимални резерви. По-ниският кредитен капацитет на банковата система оказва влияние за понижаване на размера на кредита за неправителствения сектор с 4.0% в края на 2023 г. спрямо нивото от базисния сценарий (на годишна база растежът на кредита за частния сектор възлиза на 1.4% в края на 2023 г. при 5.6% растеж в базисния сценарий²⁰) (графика 17). Спадът на кредита спрямо базисния сценарий може да се обясни главно с намалелите ликвидни средства на банките, което се отразява в по-ниско предлагане на кредити. От страна на търсенето определящ фактор за понижаването на кредита е отслабването на икономическата активност вследствие на понижаването на реалното потребление на домакинствата. Влиянието на лихвените проценти върху търсенето на кредити, измерено чрез спреда между лихвения процент по кредитите и лихвения процент по депозитите, е незначително поради исторически слабата оценена връзка с динамиката на кредита и поради оценката за несъществено увеличение на този спред в симулацията. Слабото изменение на депозитите и на общия размер на пасивите на банките спрямо базисния сценарий, в съчетание с повишаването на задължителните резерви с по-голям размер спрямо спада на кредита, се отразяват в понижаване на чуждестранните активи на банките. Поради същественото понижаване на свръхрезервите на банките, наблюдавано от второто тримесечие на 2022 г., и значителната им волатилност в исторически план, симулацията допуска, че свръхрезервите не се използват за изпълнение на изискването за увеличаване на задължителните минимални резерви²¹ (графика 16).

Понижаването на кредита, отслабването на икономическата активност и свиването на реалния разполагаем доход на домакинствата водят до спад на реалното частно потребление с 0.7% спрямо нивото в базисния сценарий през четвъртото тримесечие на 2023 г. (средно за 2023 г. в симулацията растежът на частното потребление възлиза на 3.1% при 3.3% в базисния сценарий). Свиването на частното потребление е основен фактор за отрицателно отклонение на реалния БВП от нивото в базисния сценарий (с -0.3% в края на 2023 г. и с -0.4% в края на 2024 г.). За разлика от потреблението на домакинствата, при което кредитът се моделира като един от източниците за финансиране на потребителските разходи освен разполагаемия доход, в уравнението за инвестициите в основен капитал на частния сектор не се включва кредитът за фирми, а брутният опериращ излишък в икономиката. В резултат частните инвестиции реагират по-слабо в симулацията в сравнение с частното потребление, като тяхното понижаване следва главно спада на икономическата активност и свързания с него спад на опериращия излишък на фирмите (графика 18). Следва да се отбележи, че в исторически план оценената иконометрична връзка както между реалните лихвени проценти по депозитите и динамиката на частното потребление, така и между реалните лихвени проценти по кредитите и динамиката на частните инвестиции, е слаба.

²⁰ Размерът на кредита за домакинствата и на кредита за нефинансовите предприятия се понижава със съответно 4.6% и с 4.1% в края на 2023 г. спрямо нивото от базисния сценарий.

²¹ За март 2023 г. превишението на поддържаните от банките средства в БНБ над изискуемия минимум на резервни активи по Наредба № 21 възлиза среднодневно на 1.8 млрд. лв. по период на поддържане, или на 15.8% от ЗМР.

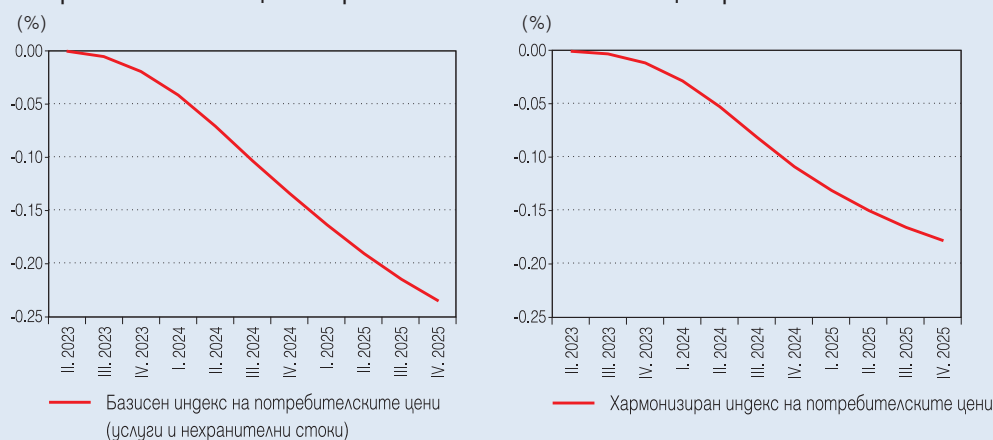
Графика 18. Процентно отклонение на набор от макроикономически променливи спрямо нивото в базисния сценарий



