



# Влияние на паричната политика на ЕЦБ върху лихвените проценти по фирмените кредити в България

Валя Василева\*

## Въведение

Влиянието, което измененията в лихвените проценти по инструментите на централната банка или лихвените равнища на междубанковия пазар оказват върху цените на банковите продукти, традиционно е обект на засилен научен и приложен интерес. В условията на паричен съвет централната банка на България няма възможност да осъществява класическа парична политика. Понастоящем Българската народна банка (БНБ) разполага със силно ограничени възможности за провеждане на парична политика.

Действието на паричния съвет и фиксирания валутен курс спрямо еврото в България са предпоставка лихвените проценти в еврозоната (ЕЗ) да оказват съществено отражение върху лихвените проценти, в т.ч. и тези по банковите кредити в страната. Паричната политика на Европейската централна банка (ЕЦБ) оказва влияние върху паричните условия и банковата система в България, макар и косвено. В отговор на глобалните кризисни процеси ЕЦБ предприема широк набор от мерки по паричната си политика, които оказват влияние върху българската финансова система.

Кредитите за нефинансови предприятия (фирмените кредити) имат преобладаващ дял в кредитния портфейл на търговските банки у нас и са важен източник на финансови средства, използвани от фирмите за инвестиции. Лихвените проценти по кредитите и по

депозитите на нефинансови предприятия оказват въздействие на решенията им за инвестиции и спестявания. През изследвания период нивото на лихвените проценти по фирмените кредити в България се променя съществено.

Всички тези факти предизвикват научен и приложен интерес към темата за влиянието на паричната политика на ЕЦБ върху лихвените проценти по фирмените кредити в България, като мотивират по-дълбокото вникване по отношение на реакцията на лихвените проценти по кредитите за предприятия спрямо промените в монетарните условия в ЕЗ.

**Обект** на настоящото изследване са лихвените проценти по фирмените кредити, отпуснати от банките в България, през периода 2007 – средата на 2019 г.

**Предмет** на изследването е реакцията на лихвените проценти по фирмените кредити у нас спрямо промените в паричната политика на ЕЦБ.

**Основната цел** на изследването е да се проследи как промените в паричната политика на ЕЦБ се пренасят върху лихвените проценти по фирмените кредити в България.

Постигането на избраната цел е свързана с решаването на следните конкретни **изследователски задачи**:

- Да се направи преглед на стандартните и нестандартните мерки на ЕЦБ по паричната й политика в отговор на световните кризисни процеси и през периода на икономическо възстановяване.
- Да се очертаят главните тенденции в динамиката на лихвените проценти по банковите кредити за нефинансови предприятия в България.
- Да се анализира въздействието на мерките по паричната политика на ЕЦБ върху динамиката на лихвените проценти по фирмените кредити у нас.

## 1. Парична политика на ЕЦБ

Преди настъпването на последната глобалната финансова и икономическа криза от 2007 – 2009 г. ЕЦБ провежда традиционна парична политика, разчитаща на операциите на открития пазар, постоянните инструменти (пределното кредитно улеснение и депозитното

\* д-р Валя Василева  
Университет за национално и световно стопанство



улеснение) и минималните резерви. В отговор на кризата ЕЦБ променя коренно паричната си политика. Банката предприема редица стандартни и нестандартни мерки в областта на паричната политика, за да неутрализира негативните ефекти от глобалната криза.

През 2007 г. поради оценката, че средносрочните рискове за ценовата стабилност са възходящи ЕЦБ двукратно повишава основните си лихвени проценти – лихвеният процент при основните операции по рефинансиране, лихвеният процент по пределното кредитно улеснение и лихвеният процент по депозитното улеснение. Банката влияе върху краткосрочните лихвени проценти на паричния пазар като използва рефинансиращи операции и ликвидни улеснения (кредитно улеснение и депозитно улеснение), което рефлектира върху нивата на пазарните лихвени проценти и след поредица от ефекти върху ценовото ниво (Трифонова, 2006).

ЕЦБ повишава основните си лихвени проценти с по 25 базисни точки (б.т.) през март и юни 2007 г., при което лихвеният процент по основните операции по рефинансиране е повишен до 4.00%.

