

ОТРАЖЕНИЕ НА МЕЖДУНАРОДНАТА ФИНАНСОВА И ИКОНОМИЧЕСКА КРИЗА ВЪРХУ БАНКОВИЯ СЕКТОР В БЪЛГАРИЯ

Николай Неновски, Дарина Колева, Петър Чобанов¹

УВОД

Финансовите кризи са ендемични за финансовата система. Въпреки че отключващият ги фактор често е външен, истинските причини за проявата на кризите се крият вътре в самата система, а материализирането на ефектите обичайно отнема време. Многобройните изследвания на финансовите кризи (вж. например Krugman, 2009; Reinhart and Rogoff, 2009; Laeven and Valencia, 2010, и др.) показват, че в съвременната световна парична история почти няма финансова криза, която да не е съпроводена от системна банкова криза. Глобалната финансова криза от 2007 г. не прави изключение. По своя икономически ефект тя е най-мощната и скъпа криза след Голямата депресия от 1929 година. Започнала в САЩ – най-голямата икономика в света, тя бързо се разпространява на международните и националните финансови пазари по линия на взаимните експозиции между финансовите институции, като засегнати от кризата се оказват не само развитите страни, но и редица страни с нововъзникващи пазари, в т.ч. и България.

Причините за кризата се крият в поведението на икономическите агенти, към което предразполагат надзорните практики и правителствените политики. Те могат да бъдат потърсени още през периода 2002-2005 г., когато, за да се преодолее т.нар. “Дотком” криза², лихвените проценти в САЩ са намалени до изключително ниски нива, стимулиращи създаване на изобилие от ликвидност и фомиране на много ниски рискови премии. В същото време се провежда активна политика на американското правителство за поощряване на покупките на собствени жилища и финансовите посредници предлагат многообразие от ипотечни кредити за всички доходни групи от населението. Много от домакинствата получават кредити не въз основа на техните възможности за погасяване, а въз основа на текущата пазарна стойност на закупуваното имущество. Банките започват да използват по-активно подхода “създаване към разпределение”, като продават своите кредитни портфейли на специализирани посредници, използващи секюритизиращи техники, за да ги трансформират в структурирани продукти. Тези инструменти впоследствие се придобиват от множество фондове за структурирани инвестиции и се превръщат в задба-

¹ Николай Неновски е доктор на икономическите науки, професор в катедра “Финанси” на УНСС; тел.: 81-95-652, e-mail: nenovsky@gmail.com; Дарина Колева е доктор по икономика, гл. асистент в кат. “Финанси”; тел.: 81-95-635, e-mail: darinagk@abv.bg; Петър Чобанов е доктор по икономика, гл. асистент в същата катедра; тел.: 81-95-625, e-mail: pchoby@gmail.com

² Свързана със създаването и щедрото финансиране на интернет-базирани високотехнологични компании.

лансови позиции, създадени от банките, покрити с краткосрочни заеми. Инвестиционните банки, които нямат същите изисквания за капиталовата база както търговските банки, натрупват значително количество от тези активи в балансите си.

По този начин някои от ипотеките, които се третираат като рискови и второкачествени, са обвързани с други заеми в инвестиционни фондове, които се притежават предимно от професионални инвеститори, а също така и от дребни инвеститори, които участват във взаимни фондове. Този модел се развива и се характеризира с непрекъснато сменяне на формата на продуктите, които се притежават от различни инвеститори като банки, институционални инвеститори, застрахователни компании, дребни инвеститори, които са предмет на различни регулации.

Нарастващите цени на имотите в САЩ и притокът на ликвидност на американския пазар стимулират развитието на тези финансови продукти. Търсенето на структурирани продукти, търгувани на извънборсовия пазар, нараства значително и е извън обсега на регулиращите институции.

Нормалното циклично развитие на икономиката води до момента – в края на 2005 г., когато Федералният резерв започва да увеличава лихвените проценти и най-бедните американци спират да погасяват своите кредити, като делът на необслужваните ипотечни кредити нараства от 4% през 2005 г. на 10% през септември 2007 г. и 20% в края на 2007 г. Балонът на пазара на недвижимите имоти в САЩ се спуква, което разклаща доверието на пазарните участници и води до спираловидното намаление на стойността на секюритизизираните активи. Сливът на цените на тези високорискови инструменти и невъзможността в някои случаи изобщо да получат пазарна цена водят до изчерпване на ликвидността на пазарите, което предизвиква криза на доверието, допринасяща за реализирането на големи загуби за банките. Финансовата криза прераства в системна на глобално равнище. Централните банки са принудени да правят множество интервенции за възвръщане на доверието на пазарните участници. Финансовите институции стават твърде зависими от паричния пазар, който е основен източник на краткосрочно финансиране и е управляван за дълги периоди изцяло от централните банки. В някои страни недостигът на ликвидност предизвиква паника и масово теглене на депозити. Правителствата предприемат скъпоструващи спасителни мерки, национализират банки със системно значение, а кризата от финансова прераства в дългова и икономическа с всички последици за стабилността на финансовите пазари.

Независимо от степента на финансово развитие почти във всички страни банковата система осигурява основната част от финансирането на икономическата дейност, като този процес е още по-силно изразен в по-слаборазвитите икономики, каквито са тези от региона на Централна и Източна Европа (ЦИЕ), в т.ч. и България. Именно банковият сектор е основният двигател в развитието на страните от ЦИЕ в периода преди началото на световната финансова криза. Бързото нарастване на кредита създава условия за подкрепа на процеса на конвергенция чрез увеличение на инвестициите, потреблението и доходите, като този процес е съпроводен от натрупване на множество неравновесия в икономиката: изпреварващ ръст на кредитите спрямо депозитите, нарастване на дефицита по текущата сметка и инфлацията, повишаване на степента на външна задлъжнялост. Тъй като изчистването на

тези неравновесия неизменно би довело до влошаване на перспективите за икономически растеж и възможностите за обслужването на кредитите, в апогея на световната финансова криза банковият сектор е белязан от международните финансови институции като ахилесовата пета на региона.

В България основните канали за пренос на ефектите на международната финансова и икономическа криза са ограничаване на достъпа до финансиране от банките майки, изпитващи недостиг на ликвидност и намалени печалби, свиването на приходите и закриването на фирми от експортноориентирания отрасъл под влияние на срива в глобалното търсене на износ и спукването на балона на цените на недвижимите имоти. Заедно с голямата междупримена задлъжнялост и значителния дял на банково финансиране на чувствителни към икономическата конюнктура дейности като строителство и търговия на дребно, тези ефекти влошават качеството на кредитните експозиции на банките и по този начин поставят на изпитание стабилността на българската банкова система.

Настоящата студия е посветена на влиянието на глобалната финансова и икономическа криза върху банковата система на България. Тя е построена от три части.

Първата част от изследването има за задача да проследи поведението на междубанковия паричен пазар по време на глобалната финансова криза, започнала през 2007 година. Представеният анализ обхваща периода януари 2006 – май 2010 г.³ Поради самия характер на кризата и влиянието ѝ върху финансовите пазари не само на национално ниво, анализът обхваща междубанковите парични пазари на 8 страни от ЦИЕ (България, Естония, Латвия, Литва, Чехия, Унгария, Полша и Румъния), като целта е да се види как българският пазар стои сред тях със своите зависимости и характеристики. Финансовата и икономическа интеграция в рамките на ЕС и задължението на тези страни да приемат еврото предопределят и важната роля на ЕЦБ и нейната политика в подобен анализ. Анализът проследява поведението на основни показатели на местните парични пазари, както и динамиката на съответните индикатори на ниво Еврозона.

Втората част от студията фокусира вниманието върху българския банков сектор, като има за цел да анализира ефектите от глобалната криза върху състоянието на банковата система за периода от 2007-ма до средата на 2010 година. Изследването представлява анализ на основните банкови показатели като ликвидност, качество на активите и капиталова адекватност. Внимание е отделено на динамиката на лихвените проценти по кредитите и депозитите поради тясната им обвързаност с банковите показатели. Анализиран е ефектът на предприетите през периода мерки от страна на централната банка в ролята ѝ на банков регулатор.

Третата част насочва дискусията към темата за адекватността на финансовите и в частност на банковите регулатори, като проследява предприетите в глобален аспект стъпки за подобряване на регулациите и надзора над финансовата система на микро- и макроравнище. Разгледани са стрес-тестовите на банковите системи като форма за повишаване на доверието на икономическите агенти в паза-

³ Авторите на настоящото изследване искат да благодарят на г-н Димо Спасов, който оказва много голяма помощ при създаването и систематизирането на базата данни, използвани в тази част на студията. Благодарни сме му и за направените коментари и препоръки.

рите, спектърът от международни банкови регулации, които трябва да се въведат до 2018 г., както и пакетът от планирани реформи на финансовия надзор на ниво ЕС. Системният характер на глобалната финансова и икономическа криза показва, че няма изолирани пазари и следователно в решаването на проблемите трябва да се подхожда глобално и координирано, ако искаме в бъдеще да се намалят продължителността, дълбочината и икономическата цена на финансовите кризи.

ЧАСТ ПЪРВА: ВЛИЯНИЕТО НА КРИЗАТА ВЪРХУ МЕЖДУБАНКОВИЯ ПАРИЧЕН ПАЗАР

Поддържането на функциониращ паричен пазар с предсказуемо поведение на ключови негови показатели е основно предизвикателство пред централната банка и останалите банки по време на криза. На пръв прочит данните показват, че в периода след септември 2008 г. се наблюдават съществени изменения и проблеми. Проблемите на паричния пазар са в основата на задълбочаването на финансовата криза и са един от механизмите за бърз пренос на шокове във финансовата система.

ЛИХВЕНИТЕ ПРОЦЕНТИ ПО ОВЪРНАЙТ ДЕПОЗИТИТЕ КАТО ЦЕЛ НА ПАРИЧНАТА ПОЛИТИКА

Познаването на поведението на банките на паричния пазар и на факторите, които влияят на лихвените проценти, на търсенето и на предлагането на депозити, е съществена част от анализа на финансовата стабилност. Изследванията обвързват лихвите на междубанковия пазар с паричната политика на централните банки поради факта, че процентът по еднодневните необезпечени депозити е честа цел на тази политика. Промените в този лихвен процент показват възможностите на централната банка да въздейства върху лихвите в цялата икономика, тъй като той се разглежда като основен в теориите за времевата структура на лихвените проценти⁴.

Паричната политика на съответната централна банка се счита за успешна, когато съумява да поддържа овърнайт лихвения процент в много тесни граници на колебание около основния лихвен процент на централната банка. По този начин се осигурява желано равнище на най-краткосрочните лихви и с помощта на трансмисионния механизъм на паричната политика то се пренася в икономиката.

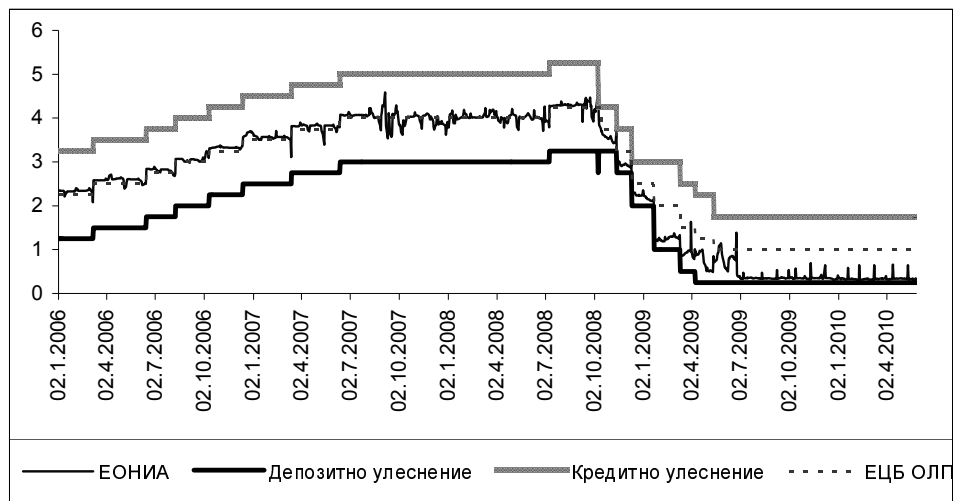
Страните във валутен борд не провеждат самостоятелна парична политика и не контролират овърнайт лихвата. Но в настоящия анализ разглеждаме страни – членки на ЕС, които са задължени да приемат еврото. За тях овърнайт лихвеният процент е индикатор за степента на интеграция на междубанковия им паричен пазар към този в Еврозоната, в зависимост от това колко се различава от овърнайт лихвата в самата Еврозона (ЕОНИА). Освен това той се смята и за индикатор за системен риск, тъй като зависи от поведението на основните участници на паричния пазар –

⁴ Вж. Rudebusch G. (1995). Изследването показва връзката между лихвата по еднодневни депозити, политиката на Федералния резерв и времевата структура на лихвените проценти.

банките – и съответно по-големи отклонения в него показват най-често проблеми с управлението на ликвидността.

Основният лихвен процент на ЕЦБ се формира по основните рефинансиращи репо операции с матуритет една седмица. Освен това са налице и лихвени проценти по кредитно и депозитно улеснение, по които банките могат съответно да заемат недостигащата им ликвидност, или да депозират излишната си ликвидност в ЕЦБ. По този начин лихвените проценти по депозитното и кредитното улеснение формират коридор около основната лихва, който в спокойни времена е симетричен ($\pm 1\%$) и в него се колебае овърнайт лихвеният процент на междубанковия пазар.

**Графика I.1: Поведение на основния лихвен процент на ЕЦБ
(януари 2006 – май 2010 г.)**



Източник: ЕЦБ; European Banking Federation.

Графика I.1 демонстрира нагледно поведението на ЕОНИА, която в периода преди август 2007 г. следва динамиката на основния лихвен процент на ЕЦБ.

ФАКТОРИ, КОИТО ВЛИЯТ НА ПОВЕДЕНИЕТО НА ОВЪРНАЙТ ДЕПОЗИТИТЕ

Минималните задължителни резерви (МЗР) се разглеждат като основен фактор, който влияе на поведението на лихвения процент и търсенето и предлагането на депозити⁵. Основополагащо изследване за модерната литература за рационално управление на резервите на търговските банки е Poole (1968).

Основните характеристики на МЗР задават голяма част от институционалната рамка на развитие на междубанковия пазар. В съвременните условия се наблюдават

⁵ Вж. Weiner (1992).

някои общи черти на МЗР. Банките са задължени да държат в централната банка резерви, които се определят като процент от част от привлечените им средства. При определянето на МЗР се разграничават базов и поддържащ период, като вторият започва няколко дни след първия, за да се събере необходимата информация за размера на задължението на съответната банка и да се оптимизира процесът на управление на ликвидността. МЗР се осредняват в рамките на поддържащия период, за да се избегнат резки колебания в количеството резерви, което банките държат в централната банка. Поради осредняването, банките – чрез арбитраж, би трябвало да елиминират очаквани промени в лихвите по еднодневни депозити, които се явяват алтернативна цена за поддържането на резерви. Например, ако банките знаят, че лихвата ще бъде по-висока в понеделник, отколкото в петък, те би трябвало да държат повече резерви в петък, и да продават повече резерви в понеделник, като по този начин лихвените проценти ще проявят склонност към изравняване. В резултат на подобно поведение очакваният лихвен процент в рамките на поддържащия период би трябвало да бъде постоянен – това твърдение е познато в теорията като мартингейлова хипотеза⁶, което представлява типично авторегресионно поведение от първи ред. Ако мартингейловата хипотеза е вярна, то предсказуеми промени в количеството (резервите) не би трябвало да водят до предсказуеми промени в цените (лихвените проценти) в рамките на поддържащия период.

Емпиричните изследвания не намират достатъчно доказателства за верността на мартингейловата хипотеза. Повечето анализи се фокусират върху информация за САЩ, като откриват поведение на средните лихвени проценти по еднодневни депозити, което може да се предскаже чрез специфични “календарни ефекти”. Подобно поведение откриваме в изследванията на Campbell (1987), Hamilton (1996) и Balduzzi et al. (1997) – общите черти, които се наблюдават са по-високи лихви в края на поддържащия период, в понеделниците и в края на тримесечията, докато по-ниски лихви се наблюдават в петък. Тези модели на поведение намират две основни обяснения. Първото е, че банките не държат резерви само и единствено да удовлетворяват изискванията по МЗР, а и за ликвидни нужди – да осъществяват разплащания. Второ, наблюдават се някои пазарни ограничения – транзакционни разходи, кредитни лимити и сегментиране на междубанковия пазар и др.

Мартингейловата хипотеза се отнася само за нивото на лихвения процент, но не и за колебанията му (измервани най-често със стандартното отклонение). Изследванията сочат, че колебанията в лихвата също зависят от близостта до края на поддържащия период, като имат тенденцията тогава да нарастват. Концентрацията на високи колебания в определени дни изисква моделиране и на стандартното отклонение, а не само на средната, за което се използват т.нар. GARCH модели. Furfine (1998) показва, че институционалната рамка и разпределението на количеството плащания по дни на междубанковия пазар могат да обяснят голяма част от поведението на нивото и колебанията в лихвения процент в рамките на поддържащия период.

⁶ От английски език – martingale.

Prati et al. (2002) анализират поведението на лихвения процент по еднодневните необезпечени депозити на междубанковия пазар в страните от Г-7 и Еврозоната, като се спират на влиянието на институционалната среда и провежданата парична политика от съответната централна банка. Изследването не може да потвърди мартингейловата хипотеза, като открива наличието на календарни ефекти (свързани с конкретни дни от седмицата), както и обичайно повтарящо се поведение на лихвения процент в края и в началото на поддържащите периоди. Тезата за по-висок лихвен процент и засилено търсене на резерви в последния ден на поддържащия период се потвърждава само в САЩ и Германия. От друга страна, високото колебание на лихвените проценти в последните дни от поддържащия период намира своето потвърждение. При наличие на цел за централната банка по отношение на валутния курс лихвените проценти на междубанковия пазар демонстрират по-високо колебание⁷. В периоди на натиск върху валутния пазар централните банки са склонни да повишат своите основни лихвени проценти, за да защитят курса. Авторите доказват и тезата, че по-ниските задължителни резерви водят до по-слаби календарни ефекти в нивото на лихвения процент, но не намаляват колебанието му.

Hamilton (1997) изследва ликвидния ефект на междубанковия пазар в САЩ. Авторът доказва наличието на влияние на операциите на правителството върху лихвения процент, тъй като те, в определени случаи, водят до увеличение или намаление на резервите на търговските банки. Демонстрирано е и влиянието на календарни ефекти върху лихвения процент.

Ewerhart et al. (2003) представят основни характерни черти на паричния пазар в Еврозоната. Направен е детайлизиран преглед на литературата, като моделите за паричния пазар са класифицирани на: (i) управление на резервите; (ii) осигуряване на ликвидност; (iii) микроструктура на междубанковия пазар.

Разгледаните до момента модели за обяснение на лихвените проценти по овърнайт депозитите дават основание за следните изводи:

Първо, един от измерителите за успеха на паричната политика на централната банка са границите на колебание на овърнайт лихвения процент около основния лихвен процент на централната банка. Колкото по-тесни са тези граници, толкова по-успешна е самата политика.

Второ, основна роля в управлението на ликвидността както на ниво индивидуална банка, така и за цялата система, играят изискванията за минимални задължителни резерви, като изискуемото им ниво определя търсенето и предлагането на ликвидност от страна на търговските банки. Задължителните резерви се определят на база осредняване в рамките на периода за изпълнението им, което в нормални времена предопределя колебанията на овърнайт лихвения процент в края на поддържащия период.