Източник: Изчисления на БНБ.

В симулацията влиянието върху инфлацията от по-слабото частно потребление се компенсира частично от повишение на разходите за труд на единица продукция спрямо базисния сценарий. Тези фактори в съчетание със сравнително високата инертност в динамиката на базисните компоненти на индекса на потребителските цени (услуги и нехранителни стоки) определят ограничените ефекти върху базисната инфлация и общата инфлация към края на 2023 г. Симулацията показва, че в края на 2024 г. понижението е по-съществено и допълнително се засилва през 2025 г. (графика 19).

Графика 19. Процентно отклонение на ХИПЦ и на базисния индекс на потребителските цени спрямо нивото в базисния сценарий



Източник: Изчисления на БНБ.

В симулацията не са отчетени някои фактори с потенциално значение за действителните макроикономически ефекти, които биха се реализирали при повишаване на ставката на ЗМР в посочения размер и времеви профил: 1) симулацията се основава на оценени исторически връзки между макроикономическите променливи за дълъг исторически период (над 20 години), като е възможно тези връзки да се различават от поведението на икономическите агенти в текущата макроикономическа среда; и 2) резултатите от симулацията разглеждат банковата система като цяло и не отчитат специфични характеристики на ниво отделни банки (размер на привлечени средства от резиденти/нерезиденти по банки и ликвидни ресурси, с които всяка банка би могла да изпълни повишените изисквания за ЗМР).

Заклучение

Засилването на връзката между инфлацията и растежа на заплатите и бавната и слаба степен на пренасяне на промените в паричната политика на ЕЦБ при значителна ликвидност в банковата система и ограничени ефекти от повишеното ниво на антицикличния капиталов буфер върху кредитната активност в страната показват, че за ограничаването на кредитния растеж и за понижаването на инфлацията е необходимо предприемане на допълнителни мерки.

Симулацията с основния иконометричен модел на БНБ показва, че повишение на ефективната ставка на ЗМР до 9.7% през второто тримесечие и допълнително до 11.7% и 14.6% съответно през третото и четвъртото тримесечие на 2023 г. води до: 1) изтегляне на ликвидност от банковата система, като задължителните минимални резерви на банките се повишават с 485 млн. лв. през второто тримесечие на 2023 г., с 3 млрд. лв. през третото и съответно с 6.8 млрд. лв. през четвъртото тримесечие спрямо нивото в базисния сценарий от макроикономическата прогноза на БНБ от януари 2023 г. (който не включва промяна в ставката по ЗМР); 2) намаляване на свободните ресурси, с които банките могат да кредитират, което е основен фактор за понижаването на размера на кредита за домакинствата, а това се отразява в по-ниско частно потребление и отслабване на икономическата активност като цяло. Симулацията показва незначително повишение на лихвените проценти по депозитите и кредитите въз основа на оценените макроикономически връзки в исторически план; 3) понижение на базисния индекс и общия индекс на потребителските цени спрямо нивото в базисния сценарий, като ефектите са сравнително ограничени през 2023 г. и се засилват през 2024 г. и 2025 г.

Несигурността по отношение на действителните макроикономически ефекти, които биха се реализирали, и фактът, че симулацията се основава на оценени връзки в исторически план и не отразява специфичните изходни условия при отделните банки, предполагат прилагане на постепенен подход на повишение на ставката на ЗМР.

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