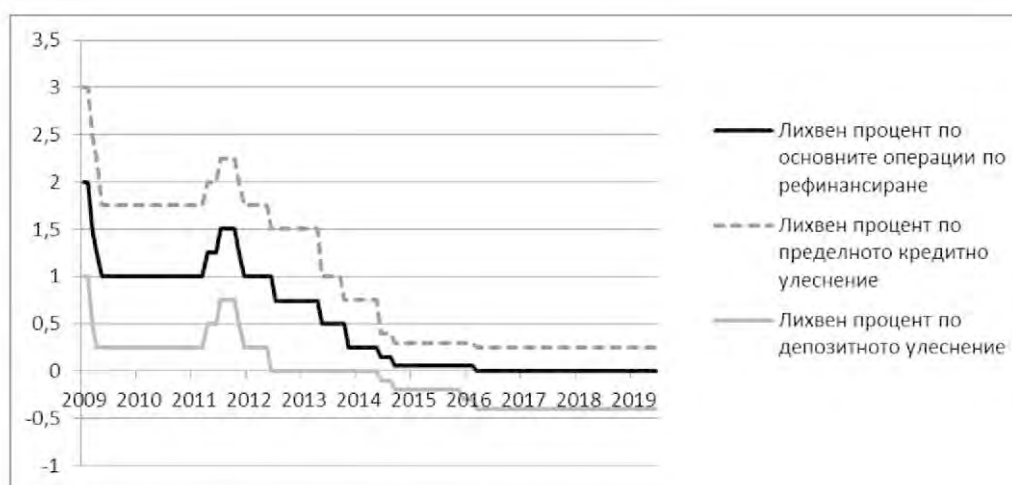
Поради нарастването на инфлацията в ЕЗ ЕЦБ повишава основните си лихвени проценти с по 25 б.т. през юли 2008 г. По този начин лихвеният процент по основните операции по рефинансиране достига равнище от 4.25%, лихвеният процент по депозитното улеснение вече е 3.25%, а лихвеният процент по пределното

кредитно улеснение възлиза на 5.25%.

В условията на засилване на финансовите трусове, намаляване на инфлацията и бързо забавяне на икономическа активност от последното тримесечие на 2008 г. ЕЦБ започва бързо да смекчава паричната си политика. Банката на три стъпки понижава значително лихвения процент по основните операции по рефинансиране през октомври и ноември 2008 г. с общо 100 б.т. и през декември 2008 г. с още 75 б.т. до 2.50%, като лихвените проценти по депозитното улеснение и по пределното кредитно улеснение са установени съответно на нива от 2.00% и 3.00%.

През първата половина на 2009 г. централната банка на ЕЗ на няколко стъпки понижава основните си лихвени проценти. При продължаващо намаление на инфлацията и икономически спад в ЕЗ от януари до май 2009 г. Управителният съвет (УС) на ЕЦБ осъществява на четири стъпки кумулативна редукция на лихвения процент по основните операции по рефинансиране с общо 150 б.т. През май 2009 г. основните лихвени проценти на ЕЦБ са определени както следва: 1.00% по основните операции по рефинансиране, 0.25% по депозитното улеснение и 1.75% по пределното кредитно улеснение (Графика 1). Така установените ниски равнища на основните лихвени проценти на ЕЦБ остават непроменени до началото на второто тримесечие на 2011 г. предвид ниската инфлация и слабия икономически растеж.

**Графика 1.** Основни лихвени проценти на ЕЦБ през периода януари 2009 – юни 2019 г. (%)



Източник: ЕЦБ.



Целейки подобряването на ликвидността на банките и стабилизиране на лихвените проценти на междубанковия пазар в ЕЗ, от последното тримесечие на 2008 г. ЕЦБ започва поредица от извънредни мерки. Банката започва да осигурява неограничено рефинансиране посредством тържни процедури с фиксиран лихвен процент и пълно разпределение, а също така временно разширява списъка на приеманите от нея обезпечения по операциите по рефинансиране.