⁷ Разгледани са Италия, Германия, Франция и Великобритания в периода 1990 – 1992 г.

Трето, на овърнайт лихвения процент в спокойни времена влияят: основният лихвен процент, изискванията за минимални задължителни резерви, операции на правителството, календарни ефекти.⁸

ОСНОВНИ ЕТАПИ НА КРИЗАТА И ПОВЕДЕНИЕ НА ЕЦБ

През август 2007 г. се наблюдават колебания в ЕОНИА и тя се отклонява от основната лихва. Причината за това е глобалната финансова криза. Проблемите с непървокласните ипотечни кредити в САЩ не успяха да бъдат овладени и по линия на взаимните експозиции между участниците на глобалните финансови пазари се пренесоха на международно ниво. На 9 август 2007 г. BNP Paribas изпитва сериозни проблеми и замразява дейността на управлявани от нея фондове, инвестирани в ипотечни облигации. Това е значимото системно събитие, което показва пренасянето на кризата отвъд океана и намалява доверието между участниците на междубанковия пазар. ЕЦБ реагира мигновено и инжектира в системата 95 млрд. евро. Лихвеният процент по кредитното й улеснение спада де факто до 4.25%, въпреки че официално не е променено.⁹ ЕЦБ продължава да използва активно основните си рефинансиращи операции, за да овладее колебанията на паричния пазар. Увеличава се делът на по-дългосрочните рефинансиращи операции. В началото на поддържащия период по минималните задължителни резерви ЕЦБ инжектира по-висока ликвидност от нормалното, за да успокои колебанията. В периода до септември 2008 г. тя успява да овладее ситуацията на междубанковия пазар и ЕОНИА се колебае около основната лихва. Разбира се, доверието между участниците на паричните пазари не се възстановява и е налице несигурност по отношение на експозициите им в „токсични активи”. Епизод, който е доказателство за продължаващите проблеми, е „спасяването” на Bear Stearns през март 2008 година. Поради факта, че са налице инфлационни очаквания (и поради динамиката на цените на петрола), ЕЦБ дори повишава основната лихва с 25 б.т. през юли 2008 година.

В периода 7-14 септември 2008 г. ситуацията се влошава значително и кризата навлиза в нов етап. На 7 септември американското правителство национализира ипотечните корпорации Fannie Mae и Freddy Mac. На 14 септември е истинският шок, поради фалита на Lehman Brothers. Стават ясни и проблемите около застрахователния гигант AIG, както и покупката на Merrill Lynch от Bank of America. Кризата засяга много пазарни сегменти. Колебанията на основни индикатори са много големи. Пазарите не могат да функционират нормално. След няколко спокойни дни, на 28 септември правителствата на Белгия, Холандия и Люксембург национализират Fortis. Следват проблеми и с други финансови институции от двете страни на океана. Централните банки масирано инжектират ликвидност. На 8 октомври – в безпрецедентна координирана акция, ЕЦБ, ФЕД и централните банки на Великобритания, Канада, Швейцария и Швеция намаляват основните си лихвени

⁸ Друг пример за моделиране на овърнайт лихвите е представен в Cassola, N., C. Morana. (2008). Моделиране на овърнайт лихвите в условията на паричен съвет, в случая на България, е направено от Nenovsky and Chobanov (2004).

⁹ За по-подробен анализ на поведението на ЕЦБ виж Borders, C., L., Clerc. (2010).

проценти с 50 б.т., като слагат край на периода на покачващи се основни лихви. ЕЦБ извършва промени в паричната си политика, като основните ѝ рефинансиращи операции са вече с фиксирана лихва и се предоставя ликвидност, която да е равна на общото търсене от страна на банките. Ще последва серия от намалявания на основната лихва. Кредитното улеснение се обезсмисля, тъй като банките получават цялата им необходима ликвидност от основните рефинансиращи операции. Коридорът между кредитно и депозитно улеснение е 1%¹⁰, като поради неползването на кредитното улеснение е де факто 50 б.т. Това е недостатъчно за ефективно управление на ликвидността и то се изземва на практика от ЕЦБ, като междубанковият пазар не функционира. Банките си нямат доверие и се запасяват с ликвидност за непредвидени ситуации, като активно използват депозитното улеснение, за да пласират взетата от ЕЦБ ликвидност обратно в ЕЦБ! Ще последва период на удвояване на баланса на ЕЦБ, използване на дългосрочни операции (с матуритет 1 г.), както и на сериозни фискални стимули, банкови гаранции и т.н. Кризата ще премине в своята фискална фаза в началото на 2010 г. с проблемите в Гърция и опасенията около Португалия, Испания, Ирландия. Паричната политика на ЕЦБ се отдалечава от провежданата в нормални времена и ЕОНИА се задържа близо до лихвата по депозитното улеснение.

МЕЖДУБАНКОВИТЕ ПАЗАРИ НА СТРАНИТЕ ОТ ЦИЕ

Страните от ЦИЕ успяват да запазят икономическа стабилност в началните етапи на кризата. Първоначално липсата на експозиции в американски второкласни ипотечни облигации не подлага на сериозен натиск банковите системи на тези страни. Периодът на икономически растеж е използван от някои от тях за натрупване на сериозни буфери (България), а други не се характеризират с голяма задлъжнялост в чуждестранна валута и могат да се възползват от предимствата на самостоятелната парична политика (Полша). Важна роля играят и преките чуждестранни инвестиции. Присъствието на големи европейски банкови групи ще се превърне в стабилизиращ фактор през периода на криза, въпреки опасенията от изтегляне на ресурс в посока банките-майки, които обаче не намират потвърждение на практика. След септември 2008 г. ситуацията се променя. Намалява доверието на чуждестранните инвеститори, засилва се склонността за избягване на риск, което води до силно намаляване на инвестициите. Икономическият растеж става отрицателен и в някои страни достига двуцифрени стойности (Естония, Латвия). В страните с плаващ валутен курс се наблюдава рязко обезценяване на националните валути, а ако задлъжнялостта на икономическите агенти в чуждестранна валута е висока, са налице сериозни проблеми. Наблюдават се големи загуби на фондовите борси, значително нарастват рисковите премии и спредовете по ДЦК. Междубанковите пазари се характеризират с високи колебания.

¹⁰ Коридорът е 100 б.т. до януари 2009 г., тогава е разширен до нормалните си 200 б.т., като е променен отново през май 2009 г. и става 150 б.т.

Тази промяна в поведението, както и случилите се събития, ни дават основание да разделим разглеждания период на два подпериода – до последната седмица на септември 2008 г., от една страна, а, от друга – последната седмица на септември 2008 г. до 27 май 2010 г. (докогато е наличната статистическа информация, използвана в изследването).

Базата данни, която използваме, е систематизирана и събрана за целите на настоящата студия. Основен източник на информация е Блумбърг, като базата данни съдържа историческа информация за овърнйт лихвените проценти, тримесечните лихвени проценти и суверенните CDS спредове (суап за кредитно неизпълнение) за периода януари 2006 – май 2010 г., включително, за осем страни (България, Естония, Латвия, Литва, Чехия, Унгария, Полша и Румъния); за ЕОНИА (Euro Overnight Index Average) и тримесечния Euribor (Euro Interbank Offered Rate), както и суверенния CDS спред за Германия. Изполвани са и интернет страниците на централните банки, на страните, които са обект на изследването, както и собствени изчисления. Данните са високочестотни, на дневна база, което позволява проследяване на реакции в момента на тяхното възникване.

Таблица I.1

Овърнйт лихвени проценти (02.01.2006 г. – 26.09.2008 г.)

	България	Чехия	Естония	Унгария	Латвия	Литва	Полша	Румъния	ЕОНИА
Средна	3.74	2.66	3.93	7.32	3.70	3.78	4.48	7.16	3.56
Максимум	5.26	4.05	5.52	9.50	7.75	5.69	7.03	28.50	4.59
Минимум	2.14	0.97	2.26	5.08	0.80	1.64	2.51	0.50	2.08
Стандартно отклонение	0.87	0.69	1.00	0.96	1.65	0.81	0.80	3.05	0.62

Източник: Блумбърг, сайтове на централни банки, собствени изчисления.

Таблица I.2

Овърнйт лихвени проценти (29.09.2008 г. – 27.05.2010 г.)

	България	Чехия	Естония	Унгария	Латвия	Литва	Полша	Румъния	ЕОНИА
Средна	1.91	1.38	3.65	7.95	2.47	1.63	3.21	8.96	1.01
Максимум	5.73	3.75	6.13	11.54	20.60	8.00	6.53	19.00	4.60
Минимум	0.12	0.20	0.43	4.44	0.49	0.35	1.96	2.11	0.30
Стандартно отклонение	1.78	0.72	2.02	1.89	2.96	1.53	1.12	3.50	1.05

Източник: Блумбърг, сайтове на централни банки, собствени изчисления.

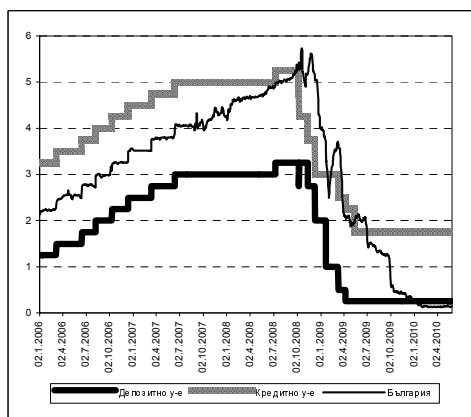
Таблицы I.1 и I.2 представят поведението на лихвите по еднодневни необезпечени депозити в 8 страни от ЦИЕ, както и в Еврозоната. Те са много показателни за различията, които се наблюдават в двата периода. Нарастването на несигурността и намалялото доверие между участниците в системата през втория период водят до повишаване на стандартното отклонение във всички разглеждани страни, включително и в Еврозоната. Стандартното отклонение е най-високо в Латвия и

Румъния, които потърсиха помощ (наред с Унгария) от международните финансови институции и Европейската комисия. Овърнът лихвите в Румъния се характеризират с голямо колебание и през първия период, но нарастват значително през втория. Стандартното отклонение в Чехия е най-ниско, като нараства почти незначително и през втория период колебанията на овърнът лихвите в тази страна са по-ниски дори от тези в Ерозоната. През втория период се наблюдават и по-високи максимални стойности (с изключение на Румъния и Чехия). В Румъния нестабилната икономическа среда е намерила своята изява във високи стойности на овърнът лихвата преди настъпването на втория период от кризата. През целия разглеждан период Румъния и Латвия отбелязват най-високи максимални стойности. Минималните стойности през втория период са по-ниски (отново без Румъния), което се дължи на цикъла на намаляване на основните лихвени проценти, както и на спада в ЕОНИА, която, както вече беше посочено, след известни колебания се приближава до лихвите по депозитното улеснение. България и Чехия демонстрират най-ниски минимални стойности през втория период.

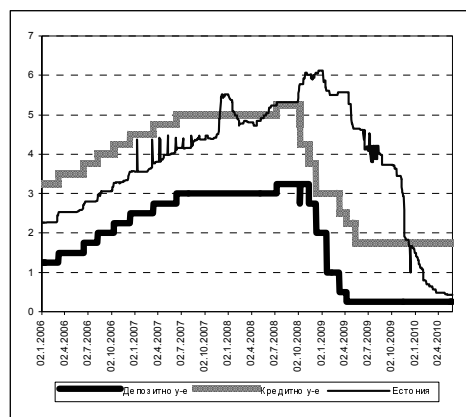
Средните стойности през първия период на страните с валутен борд или фиксиран валутен курс (България, Естония, Литва, Латвия) са най-близки до ЕОНИА. Поради факта, че тези страни нямат самостоятелна парична политика и са фиксирани към еврото, овърнът лихвите на междубанковите им пазари в спокойни времена се приближават като стойности и поведение до ЕОНИА, което свидетелства за конвергенция и интеграция към междубанковия пазар в Еврозоната.

Следващите няколко графики ще представят поведението на овърнът лихвените проценти в разглежданите страни, като ще го съпоставят с границите на колебание на ЕОНИА, зададени от кредитното и депозитното улеснения на ЕЦБ¹¹. По този начин нагледно ще илюстрираме степента на интеграция на овърнът лихвите (а и на паричната политика, там където я има) с тези в Еврозоната.

Графика I.2: Овърнът в България



Графика I.3: Овърнът в Естония



Източник: Блумбърг, сайтове на централни банки, собствени изчисления.

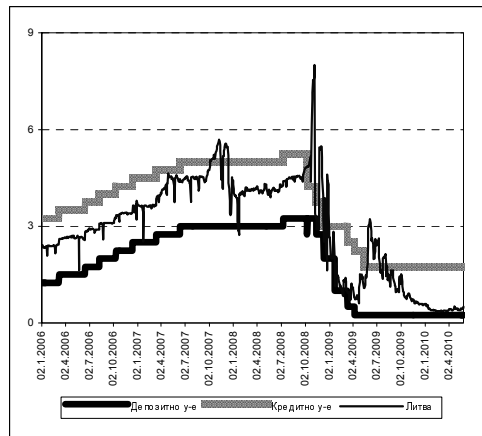
¹¹ Кредитното и депозитното улеснение на ЕЦБ ще присъстват на следващите пет двойки графики.

Графики I.2 и I.3 представят поведението на овърнайт лихвените проценти в България и Естония и как се съотнасят те към коридора между депозитното и кредитното улеснение на ЕЦБ. Овърнайт лихвеният процент и в двете страни преди кризата (до август 2007 г.) следва плътно поведението на ЕОНИА и се колебае много близо до основния лихвен процент в Еврозоната. Фиксираният валутен курс, чуждестранното присъствие на големи банкови групи в банковата система, както и техническата инфраструктура на междубанковия пазар благоприятстват конвергенцията към европейските овърнайт лихви. След разразяването на кризата овърнайт лихвата напуска тези граници за известен период от време. Овърнайт лихвата в България напуска коридора по-късно (към края на 2008 г.), като остава по-близо до него и отбелязва по-ниска максимална стойност. След по-кратък период на отклонение овърнайт лихвата в България се завръща по-рано в посочения коридор (в средата на 2009 г.), но после отново го напуска (вече при по-ниски стойности от тези в Еврозоната), докато овърнайт лихвата в Естония, след завръщането в коридора (края на 2009 г.), остава в него до края на разглеждания период и подобно на ЕОНИА се доближава до лихвения процент по депозитното улеснение.

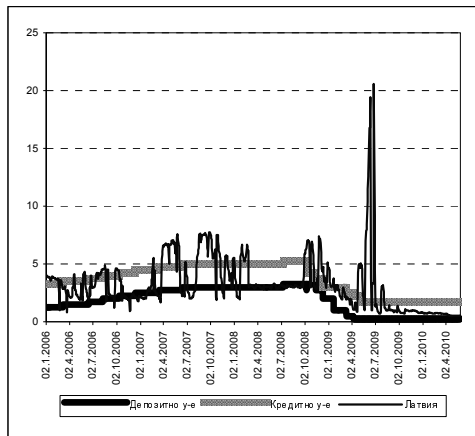
Овърнайт лихвеният процент в България след началото на 2010 г. се стабилизира на нива по-ниски от тези на депозитното улеснение. Това подсказва известна неефективност на междубанковия пазар в България. Налице е висока ликвидност, която поддържа овърнайт лихвите много ниски. Но те са по-ниски от теоретично най-ниския процент в Еврозоната. Следователно, при перфектно интегриран междубанков пазар към този в Еврозоната, българските банки (или техните европейски банки-майки) биха могли да пласират тази ликвидност, използвайки депозитното улеснение и да получат по-висока доходност от тази, която реализират през периода. Може би невъзстановеното доверие към останалите участници в системата както на национално, така и на европейско равнище (на ниво банки-майки), кара българските банки да поддържат предпазна ликвидност, която да могат да използват при необходимост. Високата ликвидност на междубанковия пазар не се трансформира в нарастващо кредитиране в икономиката, като възможни обяснения за това са липсата на достатъчно доверие в качеството на инвестиционните проекти. Преките чуждестранни инвестиции в България до средата на 2010 г. са значително по-ниски от същия период на 2009 г., като не допринасят нито за повече на брой проекти, нито за по-висока обща ликвидност в икономиката.

Графики I.4 и I.5 представят поведението на овърнайт лихвените проценти в Литва и Латвия. Съпоставяйки поведението на овърнайт лихвите в двете страни, можем да отбележим някои разлики между валутния борд в Литва и фиксирания валутен курс в Латвия.

Графика I.4: Овърнайт в Литва



Графика I.5: Овърнайт в Латвия



Източник: Блумбърг, сайтове на централни банки, собствени изчисления.

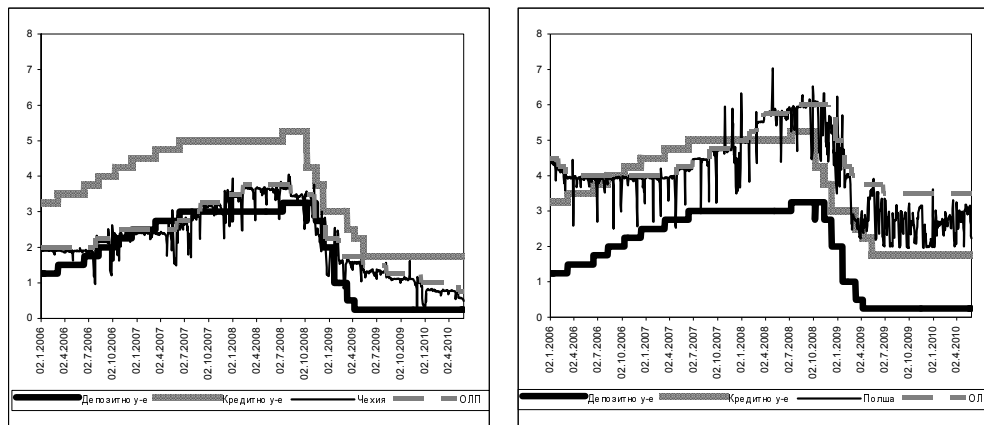
Овърнайт лихвите в Литва се колебаят в най-голяма част от периода от разглежданите страни в границите между депозитното и кредитното улеснение, като демонстрират поведение подобно на ЕОНИА. Те достигат по-голям максимум от овърнайт лихвите в България и Естония, но и по-бързо се връщат в коридора – след период на колебания. Попадат в по-голяма степен в коридора и в периода на последователно намаление на основния лихвен процент от ЕЦБ, което показва, че по-бързо се приспособяват към тези промени. В края на разглеждания период остават в рамките на коридора, като се доближават до процента по депозитното улеснение.

Овърнайт лихвеният процент в Латвия демонстрира по-голямо колебание от съответните проценти в страните с валутен борд. През първия период овърнайт лихвата в Латвия се колебае около посочения коридор, като не демонстрира сходно поведение на това на ЕОНИА. Влиянието на промените в основния лихвен процент на ЕЦБ е по-слабо, отколкото в страните с валутен борд. Периодът след септември 2008 г. също се характеризира с колебания, като е достигнат максимум от над 20% на овърнайт, каквито стойности не се наблюдават в страните с валутен борд и са надхвърлени само от Румъния, ако включим и останалите разглеждани страни от ЦИЕ. Страната сключва споразумение с МВФ и ЕК и предприема редица непопулярни мерки за овладяване на кризисната ситуация около публичните финанси. През есента на 2009 г. овърнайт лихвата се връща в рамките на коридора и демонстрира сходно поведение с лихвите в страните с валутен борд, като се задържа близо до лихвения процент по депозитното улеснение.