През 2009 г. ЕЦБ разширява мерките за осигуряване на засилена кредитна подкрепа, започнати през предходната година в отговор на глобалната финансова криза, с цел да подобри трансмисията на паричната политика. Тези нестандартни мерки са предназначени да подобрят условията за финансиране и потока от кредити към икономиката в ЕЗ, имат временен характер и включват (ЕЦБ, 2010): предоставяне на неограничена ликвидност на банките от ЕЗ срещу допустимо обезпечение по фиксиран процент за всички операции по рефинансиране; удължаване на максималния матуритет на операциите по дългосрочно рефинансиране (до 1 година); разширяване на кръга от активи, приемани като обезпечение; предоставяне на ликвидност в чуждестранна валута; иницирането на програма за изкупуване на обезпечени европейски облигации. Предприетите стандартни и нестандартни (неконвенционални) мерки в областта на паричната политика водят до значително намаляване на лихвените проценти на междубанковия пазар в ЕЗ.

В началото на 2010 г. ЕЦБ преустановява част от нестандартните мерки в областта на паричната си политика. Банката преустановява провеждането на шестмесечни и едногодишни операции по рефинансиране, допълнителните тримесечни операции по дългосрочно рефинансиране, временните валутни операции за предоставяне на ликвидност и възвръща практиката на търговете с променлив процент за редовните си тримесечни операции по дългосрочно финансиране. Също така в средата на 2010 г. приключва Програмата за изкупуване на обезпечени облигации (Covered Bond Purchase Programme, CBPP), стартирала през 2009 г. за период от една година.

През май 2010 г. УС на ЕЦБ взема решения:

за въвеждането на Програма за пазарите на ценни книжа (Securities Market Programme, SMP) – програма за покупки на ценни книжа на частния и публичния сектор в еврозоната); 3-месечните операции по рефинансиране да се провеждат като тържни процедури с фиксиран лихвен процент и пълно разпределение; за провеждане на извънредна допълнителна 6-месечна операция по рефинансиране и др.

Поради засилването на инфлационния натиск в ЕЗ през април и юли 2011 г. ЕЦБ повишава на два пъти с по 25 б.т. основните си лихвени проценти.

През втората половина на 2011 г. дълговата криза в ЕЗ се разраства. В условията на засилено напрежение на финансовите пазари през ноември и декември 2011 г. УС намалява на две стъпки с общо 50 б.т. основните лихвени проценти на ЕЦБ и в края на годината те са на равнище от 1.00% при основните операции по рефинансиране, 0.25% по депозитното и 1.75% по пределното кредитно улеснение.

За да се улесни предаването на импулсите на нерестриktivната парична политика към икономиката, ЕЦБ въвежда редица неконвенционални мерки през периода август – декември 2011 г. Тези мерки включват: реактивиране на SMP (програма, въведена през май 2010 г. и временно преустановена от април 2011 г.); въвеждане на втора програма за изкупуване на обезпечени облигации (CBPP2); мерки за предоставяне на ликвидност в чуждестранна валута; продължаване предоставянето на ликвидност на банките от Евросистемата посредством тържни процедури с фиксиран лихвен процент и пълно разпределение на заявките; провеждане на две 3-годишни операции по дългосрочно рефинансиране; разширяване на кръга от инструменти, приемани като обезпечение; намаляване на нормата на задължителните минимални резерви (ЗМР) на банките.

Осигуреният по-голям обем ликвидност в банковата система допринася за намаляване на лихвените проценти на паричния пазар в ЕЗ.

През 2012 г. дълговата криза в ЕЗ продължава. През юли 2012 г. ЕЦБ понижава лихвения процент по основните операции по рефинансиране с цел да намали нестабилността на финансовия пазар в ЕЗ. Промяната е с 25 б.т., като лихвения процент по основните операции



по рефинансиране е намален на 0.75%, а лихвените проценти по депозитното и по пределното кредитно улеснение са понижени съответно на 0.00% и 1.50%. Тези лихвени проценти остават на посочените нива до май 2013 г. Извършеното понижение на основните лихвени проценти води до допълнително понижение на лихвените проценти на паричния пазар в ЕЗ. Същевременно ЕЦБ продължава да изпълнява неконвенционалните мерки по паричната си политика. През 2012 г. влиза в действие нова програма за провеждане на преки парични операции на вторичния пазар на държавни ценни книжа, а SMP приключва.