Общият извод от анализа на поведението на страните във валутен борд и с фиксиран валутен курс е, че политиката на ЕЦБ оказва влияние върху поведението на овърнайт лихвените проценти в тези страни и коридорът на колебание на ЕОНИА се превръща в коридор на колебание и на тези лихви за голяма част от периода.

Графика I.6: Овърнайт в Чехия

Графика I.7: Овърнайт в Полша



Източник: Блумбърг, сайтове на централни банки, собствени изчисления.

Графики I.6 и I.7 представят поведението на овърнайт лихвените проценти в Чехия и Полша. Това са страни с плаващ валутен курс и самостоятелна парична политика, поради което не можем да търсим директно съвпадение с политиката на ЕЦБ, но графичният анализ ще ни помогне да установим прилики и разлики с тази политика. Самостоятелната парична политика на тези страни изисква да включим в анализа и основния лихвен процент на паричната политика във всяка една от страните¹².

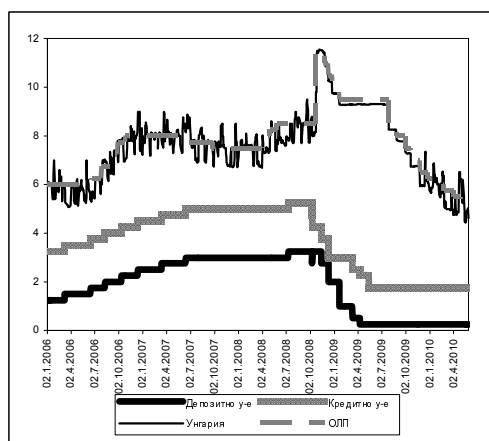
От разглежданите страни с плаващ валутен курс Чехия се опитва да следва най-плътно политиката на ЕЦБ както като поведение на лихвите, така и като операции. През целия разглеждан период основният лихвен процент на парична политика (ОЛП) в Чехия в много голяма степен попада в границите между депозитното и кредитното улеснение на ЕЦБ, като има голямо сходство и в циклите на покачване и намалява на ОЛП. В периода преди септември 2008 г. ОЛП в Чехия се задържа на по-ниски нива от този на ЕЦБ. Овърнайт лихвеният процент в Чехия почти през целия разглеждан период е по-нисък от ОЛП в тази страна, като ОЛП играе де факто ролята, която има кредитното улеснение в Еврозоната. Овърнайт лихвата през първия период (до септември 2008 г.) по-често не попада в границите между депозитното и кредитното улеснение на ЕЦБ. В периода след началото на 2009 г. овърнайт лихвата в Чехия попада и трайно се задържа в границите между кредитното и депозитното улеснение на ЕЦБ. ОЛП в Чехия продължава да е по-нисък от този на ЕЦБ до март 2009 г., след това – в периода до средата на декември 2009 г., става по-висок от този на ЕЦБ, после – в средата на декември 2009 г., те се изравняват – до началото на май 2010 г., а след това ОЛП на Чехия отново е по-нисък.

ОЛП в Полша през целия период е по-висок от този на ЕЦБ и цикълът на промяна в лихвените проценти не съвпада с този в Еврозоната до толкова голяма сте-

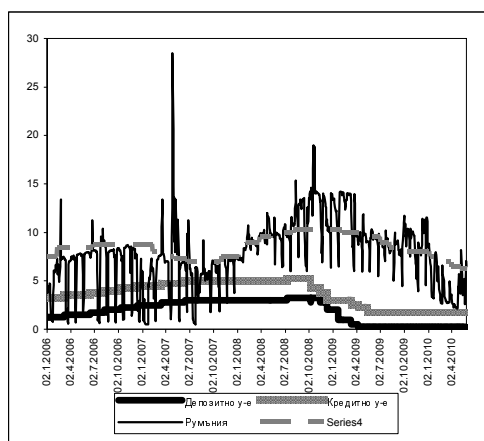
¹² Основният лихвен процент на паричната политика във всяка една от страните ще бъде представен на графиките като ОЛП.

пен, колкото в Чехия. Това предопределя и относително по-краткия период, в който овърнайт лихвеният процент в Полша попада в разглеждания коридор. Отново, както и в Чехия, през голяма част от периода на анализ овърнайт лихвеният процент е по-нисък от ОЛП, но в периоди на засилено напрежение се наблюдават и по-високи стойности. Овърнайт лихвите в Полша се характеризират с по-високи стойности и с по-голямо колебание около ОЛП от тези в Чехия, като второто е свидетелство за по-ефективна парична политика в Чехия. Колебанието на овърнайт лихвите в Полша нараства след септември 2008 г. След началото на 2009 г. се наблюдава отдалечаване на овърнайт лихвения процент от нивата на ОЛП, което се случва и в Еврозоната. Независимо от това, овърнайт лихвата в Полша остава по-висока от лихвите по кредитното улеснение на ЕЦБ, особено в периода след април 2009 година.

Графика I.8: Овърнайт в Унгария



Графика I.9: Овърнайт в Румъния



Източник: Блумбърг, сайтове на централни банки, собствени изчисления.

Графики I.8 и I.9 показват поведението на овърнайт лихвения процент в Унгария и Румъния. Двете страни изпитват сериозни проблеми в икономическата си политика и се налага да потърсят помощ от ЕК и МВФ.

Овърнайт лихвеният процент в Унгария се колебае в относително тесни граници около основния лихвен процент на парична политика (по-тесни от тези в Полша), като достига своя максимум в края на октомври 2008 година. ОЛП на Унгария се задържа значително над този в Еврозоната през целия период на изследването, поради което овърнайт лихвата не попада в границите между депозитното и кредитното улеснение на ЕЦБ. Промяната на ОЛП в Унгария следва в по-малка степен промяната в Еврозоната, в сравнение с Полша и Чехия.

Румъния се характеризира с най-ниско ефективна парична политика от страните с плаващи валутни курсове, което е илюстрирано от най-големите колебания на овърнайт лихвените проценти както през периода до края на септември 2008 г., така и след него. Неравновесията на междубанковия паричен пазар се проявяват отно-

сително най-рано в Румъния, като тук е отбелязан на-висок овърнайт лихвен процент от всички разглеждани страни – в размер на 28.5% в края на април 2007 г.

Цикълът на парична политика в Румъния не съвпада с този на ЕЦБ. Поради големите си колебания овърнайт лихвата попада рядко (и най-вече случайно) в рамките на коридора между депозитното и кредитното улеснение на ЕЦБ през периода до края на септември 2008 година. След това овърнайт лихвата се задържа трайно над този коридор. В периода до края на септември 2008 г. овърнайт лихвеният процент в Румъния е по-нисък от ОЛП, с изключение на дните с големи пикови стойности, при които го надхвърля. След септември 2008 г. подобна зависимост не се наблюдава.

За страните с плаващ валутен курс може да се направи изводът, че при дисциплинираните от тях (Полша и Чехия) ОЛП е по-близък до този в Еврозоната, за разлика от по-недисциплинираните (Румъния и Унгария). В Чехия и Унгария паричната политика успява да поддържа овърнайт лихвените проценти да се колебаят в относително тесни граници около ОЛП.

Подобни изводи за поведението на овърнайт лихвите в разгледаните страни можем да направим, ако се спрем и на спредовете им спрямо ЕОНИА, представени в таблици I.3 и I.4, които следват.

Таблица I.3

Спредове спрямо ЕОНИА (02.01.2006 г. – 26.09.2008 г.)

	България	Чехия	Естония	Унгария	Латвия	Литва	Полша	Румъния
Средна	0.18	-0.90	0.37	3.77	0.14	0.22	0.92	3.61
Максимум	1.18	0.02	1.90	5.42	4.14	1.74	2.94	24.67
Минимум	-0.34	-2.37	-0.18	2.44	-2.41	-1.26	-1.30	-3.54
Стандартно отклонение	0.34	0.43	0.50	0.63	1.62	0.39	0.67	2.94

Източник: Блумбърг, сайтове на централни банки, собствени изчисления.

Таблица I.4

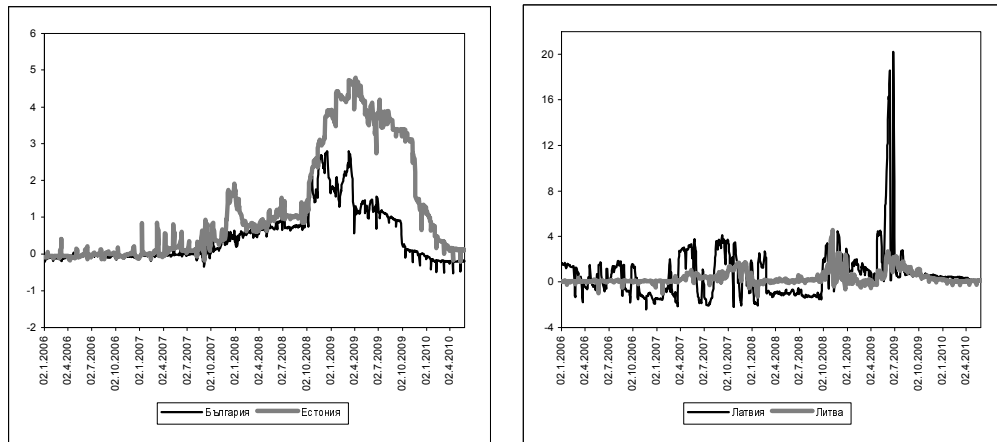
Спредове спрямо ЕОНИА (29.09.2008 г. – 27.05.2010 г.)

	България	Чехия	Естония	Унгария	Латвия	Литва	Полша	Румъния
Средна	0.90	0.37	2.64	6.94	1.46	0.62	2.20	7.95
Максимум	2.80	1.29	4.78	8.97	20.21	4.58	3.88	15.39
Минимум	-0.53	-1.65	-0.21	3.55	-0.81	-0.62	0.79	1.71
Стандартно отклонение	0.92	0.53	1.54	1.49	2.67	0.85	0.53	2.93

Източник: Блумбърг, сайтове на централни банки, собствени изчисления.

Могат отново да бъдат разграничени ефектите за анализираниите променливи за всеки от двата периода. През първия страните с фиксирани валутни курсове имат най-малки по абсолютна стойност средни, което е свидетелство за конвергенцията на техните междубанкови пазари към този в еврозоната. Стандартното отклонение за България е най-ниско през първия период, което показва постигната стабилност и интегрираност на пазара. През първия период от страните с плаващ валутен курс най-ниско стандартно отклонение има Чехия, което е резултат от усилията на централната банка на страната да провежда близка политика до тази на ЕЦБ. Румъния се откроява и през двата периода като страна с най-големи отклонения спрямо Еврозоната. През втория период се наблюдават по-голямо стандартно отклонение и по-високи средни и максимални стойности на спреда в анализираниите страни, което е резултат от кризисните събития и нестабилността на междубанковите пазари. Чехия и Полша имат най-ниско стандартно отклонение през втория период, като паричните им политики успяват да повлияят благоприятно на колебанията на спреда.

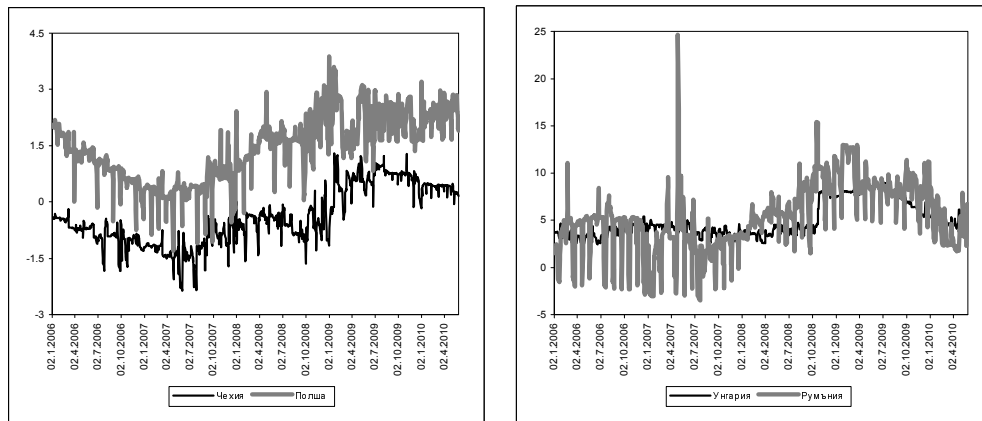
Графика I.10: Спредове спрямо ЕОНИА на страните с фиксиран валутен курс



Източник: Блумбърг, сайтове на централни банки, собствени изчисления.

Графика I.10 илюстрира направените изводи за страните с фиксиран валутен курс. Трите страни с валутен борд имат по-малки колебания на спреда от Латвия, като достигат и по-ниски максимални стойности. С най-ниска максимална стойност се характеризира България, което е свидетелство за степента на конвергенция на най-краткосрочните лихви.

Графика I.11: Спредове спрямо ЕОНИА на страните с плаващ валутен курс



Източник: Блумбърг, сайтове на централни банки, собствени изчисления.

Графика I.11 потвърждава наблюдението, че спредът в Чехия през целия период трайно се задържа на по-ниски нива от този в Полша. Спредът в Румъния достига най-високи стойности и се характеризира с по-големи колебания от този в Унгария.

Друг основен показател, който се разглежда на междубанковите пазари, са лихвите по тримесечните депозити. Те имат значение за очакванията за бъдещото поведение на паричната политика, в т.ч. и на овърнайт лихвите. Спредът между тримесечните и овърнайт лихвите се счита за индикатор за равнището на ликвиден риск и доверие между участниците в системата.

Таблица I.5

Тримесечни лихвени проценти (02.01.2006 г. – 26.09.2008 г.)

	България	Чехия	Естония	Унгария	Латвия	Литва	Полша	Румъния	Euribor
Средна	4.73	2.96	4.12	7.63	5.43	4.45	4.86	8.55	3.98
Максимум	7.38	4.14	5.78	9.01	10.26	7.26	6.57	13.41	5.14
Минимум	2.71	1.81	2.35	6.07	3.12	2.54	3.99	5.91	2.49
Стандартно отклонение	1.64	0.75	1.09	0.78	1.83	1.22	0.89	1.73	0.78

Източник: Блумбърг, сайтове на централни банки, собствени изчисления.

Таблица I.6

Тримесечни лихвени проценти (29.09.2008 г. – 27.05.2010 г.)

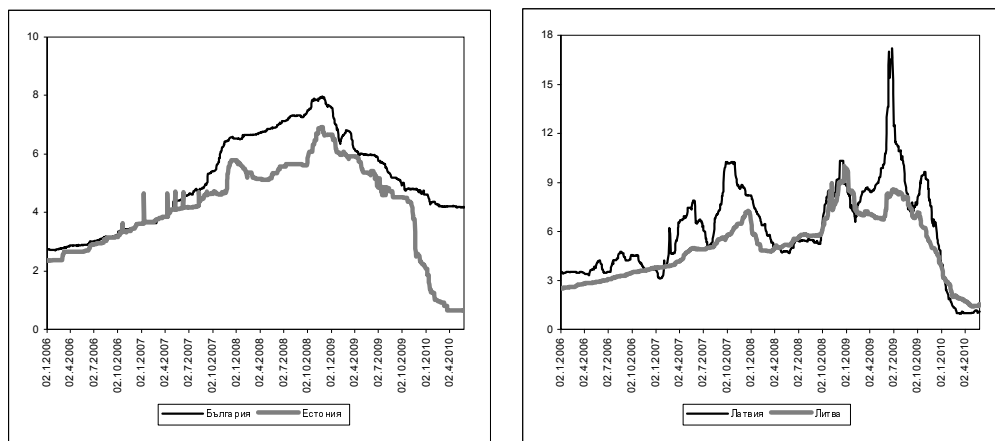
	България	Чехия	Естония	Унгария	Латвия	Литва	Полша	Румъния	Euribor
Средна	5.68	1.98	4.19	8.21	7.09	6.00	4.58	10.91	1.56
Максимум	7.97	4.24	6.92	12.40	17.20	10.01	6.77	32.10	5.39
Минимум	4.17	0.85	0.64	5.23	0.96	1.40	3.74	4.46	0.63
Стандартно отклонение	1.23	0.90	2.13	1.91	3.71	2.51	0.91	3.74	1.29

Източник: Блумбърг, сайтове на централни банки, собствени изчисления.

Таблицы I.5 и I.6 отново илюстрират променената ситуация на междубанковите пазари през кризисния период. Максималната стойност е по-висока през втория период във всички разглеждани страни. Средната стойност е по-висока през втория период в разглежданите страни (с изключение на Чехия). Стандартното отклонение през втория период също е по-високо в разглежданите страни (с изключение на България). Вторият период се характеризира като цяло и с по-ниски минимални стойности (с изключение на България) поради преминаване към етап на намаляване на ОЛП в Еврозоната и страните със самостоятелна парична политика, което се отразява на очакванията, представени от тримесечните лихви.

През първия период страните с плаващ валутен курс (с изключение на Румъния) имат по-ниски стандартни отклонения на тримесечните си лихви от страните с фиксиран валутен курс.

Графика I.12: Лихвени проценти по тримесечните депозити на междубанковия пазар на страните с фиксиран валутен курс



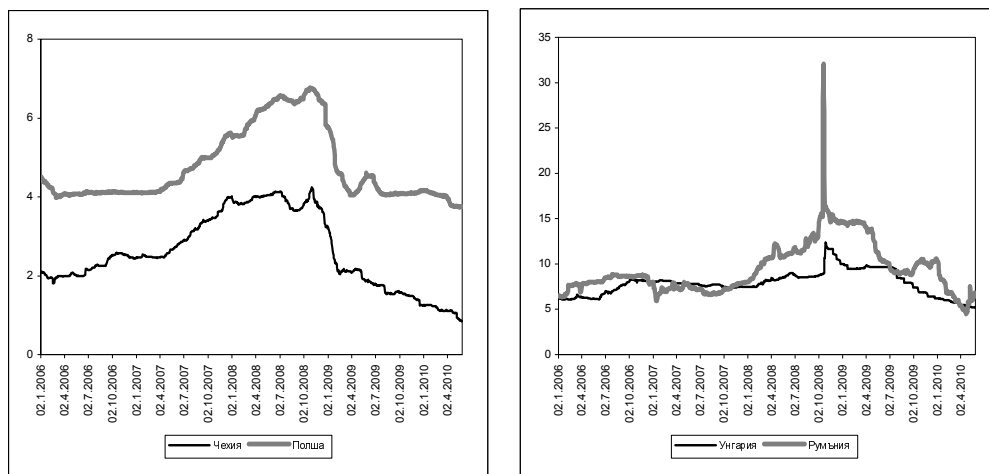
Източник: Блумбърг, сайтове на централни банки, собствени изчисления.

Графика I.12 показва поведението на тримесечните лихвени проценти в страните с фиксиран валутен курс. В периода преди август на 2007 г. тримесечните лихви в България и Естония имат ниски колебания и са с почти еднакви стойности. Задълбочаването на проблемите с второкачествените облигации и прехвърлянето им в Европа през август 2007 г. предизвиква реакция на тримесечните лихви, като очакванията стават по-нестабилни. Тримесечните лихви в България надхвърлят тези в Естония и ще се запазят на по-високи стойности през останалата част от периода на изследването. И в двете страни максималната стойност на разглеждания показател е постигната в периода след септември 2008 година. В края на 2009 и началото на 2010 г. тримесечните лихви в Естония рязко спадат и се задържат на ниво от под 1%, което е много близко до това в Еврозоната. Това беше периодът на активни дискусии относно присъединяването на Естония към Еврозоната и стана ясно, че са изпълнени съответните критерии. Този факт повлиява на тримесечните лихвени

проценти, които отразяват очакванията за това присъединяване от началото на 2011 година. Тримесечните лихвени проценти в България остават на най-високи нива от над 4% в сравнение с разглежданите страни с фиксиран валутен курс в края на периода. Тези нива са и измерител за степента на доверие между участниците в системата.