От лятото на 2012 г. напрежението на финансовите пазари в ЕЗ започва да намалява и продължава да отслабва през 2013 г. От средата на 2012 г. започва тенденция на устойчиво намаление на инфлацията в ЕЗ. В условията на намаляващ инфлационен натиск и слаба икономическа активност УС на ЕЦБ през 2013 г. на два пъти намалява основните лихвени проценти. През май 2013 г. лихвеният процент по основните операции по рефинансиране е понижен с 25 б.т., а лихвеният процент по пределното кредитно улеснение с 50 б.т. През ноември 2013 г. лихвените проценти по основните операции и по пределното кредитно улеснение са понижени с по още 25 б.т., съответно до 0.25% и 0.75%. Лихвеният процент по депозитното улеснение остава без промяна на ниво от 0.00%. Същевременно се продължава с политиката на неограничено разпределение на ликвидност по всички операции по рефинансиране (основни, едномесечни и дългосрочни операции).

След юни 2014 г. ЕЦБ предприема редица допълнителни стандартни и нестандартни мерки по паричната си политика за засилване на степента на нерестриktivност на тази политика и за подкрепа на кредитирането за реалната икономика. През юни 2014 г. лихвеният процент по основните операции по рефинансиране е понижен до 0.15% (с -10 б.т.), този по кредитното улеснение е намален до 0.40% (с -35 б.т.), а по депозитното улеснение за първи път в историята е въведен отрицателен лихвен процент, възлизащ на -0.10% (намаление с 10 б. т.). През септември 2014 г. ЕЦБ понижава лихвените проценти по основните си операции по рефинансиране, по пределното кредитно

улеснение и по депозитното улеснение с по 10 б.т. съответно до 0.05%, 0.30% и -0.20%. Следва да се отбележи, че основните лихвени проценти на ЕЦБ са понижени до ефективната долна граница (ЕЦБ, 2015). Понижаването на основните лихвени проценти се отразява на краткосрочните лихвени проценти на междубанковия пазар в ЕЗ в посока намаление.

Когато краткосрочните номинални лихвени проценти (стандарните инструменти на паричната политика) достигнат ефективната долна граница, не е възможно централната банка да предоставя по-нататъшни стимули за икономиката чрез понижаване на лихвения процент и в този случай един възможен начин за осигуряване на парични стимули за икономиката е чрез количествени улеснения като например програми за покупка на активи от страна на централната банка (Трифонова, Трифонова, 2016).

През юни 2014 г. са предприети допълнителни мерки за предоставяне на ликвидност на банките в ЕЗ с цел стимулиране на кредитирането – стартира провеждането на целеви операции по дългосрочно рефинансиране (Targeted Longer-term Refinancing Operations, TLTRO). Операциите са със срок до 4 години и банките имат възможност да заемат средства по тази програма на всеки три месеца от септември 2014 г. до юни 2016 г. През септември 2014 г. ЕЦБ допълнително обявява нова (трета поред) програма за закупуване на обезпечени облигации, емитирани от банки в ЕЗ (CBPP3) и програма за закупуване на ценни книжа, обезпечени с активи (Asset-Backed Securities Purchase Programme, ABSPP).

През 2015 г. тенденцията на понижаване на инфлацията в ЕЗ се запазва. За да се гарантира връщане на инфлацията към целевото равнище под, но близо до 2% в средносрочен план, през 2015 г. ЕЦБ предприема допълнителни мерки по паричната си политика. През януари 2015 г. се обявява разширена програма за закупуване на активи (Expanded Asset Purchase Programme, APP) - покупките на активи се разширяват, за да включват облигации, емитирани от държави и агенции в ЕЗ, и от европейски институции. През декември 2015 г. лихвеният процент по депозитното улеснение е намален до -0.30% (-10 б.т.), а другите два основни лихвени процента остават без промяна. По отношение на



неконвенционални мерки на паричната политика през последния месец на 2015 г. УС на ЕЦБ (2016) решава: да се удължи срокът за изпълнение на APP до края на март 2017 г.; да се реинвестират погашенията по главници на закупени по APP ценни книжа с настъпил падеж толкова дълго, колкото е необходимо; да се включат в списъка с активи, допустими за редовно закупуване от съответните национални централни банки, деноминирани в евро търгуеми дългови инструменти, емитирани от регионални и местни правителства от ЕЗ; да се продължи политиката по неограничено разпределение на ликвидност чрез операциите по рефинансиране поне до края на 2017 г. Значителното нарастване на ликвидността на банковата система вследствие на операциите и програмите на ЕЦБ (БНБ, 2016а) оказва влияние върху лихвените проценти на междубанковия пазар в ЕЗ в посока намаление.