Тримесечните лихвени проценти в Латвия достигат най-висока стойност в периода след септември 2008 г., сравнени с разглежданите страни с фиксиран валутен курс. Те се характеризират с по-високи колебания през целия период и с относително по-високи стойности от тези в Литва, с изключение на края на периода.

Графика I.13: Лихвени проценти по тримесечните депозити на междубанковия пазар на страните с плаващ валутен курс



Източник: Блумбърг, сайтове на централни банки, собствени изчисления.

Тримесечните лихвени проценти в Чехия отбелязват най-ниска максимална стойност от всички разглеждани страни от ЦИЕ. През целия период те са по-ниски от тези в Полша, като в края на периода разликата се увеличава. Тримесечните лихви в Чехия намаляват и в края на периода, което отразява и намалението на ОЛП в страната и показва очаквания за задържането му на ниски нива.

Румъния и Унгария имат сходни фискални проблеми, като поведението на тримесечните им лихви се различава най-вече в кризисни периоди. Тогава лихвите в Румъния достигат и се задържат на по-високи нива от тези в Унгария, като пиковите стойности в Румъния са далеч по-високи.

Таблица I.7

Спред между тримесечни и овърнайт лихвени проценти (02.01.2006 г. – 26.09.2008 г.)

	България	Чехия	Естония	Унгария	Латвия	Литва	Полша	Румъния	Еврозона
Средна	0.99	0.30	0.18	0.30	1.73	0.67	0.39	1.39	0.42
Максимум	2.35	1.57	0.65	1.53	8.37	3.91	2.04	7.96	1.24
Минимум	0.04	-0.38	-0.55	-1.11	-0.76	0.00	-0.87	-20.83	0.02
Стандартно отклонение	0.85	0.29	0.14	0.56	1.48	0.61	0.41	2.44	0.28

Източник: Блумбърг, сайтове на централни банки, собствени изчисления.

Таблица I.8

Спред между тримесечни и овърнайт лихвени проценти (29.09.2008 г. – 27.05.2010 г.)

	България	Чехия	Естония	Унгария	Латвия	Литва	Полша	Румъния	Еврозона
Средна	3.78	0.60	0.54	0.26	4.62	4.37	1.37	1.95	0.55
Максимум	4.48	2.07	1.30	1.00	14.46	8.22	2.42	16.11	1.56
Минимум	2.05	-0.17	0.15	-1.12	-3.40	0.72	-0.45	-2.23	-0.19
Стандартно отклонение	0.61	0.38	0.26	0.32	3.37	2.05	0.52	2.04	0.30

Източник: Блумбърг, сайтове на централни банки, собствени изчисления.

Таблицы I.7 и I.8 показват поведението на спредовете между тримесечните и овърнайт лихвените проценти. През втория период като цяло се наблюдават по високи средни и максимални стойности (с изключение на Унгария), което е израз на по-високите оценки за ликвидния риск и по-ниската степен на доверия между участниците в системата. Стандартното отклонение на спреда е също по-високо през втория период, но в по-малко страни (с изключение на България, Румъния и Унгария). През първия период в Румъния се наблюдава най-нисък и силно отрицателен минимум. Причината е достигнатата много висока стойност на овърнайт лихвения процент, която не кореспондира с подобна стойност на тримесечните лихви в тази страна. По-краткосрочният лихвен процент Румъния реагира първи на неблагоприятните промени, но шокът остава предимно в този пазарен сегмент през периода до септември и не се проявява със същия магнитуд в по-дългосрочния сегмент.

Друга пазарна променлива, която е широко дискутирана в период на високи колебания и кризи са суапите за кредитно неизпълнение (Credit Default Swap). Когато се прилагат не към корпоративни единици, а в публичните финанси, се приемат за измерител на фискалния риск (вероятността за спиране на плащане по държавния дълг).

Таблица I.9

CDS спредове (02.01.2006 г. – 26.09.2008 г.; б.т.)

	България	Чехия	Естония	Унгария	Латвия	Литва	Полша	Румъния	Германия
Средна	62.87	15.80	47.49	56.86	72.90	46.64	26.48	72.76	6.87
Максимум	260.00	70.00	260.00	223.00	368.00	250.00	98.00	293.00	14.00
Минимум	13.00	5.00	6.00	16.00	5.00	5.00	6.00	17.00	1.00
Стандартно отклонение	58.55	14.30	61.22	44.52	94.82	60.10	19.36	66.24	2.78

Източник: Блумбърг, собствени изчисления.

Таблица I.10

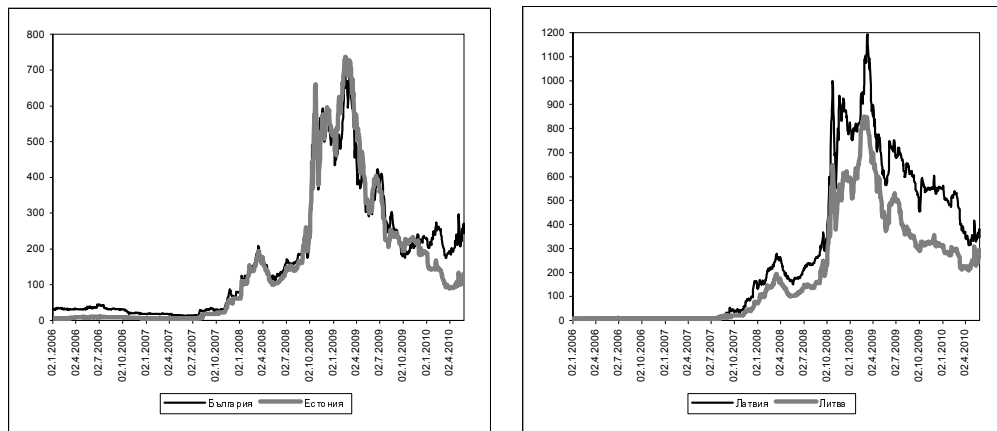
CDS спредове (29.09.2008 г. – 27.05.2010 г.)

	България	Чехия	Естония	Унгария	Латвия	Литва	Полша	Румъния	Германия
Средна	340.43	126.53	329.17	317.88	638.40	427.87	176.71	380.53	37.09
Максимум	698.00	350.00	737.00	638.00	1193.00	850.00	418.00	781.00	92.00
Минимум	174.00	56.00	89.00	165.00	314.00	208.00	73.00	188.00	9.00
Стандартно отклонение	141.87	64.99	188.30	118.77	191.23	165.58	76.57	169.73	15.90

Източник: Блумбърг, собствени изчисления.

Таблицы I.9 и I.10 представят премиите за застраховане срещу неизплащане на държавния дълг (CDS спредове). През втория период се наблюдават по-високи стойности на всички разглеждани характеристики, което ясно демонстрира разликата в поведението на този индикатор, както и високите и силно колебаещи се стойности, които той достига в разглежданите страни. През кризисния период оценката за фискалния риск се повишава значително във всички разглеждани страни, дори и в Германия, която е най-голямата и стабилна икономика в ЕС. През периода след септември 2008 г. средните, максималните стойности и стандартните отклонения на този показател в Чехия, Унгария и Полша остават по-ниски от съответните им стойности в страните с фиксиран валутен курс, което не е отражение на реалното състояние на публичните им финанси. В кризисен период двата риска – паричен (ликвиден) и фискален – трудно могат да бъдат изолирани един от друг. Страните с плаващ валутен курс успяват да създадат по-голямо доверие във фискалните си политики, което не кореспондира с емпиричните измерители на публичните им финанси.

Графика I.14: CDS спредове на страните с фиксиран валутен курс

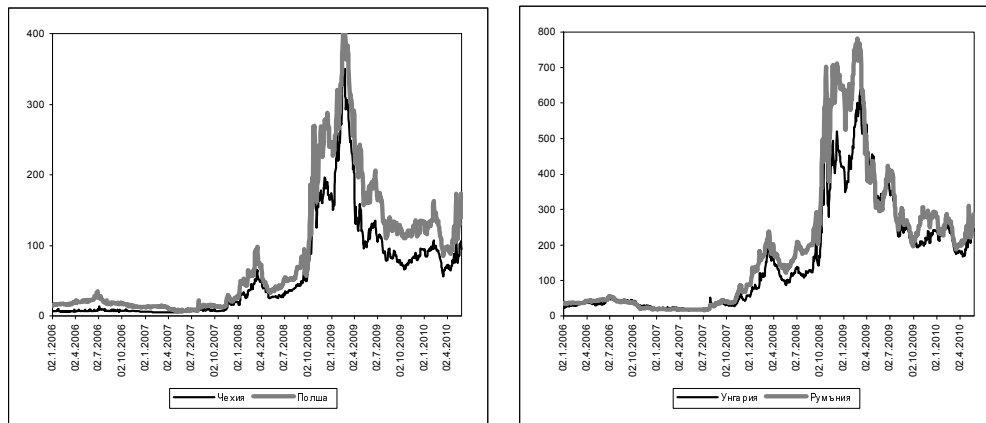


Източник: Блумбърг.

Графика I.14 илюстрира динамиката на CDS спредовете в страните с фиксиран валутен курс. CDS спредовете в България и Естония демонстрират много сходно поведение, като започват да нарастват в края на 2007 г. и в началото на 2008 г. достигат трицифрени стойности. Рязко увеличение демонстрират след септември 2008 г., като достигат максимални стойности в началото на 2009 г., когато ясно са се проявили както отрицателните реални растежи на БВП, така и спадовете в данъчните приходи и проблемите пред фискалните политики. CDS спредът в България достига по-ниска максимална стойност, което показва и по-ниска оценка за фискалния риск в началото на 2009 г., което пък се дължи и на сериозните буфери. В края на 2009 г. CDS спредът в България надхвърля този в Естония и се запазва на по-високи нива до края на разглеждания период, като разликата се увеличава. Докато Естония успява да овладее публичните си финанси и да изпълни критериите от Маастрихт, фискалната ситуация в България се влошава и през 2009 г. бюджетният дефицит по европейска методология надхвърля 3%. Нестабилната фискална политика и честата промяна на целите през 2010 г. води до увеличаване на оценката за фискалния риск в България.

Фискалните проблеми в Латвия се отразяват на CDS спредовете и те достигат най-високи стойности от всички разглеждани страни. След септември 2008 г. показателят за фискален риск в Латвия трайно се задържа над този в Литва, като тази зависимост се запазва до края на разглеждания период.

Графика I.15: CDS спредове на страните с плаващ валутен курс



Източник: Блумбърг.

Графика I.15 показва динамиката на CDS спредовете в страните с плаващ валутен курс. В Чехия този показател достига най-ниски максимални стойности от всички разглеждани страни. Поведението на CDS спредовете в Полша и Чехия е сходно, като оценката за фискалния риск в Полша остава по-висока през целия разглеждан период.

Румъния и Унгария се характеризират със сериозни фискални и икономически проблеми и получават финансова подкрепа от ЕК и МВФ. Това рефлектира върху оценката за фискалните рискове и CDS спредовете в тези страни през кризисния период достигат много по-високи нива от тези в Чехия и Полша. CDS спредът в Румъния достига по-висока максимална стойност от тази в Унгария, която обаче не е много по-висока от тази в България и Естония. Наблюдава се посоченият по-горе в изложението ефект, че страните с валутен борд (България и Естония) не могат да предизвикат достатъчно доверие в стабилността на фискалните си политики, независимо че практическите им резултати са по-добри от тези в Румъния и Унгария. В случая вероятно оказва влияние и големината на икономиката, както и схващането, че страните с плаващ валутен курс имат възможност за по-гъвкава макроикономическа политика. Освен това, помощта от международните финансови институции се тълкува от някои пазарни участници като източник за повишаване на стабилността, което, от своя страна, намалява оценката за фискалния риск.

МОДЕЛИРАНЕ НА ОВЪРНАЙТ ЛИХВЕНИТЕ ПРОЦЕНТИ И ВРЪЗКАТА ИМ С ОСТАНАЛИТЕ РАЗГЛЕЖДАНИ ПРОМЕНЛИВИ

Графичният и статистически анализ на междубанковите пазари, представен в това изследване, спомага да проследим поведението на основни показатели и как те се променят в кризисни периоди. Открити са и различни ефекти, характерни за стра-

ните с фиксирани и страните с плаващи валутни курсове. В тази част на изложението с помощта на регресионен анализ ще бъдат потърсени някои взаимовръзки между овърнайт лихвите в страните от ЦИЕ – като зависима променлива, и съответно тримесечните лихви, CDS спредовете и ОЛП – като независими. Ще бъде проследено и влиянието на съответстващите променливи от Еврозоната. Включването на CDS спредовете позволява оценка на връзката между паричните и фискалните рискове. Периодът логически е разделен отново на две части – преди септември 2008 г. и след това, като са потърсени ефекти, характерни за страните с фиксиран валутен курс, от една страна, и с плаващ валутен курс, от друга.

За новите страни – членки на ЕС, почти липсват изследвания за динамиката на CDS спредовете им. Като цяло вниманието на изследователите се насочи към поведението на правителствените CDS спредове сравнително скоро и възможностите за бъдещи анализи са многопосочни. Някои автори показват емпирично, че тези спредове отчитат сравнително добре състоянието на фискалните рискове и осигуряват повече и по-качествена информация от суверенните рейтинги (Shino and Takahashi, 2010). Тези автори посочват, че връзката между CDS спредовете и публичните дългове е по-силна в страните от Южна Европа (Гърция, Португалия, Испания, Италия). От своя страна Ismailescu and Kazemi (2010) изследват реакциите на CDS спредовете в страните с нововъзникващи пазари на промените в кредитните рейтинги през периода 2001-2008 г. и откриват, че положителни промени в рейтингите имат силно отрицателни ефекти върху CDS спредовете. Интересен емпиричен анализ на шоките върху възвращаемостта на банковите активи на големи банки от САЩ и ЕС, причинени от банковите CDS спредове, е представен в Calice and Ioannidis (2009).

Оригинален принос на настоящото изследване е анализът и откриването на директна връзка между паричния и ликвиден риск, от една страна, и фискалния и суверенен риск, от друга. За целта ще бъдат построени панелни модели, които свързват лихвените проценти и суверенните CDS спредове (взети или като разлики с европейските или самостоятелно) на новите страни – членки на ЕС.

Панелните модели са пресметнати както за целия период, така и за двата подпериода – преди септември 2008 г. и след този момент.

Първият модел (уравнения 1 и 2, които следват) представя всъщност панелен модел, при който променливите са взети като разлики (спредове) със съответните бенчмаркови променливи от Еврозоната:

$$(1) \quad d(io_{it} - io_t^*) = \alpha_{it} + \alpha_{1t}d(i_{it} - i_t^*) + \alpha_{2t}d(i3_{it} - i3_t^*) + \alpha_{3t}d(s_{it} - s_t^*) + \varepsilon_{it};$$

$$(2) \quad d(io_{it} - io_t^*) = \alpha_{it} + \alpha_{2t}d(i3_{it} - i3_t^*) + \alpha_{3t}d(s_{it} - s_t^*) + \varepsilon_{it}.$$

В (1) и (2) io обозначава овърнайт лихвения процент в разглежданите страни, а io^* – ЕОНИА; $i3$ – тримесечни лихвени проценти в страните от ЦИЕ, $i3^*$ – тримесечен Euribor, i и i^* – съответните ОЛП на паричната политика; s и s^* – съответно суверенните CDS спредове в страните от ЦИЕ и този в Германия. ε е обозначена

константата, а с α_1 до α_5 пресметнатите коефициенти пред съответните променливи. Индексът i означава съответната страна, а t – съответния период във времето. Уравнение (1) се използва за страните с инфлационно таргетиране (плаващ валутен курс), където ОЛП е дискреционно формулиран. В случаите на страните с валутен борд и фиксиран курс (Латвия) няма дискреционен ОЛП и дори подобен процент да се обявява той изпълнява само административни, юридически и статистически функции и затова не участва като променлива в уравнение (2).

Вторият модел изследва същата връзка между фискален и ликвиден риск, като променливите са взети самостоятелно (а не като разлики с европейските) и европейските краткосрочни лихвени проценти се използват като обясняваща (независима) променлива. В този случай използваме следните две уравнения: (3) за страните с инфлационно таргетиране (плаващ курс) и (4) – с валутни бордове и фиксиран курс:

$$(3) \quad d(io_{it}) = \alpha_{it} + \alpha_1 d(i_{it}) + \alpha_2 d(i3_{it}) + \alpha_3 d(s_{it}) + \alpha_4 d(io^*) + \alpha_5 d(i3^*) + \varepsilon_{it};$$

$$(4) \quad d(io_{it}) = \alpha_{it} + \alpha_2 d(i3_{it}) + \alpha_3 d(s_{it}) + \alpha_4 d(io^*) + \alpha_5 d(i3^*) + \varepsilon_{it}.$$

В (3) и (4) io обозначава овърнайт лихвения процент в разглежданите страни, а io^* – ЕОНИА; $i3$ – тримесечни лихвени проценти в страните от ЦИЕ, $i3^*$ – тримесечен Euribor, i и i^* – съответните ОЛП на паричната политика; s – суверенните CDS спредове в страните от ЦИЕ. С α е обозначена константата, а с α_1 до α_5 пресметнатите коефициенти пред съответните променливи. Индексът i означава съответната страна, а t – съответния период във времето.

Тъй като оригиналните променливи, използвани в четирите уравнения, са нестационарни като нива, са взети първите им разлики, които са стационарни. Навсякъде първите разлики са обозначени с буквата d преди съответните променливи.

Получените резултати от моделите са представени в таблици I.11 и I.12.

Таблица I.11

Моделиране на спредовете на овърнайт лихвените проценти
спрямо ЕОНИА (уравнения 1 и 2)

	Целия период 06/2006:05/2010	Преди кризата 06/2006:09/2008	Кризисен период 10/2008:05/2010
	1	2	3
Фиксирани валутни курсове (България, Естония, Латвия, Литва)	$\alpha = -0.0017 (-0.25)$ $\alpha_2 = 1.563 (26.84)^*$ $\alpha_3 = 0.0016 (2.72)^*$ $R^2 = 0.1396$ $DW = 1.7792$ Наблюдения: 4580	$\alpha = -0.0001 (-0.024)$ $\alpha_2 = 0.6930 (9.46)^*$ $\alpha_3 = 0.00007 (0.05)$ $R^2 = 0.0306$ $DW = 1.8792$ Наблюдения: 2844	$\alpha = -0.002 (-0.16)$ $\alpha_2 = 1.8583 (19.79)^*$ $\alpha_3 = 0.0014 (1.76)^{***}$ $R^2 = 0.1890$ $DW = 1.7324$ Наблюдения: 1736

Продължение

	1	2	3
Инфлационно таргетиране – плаващи валутни курсове (Чехия, Полша, Унгария, Румъния)	$\alpha=0.0007$ (0.06) $\alpha_1=0.5512$ (3.89)* $\alpha_2=0.5517$ (10.19)* $\alpha_3=-0.0007$ (-0.51) $R^2=0.0266$ $DW=2.0998$ Наблюдения: 4580	$\alpha=0.0012$ (0.08) $\alpha_1=1.0428$ (3.57)* $\alpha_2=2.656$ (10.85)* $\alpha_3=-0.015$ (-3.17)* $R^2=0.0482$ $DW=2.06$ Наблюдения: 2844	$\alpha=0.0005$ (0.0329) $\alpha_1=0.3377$ (2.39)** $\alpha_2=0.4349$ (9.11)* $\alpha_3=0.0007$ (0.59) $R^2=0.0507$ $DW=2.26$ Наблюдения: 1736
Страни с дефицити – фискално недисциплинирани (Унгария, Румъния, Латвия)	$\alpha=0.0003$ (0.02) $\alpha_1=0.2653$ (1.39) $\alpha_2=0.7807$ (12.21)* $\alpha_3=0.0012$ (0.90) $R^2=0.0430$ $DW=1.9854$ Наблюдения: 3435	$\alpha=0.0015$ (0.07) $\alpha_1=0.9919$ (2.75)* $\alpha_2=1.8876$ (8.47)* $\alpha_3=-0.011$ (-2.25)** $R^2=0.0389$ $DW=2.0225$ Наблюдения: 2133	$\alpha=0.0004$ (0.01) $\alpha_1=-0.0186$ (-0.08) $\alpha_2=0.69$ (10.10)* $\alpha_3=0.0022$ (1.57) $R^2=0.0747$ $DW=1.9593$ Наблюдения: 1302

* – статистически значими при 1%; ** – значими при 5%; *** – значими при 10%.

Таблица I.12

Моделиране на овърнайт лихвените проценти (уравнения 3 и 4)

	Целия период 06/2006:05/2010	Преди кризата 06/2006:09/2008	Кризисен период 10/2008:05/2010
Валутни бордове (България, Естония, Литва)	$\alpha=-0.0005$ (-0.19) $\alpha_2=0.8119$ (25.29)* $\alpha_3=0.0007$ (3.26)* $\alpha_4=0.0462$ (2.04)** $\alpha_5=0.6247$ (4.54)* $R^2=0.1720$ $DW=2.0185$ Наблюдения: 3435	$\alpha=0.0001$ (-0.06) $\alpha_2=0.5294$ (15.23)* $\alpha_3=-0.0004$ (-0.71) $\alpha_4=0.0795$ (3.72)* $\alpha_5=0.247$ (1.66)*** $R^2=0.1063$ $DW=2.2964$ Наблюдения: 2133	$\alpha=0.0102$ (1.73)*** $\alpha_2=0.9847$ (17.67)* $\alpha_3=0.0007$ (2.35)** $\alpha_4=0.0069$ (0.16) $\alpha_5=1.1345$ (4.13)* $R^2=0.2120$ $DW=1.9174$ Наблюдения: 1302
Инфлационно таргетиране – плаващи валутни курсове (Чехия, Полша, Унгария, Румъния)	$\alpha=0.006$ (0.05) $\alpha_1=0.4199$ (2.55)** $\alpha_2=0.5540$ (10.26)* $\alpha_3=-0.0008$ (-0.67) $\alpha_4=0.0814$ (0.72) $\alpha_5=0.09$ (0.13) $R^2=0.0251$ $DW=2.0992$ Наблюдения: 4580	$\alpha=-0.0059$ (-0.36) $\alpha_1=0.8274$ (2.48)** $\alpha_2=2.7048$ (10.95)* $\alpha_3=-0.015$ (-3.12)* $\alpha_4=0.0152$ (0.09) $\alpha_5=-0.7713$ (-0.64) $R^2=0.0463$ $DW=2.0609$ Наблюдения: 2844	$\alpha=0.0040$ (0.21) $\alpha_1=0.2277$ (1.37) $\alpha_2=0.4380$ (9.21)* $\alpha_3=0.0003$ (0.30) $\alpha_4=0.1841$ (1.36) $\alpha_5=0.4040$ (0.47) $R^2=0.0502$ $DW=2.2632$ Наблюдения: 1736
Страни с дефицити – фискално недисциплинирани (Унгария, Румъния, Латвия)	$\alpha=0.0011$ (0.06) $\alpha_1=0.0932$ (0.43) $\alpha_2=0.7859$ (12.37)* $\alpha_3=0.0009$ (0.65) $\alpha_4=-0.386$ (-2.28)** $\alpha_5=1.1740$ (1.14) $R^2=0.0449$ $DW=1.9819$ Наблюдения: 3435	$\alpha=-0.0062$ (-0.27) $\alpha_1=0.767$ (1.92)*** $\alpha_2=1.9204$ (8.61)* $\alpha_3=-0.01$ (-2.17)** $\alpha_4=-0.1148$ (0.48) $\alpha_5=0.2834$ (0.17) $R^2=0.0382$ $DW=2.0221$ Наблюдения: 2133	$\alpha=0.0120$ (0.37) $\alpha_1=-0.1792$ (-0.70) $\alpha_2=0.6943$ (10.30)* $\alpha_3=0.0016$ (1.19) $\alpha_4=-0.632$ (-2.64)* $\alpha_5=1.9381$ (1.27) $R^2=0.0817$ $DW=1.9532$ Наблюдения: 1302

* – статистически значими при 1%; ** – значими при 5%; *** – значими при 10%.

Общият извод е, че кризисният период внася съществени промени в поведението и взаимовръзките между разглежданите променливи. Страните с инфлационно таргетиране, от една страна, и страните с фиксиран курс, от друга, демонстрират съществени различия по отношение на монетарната си интеграция към еврозоната и възприятието за фискален риск и неговото отражение. Овърнайт спредът при фиксираните в нормални времена зависи от монетарни фактори – очакванията за бъдещо поведение на лихвите и оценката за ликвидната ситуация, представени от тримесечния спред. Докато при страните с инфлационно таргетиране в същия период оказват влияние и спредът в ОЛП и CDS¹³. Връзката между ОЛП и овърнайта е с очакван знак. Връзката със CDS е отрицателна, което на пръв поглед не потвърждава теоретичното допускане за еднопосочно поведение на паричния и фискалния риск. Но периодът преди кризата се характеризира с цикъл на нарастващи лихви от страна на ЕЦБ, съпроводен с изобилие от ликвидност за страните с инфлационно таргетиране. И дори и да се правят опити за затягане на паричната политика, това не се наблюдава по отношение на фискалната. Там са налице бюджетни дефицити, независимо от възходящата фаза на цикъла. Провеждането на проциклична фискална политика невинаги е отразено с адекватна промяна на CDS спреда поради високия икономически растеж и подценяването на присъщите за подобно поведение рискове. Поради тази причина двата риска – паричен и фискален, се движат разнопосочно. Сред разглежданите страни се открояват три, които не успяват с инструментите на собствената си макроикономическа политика да се справят с кризата. Те се характеризират с висока волатилност на паричните си променливи, високи бюджетни дефицити и неустойчивост на шоковете, което ги принуди да потърсят помощ от МВФ и ЕК. Поради сходството в тяхното поведение сме ги отделили в трета група, която е наречена фискално недисциплинирани. Преди кризата поведението на спредовете при тях е аналогично на това при страните с инфлационно таргетиране. Подобно сходство на поведението на Латвия с тези страни обоснова решението ни да я изключим от групата на фиксираните при уравнения 3 и 4, описващи поведението на овърнайт лихвените проценти.

Кризата променя нещата и фискалните рискове, представени от CDS спредовете, стават статистически значими при групата на фиксираните, като водят до допълнително нарастване на паричните рискове. При инфлационното таргетиране CDS спредовете са незначими, като на графики I.14 и I.15 се вижда, че остават на по-ниски нива от тези при фиксираните. Това е допълнителна илюстрация за факта, че фиксираните страни се възприемат като по-рискови и в по-голяма степен неспособни да отговорят с инструментите на макроикономическата си политика на външни шокове. Подобна оценка на риска не намира реално потвърждение в практиката, тъй като страна във валутен борд не се обърна за помощ към международните институции по време на кризата и нещо повече – Естония бе приета за член на Еврозоната от 1 януари 2011 г., като покри необходимите критерии в този труден период.

¹³ И в четирите уравнения CDS спредовете, както и разликите им със суверенния CDS спред в Германия, съответно, са взети с трети лаг. Обяснението е, че информацията не достига моментално от единия пазар до другия, а има известно забавяне във времето преди да се отрази.

По отношение на уравнения 3 и 4 за овърнайта са налице очакваните зависимости и се потвърждават хипотезите за по-голямата степен на парична интеграция с Еврозоната преди кризата на страните с валутен борд, както и за определящото значение на собствената парична политика за страните с инфлационно таргетиране. Фискално недисциплинираните страни имат същото поведение както тези с инфлационно таргетиране. При страните с валутен борд кризата води до прекъсване на връзката между овърнайт лихвите в съответната страна и в Еврозоната, като все пак влиянието на паричните променливи от Еврозоната е по линия на очакванията за бъдещето поведение, представени от тримесечните лихви. Значението на външната оценка на фискалните рискове се увеличава и CDS са статистически значими с очаквания знак.

Кризата води до силно намаление на влиянието на собствената парична политика върху овърнайт лихвите при страните с инфлационно таргетиране и при фискално недисциплинираните и коефициентът пред промените в паричната политика става статистически незначим. При фискално недисциплинираните се наблюдава поведение на промените в овърнайт лихвите в противоположна посока от тази на ЕОНИА.

В заключение можем да посочим, че получените резултати от панелните модели подкрепят теоретичната хипотеза и логическата зависимост, че съществува силна връзка между ликвидния риск (представен от краткосрочните лихви на междубанковия пазар) и фискалния риск (представен от CDS спредовете). Тази връзка се оказва нестабилна в кризисни периоди. Относителното представяне на страните с различни парични режими по отношение на ликвидните и фискалните рискове е дискуссионно. Въпреки че страните с валутен борд се възприемат като по-уязвими, емпиричните свидетелства и настоящото развитие показват, че са по-стабилни и не са потърсили външна финансова подкрепа, поне засега.

МОДЕЛИРАНЕ НА ОВЪРНАЙТ ЛИХВИТЕ НА БЪЛГАРСКИЯ ПАЗАР С ОТЧИТАНЕ НА ПРОМЕНИТЕ В ТЯХНОТО КОЛЕБАНИЕ

Лихвите по еднодневни необезпечени депозити на българския пазар, особено в периода след септември 2008 г., се характеризират с високи колебания. Това позволява използването на GARCH-модели, при които се моделира и самото колебание (стандартното отклонение). Моделът, който следва, няма за цел изчерпателно да обясни поведението на овърнайт лихвите, а да илюстрира посочените по-горе ефекти.

Таблица 1.7

Резултати от моделирането на овърнайт лихвения процент

Зависима променлива: DON_BG						
	02.01.2006-26.09.2008			29.09.2008-27.05.2010		
	Стандартна			Стандартна		
	Коефициент	грешка	z-статистика	Коефициент	грешка	z-статистика
DON_BG(-1)	0.205	0.043	4.801	0.268	0.059	4.562
DCDS_BG	0.064	0.006	10.312	0.008	0.003	3.048
DON_EUR	0.102	0.003	29.979	0.011	0.004	2.795
D_3M_BG	0.082	0.011	7.312	0.120	0.022	5.535
	Уравнение на вариацията			Уравнение на вариацията		
C	0.000	0.000	12.630	0.000	0.000	-1.722
RESID(-1)^2	0.802	0.057	14.113	0.705	0.065	10.776
RESID(-2)^2	0.464	0.076	6.078	-0.640	0.061	-10.435
GARCH(-1)	0.334	0.037	9.020	1.209	0.058	20.840
GARCH(-2)	-0.057	0.010	-5.717	-0.257	0.050	-5.114
R^2	0.168			0.232		
Adj R^2	0.159			0.218		

Означения (D – показва, че се използва първа разлика на съответната променлива): DON_BG – овърнайт лихви; DCDS-BG – CDS спред; DON_EUR – ЕОНИА; D_3M_BG – тримесечни лихви на междубанковия пазар.

И през двата периода се наблюдават коректните знаци пред коефициентите, които показват права връзка между разглежданите променливи, като коефициентите са статистически значими. През втория период се наблюдава отслабване на влиянието на овърнайт лихвата в Еврозоната върху българската овърнайт лихва. Влиянието на CDS спредовете също намалява, като и това е индикатор, който се котира на международните пазари. Нараства влиянието на вътрешните фактори, представени от тримесечните лихви. От друга страна, обяснителната сила на модела нараства през втория период, което означава, че факторите, които не са използвани в модела, намаляват своето влияние върху овърнайт лихвите.

ИЗВОДИ ОТ ИЗСЛЕДВАНЕТО НА МЕЖДУБАНКОВИЯ ПАРИЧЕН ПАЗАР

В спокойни периоди лихвите по необезпечени еднодневни депозити се колебаят около основния лихвен процент на паричната политика, като за страните с фиксиран валутен курс, в т.ч. и България, подобна роля най-често играе основният лихвен процент на ЕЦБ. В кризисния период тази връзка се нарушава, лихвените проценти, а и други свързани с тях показатели, проявяват по-голямо колебание. ЕЦБ променя своята политика като инструменти и операции в периода след 28.09.2008 г., като ЕОНИА се доближава до лихвения процент по депозитното улеснение на ЕЦБ. Подобно поведение, но едва от началото на 2010 г., се наблюдава и при овърнайт лих-

вените проценти на групата на страните с фиксирани валутни курсове, към която принадлежи и България.

ЧАСТ ВТОРА: ОСНОВНИ ПОКАЗАТЕЛИ НА БАНКОВАТА СИСТЕМА В БЪЛГАРИЯ

Причините за всяка финансова и икономическа криза се крият в поведението, което следват икономическите агенти, в т.ч. и кредитните институции в годините, предшестващи нейното проявление. През периода 2004-2007 г. банките в България следват политика на агресивно кредитиране при занижени изисквания за кредитоспособност и изоставаш спрямо кредитите ръст на депозитите. Банковата система е обект на регулярен анализ не само от страна на БНБ, но и от страна на МВФ, Европейската комисия и рейтинговите агенции, а основните показатели, които институциите следят, са тези за ликвидността, качеството на активите и адекватността на капитала.

ЛИКВИДНОСТТА

Един от основните фактори, които определят ефекта върху икономиката в резултат на проявлението на финансовите кризи е ликвидността на кредитните институции. Влияние върху нея оказват регулаторната рамка, достъпът на банките до ликвидни средства и вътрешното управление на ликвидността. Колкото по-ликвидна е банковата система, толкова по-адекватна е нейната способност да устои на евентуален рязък спад на доверие в системата, чиито крайни проявления са тегленето на депозити и банковата паника.

В условията на финансова криза затрудненият достъп до ликвидни средства, неблагоприятното управление на ликвидността и твърде консервативната регулаторна рамка могат да ограничат входящите парични потоци на банките, което може да доведе до два коренно различни резултата (Moore, 2009). Докато при някои банки се наблюдава влошаване на показателите за ликвидност, то при други се отчита превантивно нарастване на ликвидността. Влошаването на показателите за ликвидност може да бъде резултат на мащабно теглене на депозити или предхождащ кризата кредитен бум. Превантивното нарастване на ликвидността, от своя страна, е резултат от стремежа на банките да се презастраховат срещу неблагоприятните последици от кризата върху тяхното финансово състояние и на практика води до свиване в предлагането на кредити под формата на налагането на по-високи изисквания за тяхното отпускане и повишаване на лихвените проценти.

След 2007 г. ликвидната позиция на банковата система в България е адекватна, но към определени моменти във времето се наблюдават сигнали за повишаване на чувствителността на системата като цяло и на нейни отделни сегменти към съпроваждащите кризата промени в конюнктурата.

Коефициентът на ликвидните активи е основен показател за ликвидността съгласно Наредба № 11 на Българската народна банка, но разглеждането на неговата динамика самостоятелно не би могло да открие еднозначно моментите на ликвидна криза в банковата система, тъй като освен промените в икономическата обстановка той отразява и действието на сезонни и нормативни фактори, както и промяната в политиката на банките.

Сезонните фактори, които имат влияние върху показателя, се проявяват през последното тримесечие на годината, когато банките се подготвят за посрещане на задължения в съответствие с по-голямото потребление в икономиката, както и през първото тримесечие на годината, когато се извършва годишното счетоводно приключване. Действието на нормативните промени се изразява най-силно по линия на регулациите, определящи изискуемото ниво от минимални задължителни резерви (МЗР). Повишаването им като процент от привлечените средства води до увеличаване на паричните средства при БНБ, а тяхното намаление – съответно до спад в най-ликвидните активи на банките. Регулаторните изменения на МЗР в България след август 2007 г. са разнопосочни и техният ефект се проявява в тримесечията със сезонни фактори, за които стана въпрос по-рано (вж. таблица II.1). Промяната в политиката на банките не може да бъде изолирана еднозначно, но нейното проявление може да бъде открито в по-дългосрочната динамика на коефициента на ликвидните активи.

Анализирайки едновременно проявлението на посочените фактори, прави впечатление, че спадове в ликвидността през първото тримесечие на 2008 и 2009 г. са необичайно големи, както и че през последното тримесечие на 2008 г. се наблюдава не растеж, а спад в коефициента на ликвидните активи. Тези епизоди предполагат наличието на ликвидни шокове в системата, чието проявление е слабо отразено в динамиката на общия за банковата система коефициент на ликвидните активи.

Анализът по банкови групи обаче разкрива ясно изразен и нееднозначен ликвиден шок за банките от първа група през първото тримесечие на 2009 г., когато техният коефициент на ликвидните активи спада до 16.8%. Причините за това са комплексни. Периодът от септември 2008 г. се характеризира със значително задълбочаване на ликвидната криза в големите европейски банки, което поставя на изпитание ликвидните позиции на голяма част от банките с транснационална дейност в страните от ЦИЕ. За да облекчи напрежението на паричния пазар, БНБ предприема стъпково намаляване на изискванията към МЗР. Вместо да се задържи в рамките на местния пазар, част от ликвидността е изтеглена от чуждестранните майки-банки, като общо за периода декември 2008 – март 2009 г. от българската банкова система са изтеглени депозити на нерезиденти в размер на над 1 млрд. евро. Тези цифри се подкрепят и от статистиката на Банката за международни разплащания, според която спрямо края на 2008 г. до март 2009 г. чуждестранните банки изтеглят от страната активи, възлизащи на 1.3 млрд. долара (BIS, 2009). Тъй като банките от първа група са дъщерни на големи европейски банки, те биват и най-силно засегнати от недостига на ликвидност на вътрешния пазар. Тази ситуация възниква въпреки международното съглашение на сформирания през януари група от големи европейски банки, международни финансови институции и Европейската комисия

(т.нар. Виенска инициатива), според което транснационалните банки с дейност в ЦИЕ се ангажират да не допускат масирано изтегляне на активи от региона.

Изключвайки този епизод, банките в България запазват ликвидността си на относително добро ниво¹⁴, но в сравнение с предходни периоди пренасочват своята политика в посока на поддържане на по-ниски нива на ликвидност. Свидетелство за промяната в политиката е низходящият тренд на коефициента на ликвидните активи, който след средата на 2009 г. се стабилизира на нива между 20.8 и 22.3%. Анализът на матурирещата структура на активите и пасивите, представена в падежната таблица, също подкрепя тази теза, тъй като през периода коефициентите за ликвидност по падежни интервали на банковата система за първите два падежни интервала (на виждане до 7 дни и от 8 дни до 1 месец) систематично намаляват и са по-малки от 1 – ниво на ликвидност, считано за приемливо според Указанията на БНБ от 1 януари 2007 г. (БНБ, 2007). Тази тенденция е характерна за банките от първа група, тъй като банките от втора група регулярно поддържат по-висока ликвидност и покриват напълно изискванията за първия падежен интервал. Ограниченият достъп до финансиране на по-малките банки както от местния, така и от чуждите пазари е възможното обяснение на наблюдавания процес.

Освен коефициента на ликвидни активи, при който банката определя размера на ликвидните средства, необходими за обезпечаване на несъответствията между входящите и изходящите парични потоци, в анализа на ликвидността се използват и някои стандартни коефициенти на базата на данни от счетоводните баланси. Ще разгледаме три от тях. **Първият** е съотношението кредити и аванси на предприятия и експозиции на дребно към депозити, като той е индикатор за корелация между ликвидния и кредитния риск. По време на криза това съотношение нараства било поради теглене на депозити, било поради предхождащ кризата кредитен бум, като спрямо необходимата за нормалното функциониране на банковата система ликвидност по време на криза е значително по-висока¹⁵. От началото на 2008 г. кредити и аванси на предприятия и експозиции на дребно към депозити следва тенденция на постоянен растеж и в периода септември 2009 г. – юни 2010 г. достига рекордно високи стойности (96-97%). Поведението на този показател отразява ефектите от агресивната кредитна политика на банките в България и подчертава необходимостта от засилено внимание върху качеството на кредитите и съответно необходимостта от поддържането на достатъчен обем ликвидни активи като ресурс при евентуален ликвиден риск в системата, тъй като сигнализира за нарастваща зависимост от заемни средства, чиято цена обикновена е по-висока от тази на депозитите.

¹⁴ През второто тримесечие на 2009 г. БНБ изпраща писмо до банките компании-майки с настояването да поемат „адекватен ангажимент към местните си банкови дружества” (БНБ, 2009б, стр. 9), за да се предотврати по-нататъшно масово изтегляне на активи от местната банкова система.

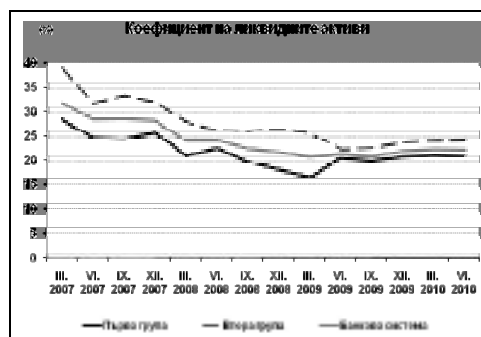
¹⁵ На базата на изследване на ефекта, който финансовите кризи имат върху банковата ликвидност, въз основа на данни за страните от Латинска Америка и Карибския регион оценката за него възлиза на 7.8% (Moore, 2009).

Съотношението кредити към привлечени средства също е често използван показател за ликвидността. В България той нараства, макар и в по-малка степен, като се стабилизира на нива от 84-87%. Достигнатите високи стойности на показателя са индикатор за повишаване на степента на потенциален ликвиден риск в системата.

Третият показател за ликвидността – съотношението на ликвидните активи към привлечените средства, което измерва степента на покритие с ликвидни активи на привлечения от банковата система ресурс, също подкрепя направените изводи, като след период на спад се стабилизира на нива от 21-22%.

Стабилизирането на ликвидната позиция на банковата система след средата на 2009 г. е факт въпреки нарастващото материализиране на поетия през предходните периоди висок кредитен риск. Този процес се подкрепя от благоприятстващи състоянието на банковата система фактори като забавяне на кредитния ръст и увеличаване на привлечените средства от населението.

Графика П.1.



Графика П.2.



Източник: БНБ, собствени изчисления.

След като вече стана въпрос за ефекта на регулаторните мерки на БНБ върху ликвидността на банковата система е необходимо да се разгледа и в какво по-конкретно се изразяват те. След периода на високи изисквания към поддържаните задължителни минимални резерви като част от политиката на БНБ за ограничаване на кредитния ръст, от 1 октомври 2008 г. централната банка намалява изискванията за МЗР, което дава възможност на банките да разполагат с по-голям обем парични ресурси. Въпреки това показателите за ликвидност се влошават и достигат нива, които БНБ оценява като задоволителни (БНБ, 2009, стр. 12). В същото време в международен план задълбочаването на финансовата криза поставя на дневен ред редица въпроси за управлението на банките, сред които и въпроса за начина, по който те управляват ликвидните си нужди. Във връзка с това редица институции, сред които Базелския комитет за банков надзор и Комитетът на европейските банкови надзорници (КЕБН), през 2008 и 2009 г. подготвят препоръки към националните регулатори за разработване и прилагане на процедури, подсилващи въвеж-

дането на политики за по-добро управление на ликвидния риск от страна на финансовите дружества, включително създаването на надеждни ликвидни буфери.

Следвайки тези препоръки през 2009 г. управление „Банков надзор“ към БНБ публикува Указания за ликвидните буфери¹⁶ и периодите на оцеляване, които имат за цел подобряване на вътрешното управление на ликвидността на кредитните институции. Актуалните текстове на Наредба № 11 изискват изготвянето на различни падежни таблици и съответно различни стратегии за финансиране на евентуален недостиг на ликвидност, в зависимост от това в кой от двата сценария – на „действащо предприятие“ или на „ликвидна криза“¹⁷ попада банката. С новите указания на БНБ се внася яснота относно определянето на сценария „ликвидна криза“ посредством дефиниране на основните видове шокове, покриващи значителна част от възможностите за ликвидни сътресения¹⁸, като се въвежда и рамка за определяне на подходящия размер и състав на ликвидния буфер въз основа на резултатите от стрес тестове при различните сценарии за управление на ликвидността. Прилагането на указанията предполага по-добро и качествено управление на ликвидния риск в банковата система в резултат на подобро предварително планиране на алтернативните източници за финансиране при извънредни обстоятелства. Все пак до средата на 2010 г. БНБ не е регистрирала проява на подобни извънредни обстоятелства, които да подложат на изпитание ликвидната позиция на българската банкова система.

¹⁶ Според указанията на БНБ от 2009 г. ликвидният буфер се дефинира като способност за противодействие в краткосрочен план при сценарий на ликвиден шок в два времеви хоризонта – до една седмица и до един месец. Той представлява достъпна ликвидност, покриваща допълнителната нужда от ликвидност, която може да възникне за точно определен кратък период от време при неблагоприятни условия. Буферът трябва да е напълно достъпен за точно определен, кратък времеви период (период на оцеляване) и трябва да позволи на банките да преживеят ликвиден шок с продължителност поне един месец, без да променят своя бизнес модел. Указанията препоръчват ликвидният буфер да се формира от активи, които се търгуват на ликвиден вторичен пазар и/или отговарят на изискванията за обезпечение на БНБ и ЕЦБ.

¹⁷ Сценарият на „действащо предприятие“ е налице, когато в предстоящия едногодишен период банката не възнамерява или не изпитва необходимост да намали или ограничи съществено своята дейност, функционира без затруднения в условията на стабилна банкова система и не са налице признаци за опасност от неплатежоспособност или ликвидна криза. При сценария на „ликвидна криза“ банката не може да изплаща своите изискуеми задължения или са налице индикации за загуба на доверие в нейната стабилност или в стабилността на банковата система като цяло, поради което съществува опасност от неплатежоспособност.

¹⁸ Идиосинкратичен (допускане за неподновяване на необезпеченото институционално финансиране на банката, както и някакво изтичане на депозити на дребно), пазарен (едновременно намаляване на достъпа до финансиране от няколко пазара, съчетано с несигурност или цялостно намаляване на стойностите на финансовите активи и с въздействието на икономическа рецесия) и комбинация между двата.

Таблица II.1

Някои по-важни надзорни мерки на БНБ

Мярка	В сила от:
<i>Управление на ликвидността:</i>	
повишаване на процента на ЗМР върху всички привлечени средства на банките от 8% на 12%;	1 септември 2007 г.
признаване на 50% от касовите наличности на банките за резервен актив и улесняване на достъпа до резервите им в БНБ;	1 октомври 2008 г.
намаляване на процента на ЗМР върху всички привлечени средства на банките от 12% на 10%;	1 декември 2008 г.
намаляване на процента на ЗМР върху средствата, привлечени от банките от чужбина, от 10% на 5%;	1 януари 2009 г.
премахване на ЗМР върху привлечените средства от държавния и от местните бюджети;	1 януари 2009 г.
указания на БНБ за ликвидните буфери и периодите на оцеляване;	края на 2009 г.
<i>Капиталова адекватност:</i>	
на банките се позволява да включват в капиталовата си база полугодичната си текуща печалба;	11 април 2008 г.
намаляват се рисковите тегла на класовете експозиции „Експозиции на дребно” (от 100% на 75%) и „Експозиции, обезпечени с недвижимо имущество” (от 50% на 35%);	25 февруари 2010 г.
<i>Класифицирани рискови експозиции и специфични провизии за кредитен риск:</i>	
приета е нова Наредба № 9 в съответствие с Базел II и МСС, която въвежда ново дефиниране на специфичните провизии за кредитен риск;	3 април 2008 г.
въведена е нова класификация на рисковите експозиции (вж. таблица 2).	20 март 2009 г.

Източник: БНБ.

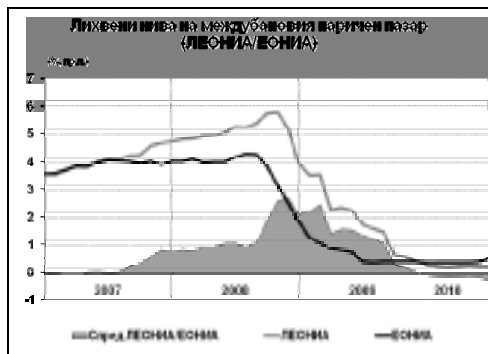
ДИНАМИКА НА ЛИХВЕНИТЕ ПРОЦЕНТИ

Динамиката в ликвидността има пряко отражение върху цялостната дейност на банките и в частност върху тяхната лихвена политика. При нормална конюнктура спредът между индексите, измерващи лихвените проценти по реални сделки с необезпечени овърнайт-депозити, предоставени на българския и европейския междубанкови пазари, е много малък, а при ликвидна криза той нараства. Динамиката на двата индекса ЛЕОНИЯ и ЕОНИЯ очертава наличието на криза на ликвидността през периода ноември 2007 – септември 2009 г., която достига своя връх през последното тримесечие на 2008 г. и първото тримесечие на 2009 година. Едва в края на 2009 г. нивата на спреда между двата индекса влизат в рамките на +/- 30 б.т., което може да се приеме като сигнал за нарастване на ликвидността на банките и за нормализиране на междубанковата търговия.

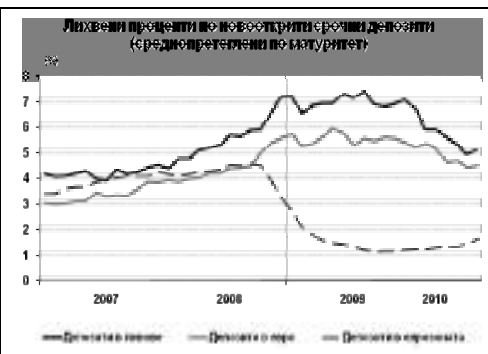
Нарастването на индексите на междубанковия пазар и техния спред по време на ликвидна криза допълнително разтваря ножицата между местните и европейските средни лихвени равнища. Лихвените проценти по новооткритите срочни депозити подкрепят това очакване, като спредът между лихвените нива по депозитите в лева

и по тези в евро нараства в края на 2007 г. и отново се свива до предкризисните си стойности едва в началото на 2010 г., когато и по двата вида депозити лихвените проценти започват тенденция към понижение. За разлика от тях лихвените проценти по новооткрити срочни депозити в еврозоната пречупват трайно своята траектория на растеж още в края на лятото на 2008 г. под влияние на мерките на ЕЦБ за увеличаване на ликвидността на пазарите. Точно по това време от българската банкова система започва споменатият по-рано процес на изтегляне на депозити от нерезиденти, което намалява допълнително ликвидния ресурс на банките. Така различните условия за достъп до ликвиден ресурс, в които са поставени търговските банки в еврозоната и в България, намират изражение в увеличаване на спреда по евродепозитите до рекордните 3.5-4.5 пр.п. в продължение на близо една година.

Графика II.3.



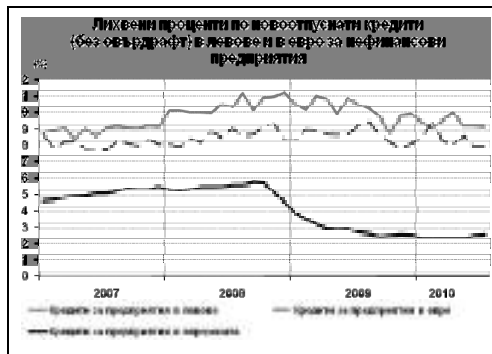
Графика II.4.



Източник: БНБ, ЕЦБ, собствени изчисления.

Траекторията на движение на средните лихвени проценти по новоотпуснатите кредити (без овърдрафт) е подобна на тази при депозитите, но с далеч по-малка амплитуда както в нивата, така и в спредовете между лихвените проценти по кредитите в лева и евро. За разлика от еврозоната връзката между цена на финансиране (лихвени проценти по депозитите) и цена на кредита в българската банкова система е много по-слабо изразена, като очакванията, че същественият спад в лихвените нива на депозитите постепенно ще рефлектира в по-ниски лихвени проценти по кредитите, все още не са факт.

Графика П.5.



Графика П.6.



Източник: БНБ, ЕЦБ, собствени изчисления.

В свое анкетно проучване от юли 2010 г. “Финансов сектор: оценки и очаквания” Агенцията за икономически анализи и прогнози (АИАП, 2010) извежда по важност факторите, които търговските банки определят като водещи при предлагането на кредитен ресурс на своите клиенти. Докато преди година основни фактори са макроикономическата среда и ликвидността в банковата система, то в средата на 2010 г. делът на необслужваните кредити и доходите на домакинствата оказват все по-осезаемо влияние върху кредитната политика на банките и съответно върху лихвената им политика. Потвърждение за това откриваме и в поведението на т.нар. годишен процент на разходите (ГПР), който се изчислява за кредити за потребление и за жилищни кредити, и включва всички лихвени плащания по кредита, такси, комисиони и други разходи за сметка на клиента, извършването на които е условие за отпускането на кредита. Спрямо средното си ниво за 2007 г. в средата на 2009 г. ГПР по кредитите за потребление се повишава с близо 5 п.п., достигайки по този начин своята връхна точка, последвана от незначителен спад и запазване на относително високи нива. В същото време ГПР по ипотечните кредити имат много по-слабо изразена динамика, но се запазват на нива от близо 2.5 пъти по-високи спрямо аналога си в еврозоната.

Въпреки низходящата динамика на лихвените проценти по депозитите и все по-слабата зависимост от финансиране от чуждестранни финансови институции (АИАП, 2010), банките в България поддържат неколкостранно по-висока цена на кредита спрямо средната в еврозоната под влияние на влошаването на кредитните си портфейли, за което основна роля имат намаляването на доходите в икономиката и влошаването на платежеспособността на клиентите. Допълнителна свобода за банките при определянето на лихвените проценти дава и Законът за потребителския кредит, който позволява на банките освен лихвения да прехвърлят върху кредитополучателя на практика всички рискове, които биха могли да доведат до намаляване на техните печалби¹⁹. Вероятно тези нормативни изменения (определянето на лихвените равнища по “методология” и запазената възможност за промяна

¹⁹ Валутния, ликвидния, кредитния, регулаторния, оперативния и политическия риск на страната.

на нивото им и по стари кредити) ще са фактор за задържане на лихвените проценти по потребителските кредити на относително високо ниво и в бъдеще.

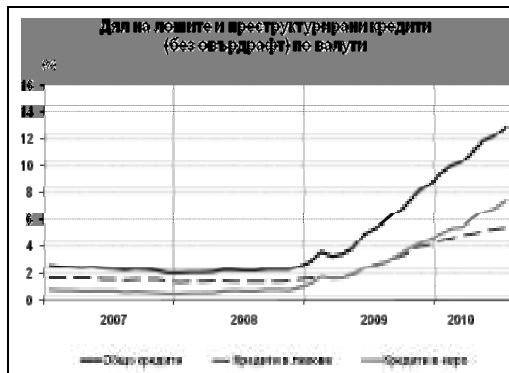
ВЛОШАВАНЕ НА КАЧЕСТВОТО НА КРЕДИТНИТЕ ПОРТФЕЙЛИ

В годините преди началото на финансовата криза ръстът в кредитирането изпреварва значително ръста в БВП и производителността на икономиката. БНБ систематично приема мерки за ограничаване на кредитния ръст, но като цяло те дават слаб резултат. Въпреки че кризата на международните финансови пазари започва през 2007 г., в България нейното влияние върху кредитирането започва да се усеща след повече от година. Отчетеното нарастване на лихвените проценти през 2008 г. не ограничава търсенето на кредит и търговските банки продължават политиката на агресивно кредитиране, като годишният темп на растеж на вземанията от неправителствения сектор в края на 2008 г. достига 32%.

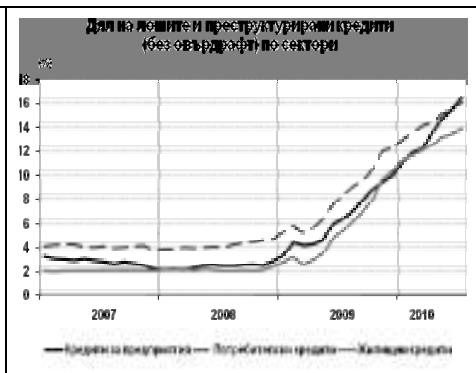
Рапределението на кредитите по икономически дейности има пряко отношение към риска от просрочване на тяхното обслужване. Широко възприето е схващането, че дейностите в търгуемия сектор на икономиката осигуряват по-голяма и по-дългосрочна финансова стабилност на кредитоискателите в сравнение с дейностите в нетъргуемия сектор, които се характеризират с понякога висока, но нестабилна възвръщаемост. В края на 2008 г., когато вече е натрупана основната част от кредитните задължения в банковата система, едва 12.5% от тях са концентрирани в преработващата промишленост, докато сумарно 36.7% са в дейности като търговия, строителство и операции с недвижимо имущество. Присъщата чувствителност на доходите в тези отрасли спрямо икономическата конюнктура повишава риска от неплатежоспособност и по косвен начин влияе на обслужването на задълженията на домакинствата, чийто дял е 37%.

Нарастването на кредитния риск в банковата система е естествена последица от агресивното кредитиране и наличието на лесно достъпна ликвидност, които благоприятстват занижаването на стандартите за оценка на кредитоспособността на кредитоискателите (Торі, 2008). Точно тези процеси в комбинация с влошаващата се икономическа конюнктура са в основата на започналата в края на 2008 г. тенденция на нарастване на класифицираните експозиции. Според тримесечните данни на БНБ за надзора в края на 2009 г. делът на кредитите с просрочие над 90 дни в брутните кредити е нараснал 2.5 пъти за една година, като към юли 2010 г. той вече е малко над 10% или близо 4 пъти по-голям спрямо края на 2008 г.

Графика П.7.



Графика П.8.



Източник: БНБ, собствени изчисления.

Подобна е и динамиката на показателя дял на лошите и реструктурирани кредити²⁰ (без тези за кредитни институции и овърдрафт), изчислен въз основа на месечната парична статистика на БНБ. Индикаторът разкрива тенденция на драстично влошаване на кредитния портфейл на банките с промяна във валутната структура на лошите и реструктурираните кредити през третото тримесечие на 2009 година. Предпоставка за наблюдаваната промяна е високият дял на деноминираните в евро сročни кредити (около 50% от портфейла), което е израз на високата степен на доларизация на задълженията в България.

Влошаването на кредитния портфейл по сектори е най-подчертано при кредитите за потребление, които са с най-висока степен на риск, съответно с най-високи лихвени проценти и с дял от 25% в общата сума на кредитите за предприятия и домакинства. Въпреки, че статистиката продължава да отчита, макар и по-слабо, нарастване на доходите на домакинствата под формата на компенсации на наетите лица, последното е резултат от технически фактори (като увеличение на осигурителните прагове) и не показва разпределението по доходни групи. Логично е в условията на икономическа криза най-засегнати да са доходите на средните и ниските доходни групи, където вероятността за изпадане в неплатежоспособност е най-висока. Повишаването на безработицата, намаляването на доходите и повишаването на лихвените проценти по вече договорени кредити са причините за драстичното повишаване на дела на лошите и реструктурираните потребителски кредити, който към юли 2010 г. достига 16% при едва 3.8% в края на 2007 година.

²⁰ Показателят се изчислява въз основа на информация, предоставяна от банките, съгласно изискванията на Наредба № 9 на БНБ от 3 април 2008 г. за оценка и класификация на рисковите експозиции на банките и за установяване на специфични провизии за кредитен риск. В него се включват, първо, необслужваните експозиции (с просрочия над 90 дни), второ, експозиции, класифицирани като загуба (с просрочия над 180 дни), и трето, реструктурирани рискови експозиции. Сериите на показателя преди март 2009 г. включват данни за класифицираните експозиции съгласно действащите преди това изисквания на Наредба 9: нередовни, необслужвани и реструктурирани.

Влошаване на кредитния портфейл се наблюдава и при жилищните кредити (от 2.1% в края на 2007 г. до 13.9% към юли 2010 г.), чиито по-малък дял и по-голяма обезпеченост, ги правят по-стабилен източник на приходи за банките. За разлика от останалите видове кредити те са единствената група в портфейла, където през 2010 г. се отчита растеж под влияние на намаляващите цени на недвижимите имоти и по-благоприятните в сравнение с предходната година лихвени проценти.

Нарастването на дела на лошите и реструктурираните кредити на нефинансовите предприятия има най-голям принос за изпреварващия ръст на деноминирани в евро общо в банковата система просрочени експозиции. От началото на 2010 г. необслужването на кредитите от страна на предприятията нараства с ускорени темпове и към юли 2010 г. делът на просрочените над 90 дни и реструктурирани кредити достига 16.5%, като деноминирани в евро са 77% от тях.

Нарастването на класифицираните кредити след период на кредитен бум е инерционен, нелинеен, самозахранващ се и продължителен процес, който води след себе си множество последици за банковата система.

На първо място, увеличават се разходите на банките за покриване на просрочия по проблемни заеми (специфични провизии за кредитен риск) и отписване на кредити, които те оценяват като несъбираеми (обезценки). Въвеждането на по-благоприятна за банките класификация на рисковите експозиции със съответните изисквания за провизиране на риска от загуби в края на първото тримесечие на 2009 г. (вж. Таблица II.2) подпомага процеса на предоговаряне на експозициите съобразно регулаторните промени. Въпреки това спрямо края на 2008 г. делът на специфичните провизии за загуби от обезценка нараства двукратно, а статистиката по заемополучатели извежда потребителските кредити като най-рискови и с най-голям процент на загуби. Този резултат е очакван както поради влиянието на изведените по-горе фактори, така и поради трудностите в тяхното предоговаряне. По данни на БНБ формираните по всички кредити общи провизии в края на 2009 г. осигуряват с покритие 81% кредитите, при които просрочието е над 90 дни – ниво, което в своите анализи централната банка оценява като приемливо (БНБ, 2010, стр. 52).

Таблица II.2

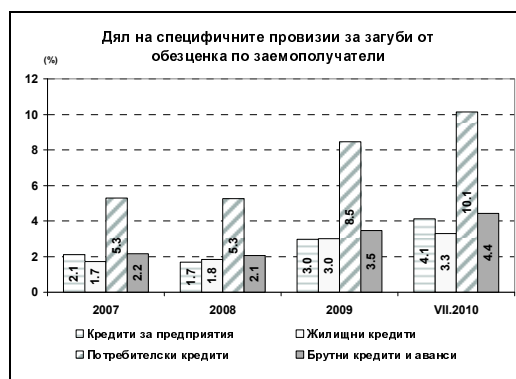
Сравнение на класификациите на рисковите експозиции

Стара класификация:	редовни	под наблюдение	нередовни	необслужвани	
провизии за риск от загуби	няма	минимум 10%	минимум 50%	минимум 100%	
дни	до 30	до 60	над 60	над 90	над 180
Нова класификация:	редовни	под наблюдение		необслужвани	загуба
провизии за риск от загуби	няма	минимум 10%		минимум 50%	минимум 100%

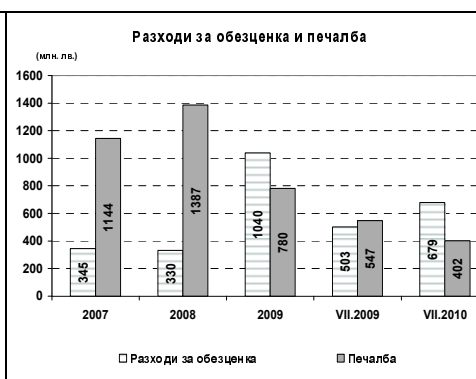
Източник: Наредба № 9 за класифицираните рискови експозиции и специфични провизии за кредитен риск от 2002 г. и от 2009 г.

Второ, успоредно с нарастването на дела на класифицираните експозиции нарастват и начисляваните от банките разходи за обезценка, вследствие на което финансовият резултат на банковата система спрямо края на 2008 г. постоянно намалява. Логично развитие на тези процеси е материализирането и изчистването на проблемните кредити да продължи, в резултат на което разходите за обезценка да нарастват и да оказват ограничаващ ефект върху печалбата на банките.

Графика II.7.



Графика II.8.



Източник: БНБ, собствени изчисления.

Трето, за да изолират своята печалба от влиянието на растящите разходи за обезценка, банките в България следват политика на увеличение на своите финансови и оперативни приходи чрез налагане на по-високи такси и комисиони и поддържане на относително голям спред между лихвените проценти по депозитите и кредитите. Въпреки стабилизиращата роля на въведените след началото на кризата промени в регулациите, изискващи от банките да осигуряват натрупване на буфери в системата за посрещане нарастването на лошите кредити, тази политика има и негативни ефекти, тъй като насърчава у банките поведение на прехвърляне на регулаторните разходи върху техните клиенти.

КАПИТАЛОВА АДЕКВАТНОСТ

Общовъзприето виждане във финансовата практика е, че през периоди на икономическа и финансова турбулентност капиталовата позиция на банковата система е основният фактор, който определя крайния ефект от проявлението на различните рискове върху стабилността на системата. Използването на рисково-претеглени оценки за регулаторния капитал и формирането на капиталови излишъци има за цел да „обере“ негативните ефекти и същевременно да запази банките платежоспособни, като по този начин се гарантира стабилността на банковата система.

Точно такава е логиката на политиката, която БНБ налага с въвеждането на новата капиталова рамка в началото на 2007 г. и последвалите изменения в Наредба № 8 и препоръки на централната банка. Целта е капиталът на банковата система да

се запази силен и с капацитет за покритие на рисковете. В резултат на това през периода от края на лятото на 2007 г. капиталовата позиция на банките не само че не се влошава, но дори укрепва, като общата капиталова адекватност на системата нараства от 13.8 на 18% в средата на 2010 г., при препоръчителен минимален праг от 12% (вж. Таблица II.3). Това е тенденцията и при капиталовата адекватност от първи ред, която нараства от 10.8 на 15.2%. Препоръката на БНБ да се задържат печалбите за 2008 г., заедно с въвеждането на минимална стойност от поне 10% за капитала от първи ред (БНБ, 2009б, стр. 11), са в синхрон с общата международна политика на регулаторните органи, в резултат на което през 2009 г. неговите нива са значително над средните за банките от еврозоната, а през 2010 г. те продължават да нарастват.

Стойността на показателя ливъридж на капитала от първи ред също поставя българската банкова система в добри позиции спрямо банковите системи в ЕС и САЩ със степен на задлъжнялост на значително по-ниски нива от средните. Така например, докато в края на 2008 г. единица капитал от първи ред подкрепя 11 единици активи, година по-късно това съотношение достига 1/8.8 и се стабилизира на тези нива.

Таблица II.3

Показатели за адекватност на капитала

Показатели	2007	2008	2009	VI.2010
<i>Обща капиталова адекватност, %</i>				
Банки от първа група	13.30	14.86	16.81	17.99
Банки от втора група	14.70	14.85	17.39	18.09
Банкова система	13.83	14.86	17.04	18.03
<i>Адекватност на капитала от първи ред, %</i>				
Банки от първа група	10.29	10.58	13.54	14.79
Банки от втора група	11.70	12.11	14.81	15.84
Банкова система	10.82	11.16	14.03	15.22
<i>Ливъридж на капитала от първи ред, %</i>	8.2	9.0	11.3	11.4
отношение първичен капитал към активи	1/12.2	1/11.1	1/8.8	1/8.8
<i>Дял на капитала от първи ред, %</i>	78.2	75.1	82.4	84.4
<i>Капитал над регулаторния минимум (капиталов буфер), млн. лв.</i>	762	1513	2754	3072
дял от общите активи, %	1.3	2.2	3.9	4.3
<i>Капиталови изисквания, общо, млн. лв.</i>	5013	6361	6564	6115
<i>Капиталови изисквания за риск, %</i>				
за кредитен риск, кредитен риск от контрагента, риск от разсейване и сетълмент риск при свободни доставки	89.4	91.2	89.6	87.3
за позиционен, валутен и стоков риск	2.5	0.8	0.8	1.0
за операционен риск	8.1	8.0	9.6	11.7

Източник: БНБ, собствени изчисления.

Политиката на кредитните институции за подобряване на капиталовата позиция се следи отблизо от БНБ, която в свой анализ от 2008 г. (БНБ, 2008) установява цикличност в динамиката на стойностите на капиталовите показатели, изразяваща се в активиране на инструменти за подкрепа през първата половина на годината и изчерпването им към края на годината. Тъй като банките в България регулярно използват капитализирането на печалбата като основен инструмент за повишаване на капиталовата си адекватност, централната банка решава нормативно да въведе възможността за включването на текущата печалба в капиталовата база (вж. таблица II.1), целяйки по този начин стабилизиране на нейните стойности и създаване на допълнителни възможности за навременна реакция от страна на ръководството на кредитните институции.

Разбира се, тази политика дава положителни резултати, но също така насърчава модел на поведение, ориентиран към управление на собствените средства предимно за сметка на акумулираната печалба, за което свидетелства и нарастването на дела на капитала от първи ред в капиталовата база (вж. таблица II.3). По този начин всяка колебливост на финансовия резултат би ограничила капацитета за капиталова подкрепа при необходимост. В този смисъл би било добре, ако кредитните институции имат възможност да използват и инструментите на капитала от втори ред.

Високите темпове на кредитиране и тенденцията към влошаване на кредитните портфейли през анализирания период водят до съществено повишаване на кредитния риск в системата. В резултат на това капиталовите изисквания за кредитен риск нарастват съществено и в края на 2009 г. достигат 3.9 млрд. лева с дял от общите изисквания за риск от 89.6%. Затягането на кредитните стандарти на банките от средата на 2009 г. в комбинация с намаленото търсене на кредитни продукти от страна на техните клиенти води до забавяне в нарастването на рисковия компонент на изискванията за сметка на общите изисквания за операционен риск в системата (вж. таблица II.3).

НЯКОИ ИЗВОДИ ЗА БЪЛГАРСКАТА БАНКОВА СИСТЕМА

Под влияние на антицикличната политика на БНБ след 2008 г. в българската банкова система се формира капитал над регулаторния минимум, който спрямо 12% капиталова адекватност достига над 3 млрд. лева. Така, въпреки международната финансова криза, българската банкова система се отличава с добри характеристики от гледна точка на капиталовата обезпеченост. В сравнение със страните в ЕС банковата система остава стабилна, а проблемите с ликвидността, макар и неясно изразени, биват преодоляни в рамките на около година. Като основни рискове за дейността на банковия сектор се очертават нарастването на дела на лошите кредити и рискът от свиване на печалбите, но на този етап кредитните институции, които са част от транснационални банкови групи, могат и продължават, макар и в по-малка степен, да разчитат на финансиране от майките банки.

ЧАСТ ТРЕТА: НАДОЗРЪТ И НЕГОВИЯТ ОТГОВОР НА КРИЗАТА

В търсене на отговора на въпроса кой е виновен за глобалната финансова криза от 2007 г. погледът на международната финансова и икономическа общност се насочва към правилата, които задават рамките на поведение на финансовите институции. Фактът, че кризите вече не са локално явление и бързо се пренасят на наднационално равнище, показва, че зависимостите между пазарите нарастват, а макропруденциален надзор на практика липсва.

СТРЕС ТЕСТОВЕ НА БАНКОВАТА СИСТЕМА

Покриването на критериите за минимален регулаторен капитал е принцип за качественото прилагане на благоразумен надзор на микроравнище, но не е гаранция за стабилност на кредитната институция или системата от гледна точка на надзора на макроравнище. Във връзка с това и поради нарасналия риск от ефекти на пренасяне на шокове по време на финансови сътресения все по-често надзорните институции прибягват към изпълването на т. нар. стрес тестове. Последните имат за цел да идентифицират кредитните институции, които не биха издържали на неблагоприятен сценарий, а банковият надзорен орган да изиска от тези институции подобряване на тяхната капиталова адекватност.

От края на 2002 г. БНБ извършва регулярна тримесечна оценка на устойчивостта на кредитните институции и системата като цяло на кредитен и ликвиден риск, но едва през 2008 г. съвместно с МВФ и кредитните институции се разработва и прилага модел на стрес тест. Включването на различни макросценарии за развитие на икономиката и съответната оценка за чувствителността на отделните банки и системата като цяло при всеки един от тях водят до заключението на централната банка, че българската банкова система е стабилна, добре капитализирана, с добра ликвидност и висока рентабилност.

Задълбочаването на международната финансова криза през 2008 г. повишава риска от пренос на шокове към българската банкова система и след един относително тежък период на недостиг на ликвидност от края на 2008 и началото на 2009 г. БНБ отново прилага стрес тест към системата (БНБ, 2009-б). Целта на упражнението е да се провери какъв ще е ефектът към края на 2009 г. от сценарий на дълбока икономическа рецесия върху динамиката на класифицираните кредити със съответните последици върху капиталовата адекватност на кредитните институции и системата. Оценка показват сериозно влошаване на класифицираните кредити – до 16.5% от кредитния портфейл на системата, без драстични последици върху капиталовата адекватност – тя спада до 11.6-14.5%, при средно ниво преди теста от 17.6%. Тези резултати потвърждават високата степен на устойчивост на българската банкова система и са знак за правилната посока на политиката на централната банка за формиране на достатъчни по размер и адекватни на ситуацията капиталови буфери.

Зависимостта на българската банкова система от развитието и стабилността на банковия сектор в Европа е изключително голяма – статистиката сочи, че 15 от общо 30 банки се притежават от европейски банкови групи. Въпреки подписаното през 2009 г. споразумение по Виенската инициатива за осигуряване на подкрепа в случай на локални кризи, както показва българския опит, рискът пред дъщерните дружества от пренос на сътресения от страна на централите към тях на практика не е елиминиран. Поради това стабилността на големите европейски банкови групи е от голямо значение за стабилността на малки банкови системи като българската, особено когато някои от тях притежават значителен пазарен дял.

Наличието на държавни гаранции в комбинация с голяма задлъжнялост и висока степен на вътрешнобанкови задължения в европейския банков сектор поставят пред инвеститорите въпроса за стабилността на банките в Европа, поради което в средата на 2010 г. Европейската комисия, ЕЦБ и КЕБН организират провеждането на общоевропейски стрес тест на банковата система. Това е първият голям по мащаб експеримент, чиято цел е да внесе финансова прозрачност относно състоянието на европейската банкова система, да се оцени капацитетът ѝ да посрещне бъдещи хипотетични неблагоприятни развития в икономиката, да се разсеят съмненията за слабости в сектора и да се възстанови кредитирането на междубанковия пазар.

Общоевропейският стрес тест се отличава с това, че към стандартните базов и неблагоприятен сценарий е прибавен и трети специфичен сценарий – за шок на пазара на държавен дълг, подобен на наблюдаваната през май 2010 г. гръцка дългова криза²¹. Резултатите от теста се измерват чрез реакция на капиталовата адекватност от първи ред при заложен специално за теста минимални прагове, като ликвидните рискове не са пряко тествани. Само 7 от общо 91 участвали в упражнението банки не успяват да достигнат заложения минимум, като други 16 остават близо до критичната граница. Резултатът има отношение и към стабилността на българската банкова система, тъй като участвалите в тестовете 15 банки с бизнес в България покриват заложените изисквания.

Като всеки нов експеримент и общоевропейският стрес тест е подложен на задълбочен анализ от страна на инвеститори и анализатори, а резултатите от него стават обект на множество критики, сред които неравномерното представяне по държави на системно значимите кредитни институции, използването на неясни критерии за оценка, възможността по-развитите банки сами да извършват оценка за специфичния банков риск и различните методологии при събирането на данните²². Въпреки това с тази инициатива европейските надзорни органи поставят началото на политика, насочена към по-висока прозрачност, и надеждата за въвеждане на унифицирана методология за изчисление и измерване на банковите показатели.

²¹ Допускане за 17% отбив от стойността на дълга.

²² За детайлен анализ например вж. Lanoo (2010).

РЕФОРМА В УПРАВЛЕНИЕТО НА БАНКОВИЯ БИЗНЕС

Финансовата криза от 2007 г. е преди всичко банкова криза по произход, която поради мащабния си характер се пренася и върху останалите сектори на икономиката в глобален мащаб. Макар стрес тестовете да са стъпка напред в оценката на капацитета на банковата система да реагира на шокове, в международен план се търсят нови решения за повишаване на стабилността на банковия сектор.

Първото от тях, което е прието през октомври 2008 г. в целия Европейски съюз, е въвеждането на уеднакви изисквания към схемите за гарантиране на депозитите в страните членки чрез фиксиране на гарантирания размер на депозитите на 50 000 евро²³. С това решение се цели, от една страна, стабилизиране на доверието на вложителите и преодоляване на възникналите в някои страни от Общността проблеми с масирано теглене на депозити, и, от друга – своевременно избягване на потенциално прехвърляне на депозити от държави членки с по-малък размер на гаранцията в държави членки с по-висока защита на депозитите – като израз на регулаторен арбитраж. През 2010 г. е одобрено ново увеличаване на гарантирания размер на депозитите до 100 000 евро, което трябва да бъде прието до края на 2011 г. Въпреки че високия размер на гаранцията защитава вложителите на банките, тази мярка не създава стимул за по-отговорно и качествено управление на банките, а дори напротив – насърчава у тях заемането на рискови позиции по линия на т.нар. морален риск, възникващ в резултат на наличието на скрита „субсидия“ за сметка на данъкоплатците. Все пак дотолкова, доколкото гарантирането е ограничено единствено до депозитите на гражданите и не представлява спасяване на самата банка от банкрут, то изпълнява своята основна цел – защита на вложителите като потребители на банкови услуги (Carmassi et al., 2010).

Увеличаването на гаранцията по депозитите е част от по-големия проблем, пред който са изправени фискалните власти по време на криза, известен като „твърде голям, за да фалира“, изразяващ се в явна държавна протекция на големи финансови институции със системно значение. След серията от фалити и национализиране на големи банки в САЩ и Западна Европа, разходите за които директно се отразяват в задълбочаването на реализираните бюджетни дефицити, политиката се насочва към вземането на мерки, които да не допускат прехвърляне на бреме към данъкоплатците и повишаване на отговорността на мениджмънта на кредитните институции. Част от мерките са изработени и предложени от Базелския комитет за банков надзор в рамките на проекта Базел III. Най-общо те се състоят във въвеждане на минимално изискване за ликвидност към транснационалните банки, въвеждане на изискване за ливъридж и увеличаване на изискуемия общ минимален капитал от 2 на 4.5% с допълнителен капиталов буфер от 2.5%, които се очаква да бъдат въведени в периода 2013-2018 г. Успоредно с това на общоевропейско ниво се разработва

²³ В резултат на това в България размерът на гарантиране на депозитите нарасна от 20 000 евро на 50 000 евро, а срокът, в който следва да се изплатят те на вложителите, се съкращава от 3 месеца на 20 дни.

европейска рамка за управление на кризи, чиято цел е да се улесни организираната банкова ликвидация и да се минимизират свързаните с процеса разходи за данъкоплатците. Стъпка в тази посока представлява създаването на превантивни фондове за преобразуване на проблемни банки (European Commission, 2010), финансирани от данък върху тези институции, чиято цел е улесняване на организираното преобразуване на неплатежоспособните банки чрез добре организирана и своевременна ликвидация с оглед ограничаване на евентуални странични ефекти като зараза на други институции или паническа разпродажба на активи.

РЕФОРМИРАНЕ НА ФИНАНСОВИЯ НАДЗОР

В процеса на търсене на причините, породили глобалната финансова криза от 2007-2009 г., международната икономическа общност се обединява основно около тезата, че не конюнктурното развитие на различните пазарни сегменти е неин основен двигател (защото от гледна точка на икономическия цикъл кризите неизменно се завършват), а поведението на пазарните участници в резултат на създадените регулаторни и макроикономически рамки. Изоставането на надзора от иновациите на пазара и от разрастването на транснационалните финансови групи, процикличната същност на политиките и регулациите²⁴, както и липсата на достатъчно ясна информация и координация на наднационално равнище, са сред основните проблеми, които бележат провала на финансовите регулатори и на макроикономическата политика да се справят с натрупването на риск във финансовата система.

И докато макроикономическите последствия върху отделните икономиките са специфични и изискват необходимост от различни мерки за възстановяване, то проблемите на ниво надзор над финансовите пазари остават и следва да се адресират адекватно на наднационално ниво и в рамките на нова международна финансова архитектура.

След множество дебати на най-високо равнище и изготвяне на редица доклади за проблемите на надзора²⁵, в средата на 2009 г. Европейската комисия призовава за изграждане на нова финансово-надзорна рамка за ЕС, която да стъпва преди всичко на анализа и препоръките на доклада Деларозиер.

Новата европейска надзорна рамка, чиято основна цел е едновременно да се създадат условия за постигане на единен финансов пазар и стабилност на цялата финансова система, влиза в сила от 1 януари 2011 г. и се основава на два стълба – Европейски съвет за системен риск (ЕССР) и Европейска система за финансов надзор (ЕСФН) (вж. фигура III.1).

²⁴ Тъй като те се основават на пазарно базирани механизми за оценка на рискове и активи, съответно използваните модели отразяват конюнктурните движения в цените на активите.

²⁵ Докладите на групата Деларозиер (European Commission, 2009) и на Лорд Търнър (FSA, 2009).

Фигура III.1.



ЕССР следва да осъществява надзор на макроравнище върху финансовата система на ЕС. Целта е предотвратяване и намаляване на системните рискове, избягване на мащабни финансови кризи, намаляване на презграничните ефекти на заразата, както и безпрепятственото функциониране на европейския вътрешен пазар. За тази цел е необходимо ЕССР да наблюдава и оценява потенциалните рискове за стабилността на европейската финансова система и да предупреждава за появата на системни рискове, като отправя препоръки с незадължителен характер²⁶ за предприемане на конкретни действия за тяхното преодоляване.

ЕСФН е вторият стълб на Европейската надзорна рамка и включва националните регулатори и трансформирани в европейски надзорни органи комитети от трето ниво по процедурата Ламфалуси – Комитета на европейските банкови надзорници (КЕБН), Европейският комитет на регулаторите на ценни книжа (ЕКРЦК) и Комитета за европейско застраховане и професионален пенсионен надзор (КЕЗППН). Новите Европейски банков орган (ЕБО), Европейски орган за застраховане и професионално пенсионно осигуряване (ЕОЗППО) и Европейски орган за ценни книжа и пазари (ЕОЦКП) са с разширени правомощия, отделно правно съществуване, финансиране и право да координират информацията от националните надзорни органи. В рамките на ЕСФН от надзорните органи, подпомагани от т.нар. надзорни

²⁶ Отговарящи на правилото „действай или обяснявай“.

колегии, се очаква да работят съвместно с цел осигуряване стабилността на отделните финансови фирми на национално и европейско ниво и защита на потребителите на финансови услуги. На ЕСФН се възлага и задачата да изработи общи задължителни правила за микронадзор (a single rule book), които да бъдат прилагани от националните власти на местно ниво. ЕСФН отговаря и за надзора над трансграничните надзорните колегии, които, от своя страна, трябва да надзирават финансовите институции с трансгранична дейност. Целта е чрез посредничеството и разрешаването на потенциални конфликти между членовете на колегиите да се засили диалогът и сътрудничеството между участващите страни както в нормални времена, така и в периоди на криза.

Успехът на новата надзорна рамка зависи от ефективността на съвместната работа между ЕССР и ЕСФН. Постигането на гладко взаимодействие между надзора на микро- и макроравнище зависи от сътрудничеството при обмена на информацията. За да осъществява своите макронадзорни функции, ЕССР трябва да получава навреме хармонизирани данни на макроравнище, докато прилагането на микронадзора от страна на националните надзорни органи зависи от анализите на ЕССР за макрофинансовата стабилност на общия пазар.

Чрез изграждането на новата надзорна рамка на ЕС се цели да бъде постигнато пълно обвързване на надзора на макро- и макроравнище, но за оценка на нейната ефективност са необходими поне няколко години работа²⁷. Новият общоевропейски експеримент е стъпка напред към подкрепа на развитието на стабилен единен европейски финансов пазар, но доколкото той ще подпомогне националните надзорни органи в разрешаването на специфични проблеми на малките периферни страни в ЕС, каквато е и България, не е ясно. За да участват ефективно рамо до рамо до големите страни членки, малките страни трябва: да изградят своя собствена макронадзорна рамка и система за ранно предупреждение, да идентифицират системните рискове и да ги представят на вниманието на ЕССР, да имат готовност да приложат препоръките на ЕССР и указанията на ЕСФН, да работят ефективно с надзорните колегии и да установят тясно партньорство с надзорните органи на страните, чиито трансгранични финансови институции оперират на местния пазар. Изпълнението на всички тези задачи изисква изграждане и поддържане на голям потенциал от експертни ресурси в допълнение към административните задължения по законодателния и регулаторния процеси и разписването на общите европейски правила за микронадзор, изразяващи се в изготвянето на позиции по законодателните проекти и позиции по позициите на другите държави.

Новата архитектура на финансовия надзор е институционалният механизъм, със сработването на който трябва да се направи стъпка напред към по-добре регулирани, но и отворени пазари. Оттук нататък следва да бъдат решени много проблеми.

²⁷ Според препоръка 24 на Доклада Деларозиер (European Commission, 2009), функционирането на ЕСФН трябва да се прегледа обстойно в рамките на тригодишния период от влизането й в сила, като се предлага при нужда възможността за допълване на реформите в посока на реструктуриране на системата към система от два европейски органа с разширени регулаторни правомощия на хоризонтално ниво: единият, отговорен за финансовата стабилност и благоразумния надзор, а другият – за бизнес управлението и пазарните въпроси.

Това са бъдещото развитие на секюритизацията и обезпечените облигации като алтернатива на по-ниско рисковите инструменти, подобряването на счетоводните стандарти и защитата на потребителите, своевременното установяване на рисковите финансови иновации, идентифицирането и бързото адекватно адресиране на системните рискове и ролята на паричната политика в този процес, мястото на рейтингите и количествените подходи в регулациите и надзора, конфликтът на интереси във финансовия сектор и др.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Глобалната финансова криза от 2007 г. не подминава българския банков пазар. Причина за това е отвореността на икономиката и високата степен на зависимост на кредитните институции от външно финансиране. Разглеждането на нашата икономика като сходна на новите страни – членки на ЕС от ЦИЕ, позволява да се направи сравнително изследване на междубанковите пазари в осем от тези страни и връзката им с пазара в Еврозоната. Анализът показва, че в спокойни периоди лихвените нива по необезпечени еднодневни депозити се колебаят около основния лихвен процент на паричната политика, като за страните с фиксиран валутен курс, към групата на които принадлежи и България, подобна роля най-често играе основният лихвен процент на ЕЦБ.

В кризисни периоди тази връзка се нарушава, като лихвените проценти и други свързани с тях показатели проявяват значително по-голямо колебание. Това може да предизвика задълбочаване на рисковите характеристики на банковата система, влошавайки качеството на активите ѝ и поставяйки на изпитание нейната ликвидност и капиталова адекватност. Анализът показва, че с изключение на периода от края на 2008 и началото на 2009 г. банковата система в България се запазва стабилна и добре капитализирана. Политиката, която централната банка следва като банков регулатор, е адекватна дотолкова, доколкото тя може да контролира процесите на национално ниво. На наднационално ниво обаче международната финансова криза разкрива слабостите и пропуските в изграждането на ефективен надзор и координация. Хармонизираните правила се оказват недостатъчно синхронизирани, а меморандумите за разбирателство – валидни само на хартия. Избягването на бъдещи кризи от подобно естество изисква качествен надзорен контрол над трансграничните операции и способност да се адресират ефективно рисковете, засягащи отделните страни. Развитието на единния европейски пазар трябва да се подкрепи с подходящи мерки за финансова стабилност, а всичко това следва да залегне в основите на вдъхновената от доклада на Деларозиер и стартираща в началото на 2011 г. институционална реформа на европейските надзорни органи.

Източници:

- АИАП (2010). „Финансов сектор: оценки и очаквания”, юли.
- БНБ (2007). Указания за надзорно отчитане – Наредба № 11 на БНБ за управлението и надзора върху ликвидността на банките. www.bnb.bg
- БНБ (2008). Търговските банки в България: април-юни 2008 г.
- БНБ (2009-а). Търговските банки в България: януари-март 2009 г.
- БНБ (2009-б). Търговските банки в България: април-юни 2009 г.
- БНБ (2010). Годишен отчет за 2009 г.
- Balduzzi P., G. Bertola and S. Foresi (1997), “*A Model of Target Changes and the Term Structure of Interest Rates*”, *Journal of Monetary Economics* 39, pp. 223-249.
- Bartolini, L, Al. Prati. (2006) “*Cross-country differences in monetary policy execution and money market rates’ volatility*”. *European Economic Review* 50 (2006): 349-376.
- BIS (2009). Quarterly Review, September.
- Calice, G., Ch. Ioannidis. (2009) „*An Emperical Analysis of the Impact of the Credit Default Swap Index Market on Large Complex Financial Institutions*”, 2009, <http://ssrn.com/abstract=1447403>.
- Campbell J. (1987), “*Money Announcement, the Demand for Bank Reserves, and the Behavior of the Federal Funds Rate within the Statement Week*”, *Journal of Money, Credit and Banking* 19, pp. 56-67.
- Carmassi, J., E. Luchetti, and S. Micossi (2010). *Overcoming too-big-to fail: A regulatory framework to limit moral hazard and free riding in the financial sector*. CEPS.
- Cassola, N., C. Morana. (2008). “*Modeling Short-Term Interest Rate Spreads in the Euro Money Market*”. *International Journal of Central banking*, vol.4, No 4, December.
- Chobanov, P., N. Nenovsky. (2004) “*Money market liquidity under Currency board – empirical investigations for Bulgaria*”, William Davidson Institute Working Paper, N 693, May.
- European Commission (2009). *The high-level group on financial supervision in the EU: The de Larosiere Group*. Report, February.
- European Commission (2010). Communication from the commission to the European parliament, the council, the European economic and social committee and the European central bank: Bank resolution funds. Brussels, 26.5.2010, COM(2010) 254 final.
- Ewerhart C., N. Cassola, S. Ejerskov and N. Valla (2003), “*The Euro Money Market: Stylized Facts and Open Questions*”, mimeo.
- FSA (2009). *The Turner Review. A regulatory response to the global banking crisis*, March.
- Furfine C. (1998), “*Interbank Payments and the Daily Federal Funds Rate*”, Board of Governors of the Federal Reserve System.
- Hamilton, J. D. (1996), “*The Daily Market for Federal Funds*”, *The Journal of Political Economy*, vol.104, No1, (1996): 26-56.
- Hamilton, J. (1997), “*Measuring the Liquidity Effect*”, *American Economic Review* 87, pp. 80 – 97.
- Hamilton, J. D, Ò. Jordà. (2000), “*A model of the Federal Funds Rate Target*”. *The Journal of Political Economy*, vol. 110, No5, (2000): 1135-1167.
- Holthausen, C., H. Pill, (2010), “*The forgotten markets: how understanding money markets helps us to understand the financial crisis*”, *ECB Research Bulletin*, No 9, (2010): 2-5.

- Ismailescu, I., H. Kazemi. "The reaction of emerging market credit default swap spreads to sovereign credit rating changes", *Journal of Banking & Finance*, forthcoming.
- Krugman, P. (2009). *The Return of Depression Economics and the Crisis of 2008*, W. W. Norton & Company.
- Laeven, L., F. Valencia (2010). "Resolution of Banking Crises: The Good, the Bad, and the Ugly", IMF Working Paper WP/10/146.
- Lanoo, K. (2010). "The bank stress tests: a work in progress", CEPS Commentary, 30 July.
- Linzert, T., S. Schmidt. "What Explains the Spread Between the Euro Overnight Rate and the ECB's Policy Rate", ECB Working Paper Series, No983/ December 2008.
- Moore, W. (2009). "How do financial crises affect commercial bank liquidity? Evidence from Latin America and the Caribbean", Munich Personal RePEc Archive Paper No. 21473.
- Nautz, D., Ch. Offermanns. "The dynamic relationship between the Euro overnight rate, the ECB's policy rate and the term spread", Deutsche Bundesbank, Discussion Paper, Series 1: Economic Studies, No 01/2006.
- Poole, W. (1968), "Commercial bank reserve management in a stochastic model: Implications for monetary policy", *Journal of Finance* 23, pp. 769-791.
- Prati, A., L. Bartolini and G. Bertola (2002), "The Overnight Interbank Market: Evidence from the G-7 and the Euro Zone", paper presented at European Economic Association 2001 Congress.
- Reinhart, C., K. Rogoff (2009). *This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton University Press.
- Rudebusch, G. (1995), "Federal Reserve interest rate targeting, rational expectations, and the term structure", *Journal of Monetary Economics* 35, pp. 245 – 274.
- Shino, J., Ko. Takahashi. "Sovereign Credit Default Swaps: Market Developments and Factors behind Price Changes", *Bank of Japan Review*, April 2010.
- Topi, J. (2008). "Bank runs, liquidity and credit risk", Bank of Finland Research Discussion Paper 12.
- Weiner, S. (1992), "The Changing Role of Reserve Requirements in Monetary Policy", *Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review*, Fourth Quarter, pp. 45-63.

ОТРАЖЕНИЕ НА МЕЖДУНАРОДНАТА ФИНАНСОВА И ИКОНОМИЧЕСКА КРИЗА ВЪРХУ БАНКОВИЯ СЕКТОР В БЪЛГАРИЯ

Резюме

Настоящата студия е посветена на влиянието на глобалната финансова и икономическа криза върху банковия пазар в България, тъй като той заема най-голям дял във финансовата система и исторически се е наложил като основен източник на финансиране в икономиката. Поведението на банките е проследено както на междубанковия пазар, така и в процеса на финансовото посредничество. Глобалният характер на кризата и разглеждането на нашата икономика като сходна на новите страни – членки на ЕС от ЦИЕ, позволява да се направи сравнително изследване на междубанковите пазари в осем от тези страни и връзката им с пазара в Еврозоната. Анализът показва, че в спокойни периоди лихвените нива по необезпечени еднодневни депозити се колебаят около основния лихвен процент на паричната политика, като за страните с фиксиран валутен курс, към групата на които принадлежи и България, подобна роля най-често играе основният лихвен процент на ЕЦБ. В кризисни периоди тази връзка се нарушава, а лихвените проценти и другите свързани с тях показатели, проявяват значително по-голямо колебание.

Под влияние на антицикличната политика на БНБ след 2008 г. в българската банкова система се формира капитал над регулаторния минимум, който спрямо 12% капиталова адекватност достига над 3 млрд. лева. Така, въпреки международната финансова криза, българската банкова система се отличава с добри характеристики от гледна точка на капиталовата обезпеченост. Като основни рискове за дейността на банковия сектор се очертават нарастването на дела на лошите кредити и рискът от свиване на печалбите, но на този етап кредитните институции, които са част от транснационални банкови групи, могат и продължават, макар и в по-малка степен, да разчитат на финансиране от майките банки.

Системният характер на глобалната финансова и икономическа криза показва, че няма изолирани пазари и следователно в решаването на проблемите трябва да се подхожда глобално и координирано, ако искаме в бъдеще да се намали продължителността, дълбочината и икономическата цена на финансовите кризи.

THE IMPACT OF INTERNATIONAL FINANCIAL AND ECONOMIC CRISIS ON THE BULGARIAN BANKING SECTOR

Abstract

This study is dedicated to the impact of the global financial and economic crisis on the Bulgarian banking market, since it has the largest share in the financial system and historically is established as the primary source of funding in the economy. The banks behaviour is studied on the inter-bank market and as well as in the process of financial intermediation. The global nature of the crisis and the view that our economy is similar to the new EU Member States of CEE, justify a comparative study of markets in eight of these countries and their relationship with the market in the euro area. Analysis shows that, in tranquil periods, interest rates on unsecured overnight deposits fluctuate around the main monetary policy rate and for the countries with a fixed exchange rate, including Bulgaria, the main policy rate of the ECB serves as an anchor. In crisis periods this connection is violated, and the interest rates and associated indicators show a significantly larger volatility.

Due to the countercyclical policy of BNB since 2008 the Bulgarian banking system builds capital over its regulatory minimum, which reaches 3 bln. BGN as compared to the 12% capital adequacy recommendation level. Thus notwithstanding the impact of the global financial crisis, the Bulgarian banking system preserves its high capital buffers. The main risks of the banking sector activity are the rising share of non-performing loans and shrinking profits, but at this stage the credit institutions as part of the cross-border banking groups can and continue, though to a lower extent, to rely on parent banks' financing.

The systemic nature of the global financial and economic crisis reveals the fact that isolated markets don't exist and therefore the problems should be resolved in a global and coordinated manner if we want to limit the duration, the depth and the economic costs of the future financial crises.