За да подпомогне икономическото възстановяване и да противодейства на повишените рискове за постигане на целта за ценова стабилност, ЕЦБ въвежда нов набор от мерки през 2016 г. През март същата година са понижени лихвените проценти по основните операции по рефинансиране до рекордно най-ниското ниво от 0.00% (-5 б.т.), по депозитното улеснение до -0.40% (-5 б.т.) и по пределното кредитно улеснение до рекордно най-ниското ниво от 0.25% (-10 б.т.). Освен понижаването на основните лихвени проценти през март 2016 г. ЕЦБ (2017) предприема и следните допълнителни нестандартни мерки: месечният обем на изкупуваните активи по разширената програма за закупуване на активи (APP) е увеличен (от 60 на 80 млрд. евро, в сила от април 2016 г.); към програмата APP е добавена нова програма за закупуване на активи от корпоративния сектор (Corporate Sector Purchase Programme, CSPP) за покупка на деноминирани в евро облигации с инвестиционен рейтинг, емитирани от небанкови предприятия, базирани в ЕЗ; стартиране от юни 2016 г. на втора програма за целеви ОДР (TLTRO II), като всяка от четирите операции е с четиригодишен матуритет. През декември 2016 г. ЕЦБ (2017) взема следните решения: да удължи срока на изпълнение на програмата APP с девет месеца, като месечният обем е намален (от 80 на 60 млрд. евро от април до декември 2017 г.); да коригира

обхвата на APP, като от началото на 2017 г. се намалява от две на една година минималният остатъчен срок до падеж на допустимите ценни книжа, а също така и разрешава извършване на покупки на ценни книжа, чиято доходност до падежа е под равнището на лихвения процент по депозитното улеснение на ЕЦБ.

Вследствие на провежданите операции и програми излишъкът от ликвидност в банковата система на ЕЗ се увеличава.

През 2017 г. и 2018 г. лихвените проценти на ЕЦБ по основните операции по рефинансиране, по пределното кредитно улеснение и по депозитното улеснение са оставени без промяна на нива съответно от 0.00%, 0.25% и -0.40%.

През 2017 г. ръководството на ЕЦБ (2018): удължава срока на изпълнение на APP, като от януари до края на септември 2018 г. покупките по програмата се намаляват наполовина (до 30 млрд. евро месечно) и се оставя възможност за увеличаване на размера и/или продължителността на програмата в зависимост от отклонението на инфлацията от целевото ѝ равнище; решава провеждането на тръжните процедури с фиксиран процент и пълно разпределение да бъде удължено поне до края на последния период на поддържане на резервите на банките за 2019 г.

През 2017 г., както и през 2018 г. и 2019 г. УС на ЕЦБ потвърждава, че Евросистемата ще продължи да реинвестира погашенията по главници на ценни книжа с настъпил падеж, закупени по APP, за продължителен период от време след края на нетните покупки и докато това е необходимо.

През 2018 г. УС на ЕЦБ решава да удължи срока на изпълнение на APP до края на 2018 г. при по-нисък месечен обем на покупките от 15 млрд. евро (БНБ, 2018b), както и да преустанови нетните покупки по тази програма в края на декември същата година.

Решения, взети от ръководството на ЕЦБ през първата половина на 2019 г., са: за започването през септември 2019 г. на нова серия тримесечни целеви операции по дългосрочно рефинансиране (TLTRO III), които ще приключат през март 2021 г. и всяка ще е с двегодишен матуритет; кредитните операции на Евросистемата да продължат да се провеждат като търгове с фиксиран лихвен процент и пълно



разпределение, докато е необходимо.

През септември 2019 г. УС на ЕЦБ взема решение да понижи лихвения процент по депозитното улеснение с 10 б.т. до рекордно най-ниското ниво от -0.50%, а лихвеният процент по основните операции по рефинансиране и лихвеният процент по пределното кредитно улеснение остават непроменени на сегашното си ниво, съответно 0.00% и 0.25%. Очакванията на УС са „основните лихвени проценти на ЕЦБ да останат на своите сегашни или на по-ниски нива, докогато бъде констатирано, че прогнозите за инфлацията се приближават устойчиво до равнище, което е достатъчно близо, но под 2% за прогнозния период, и приближаването до целта последователно се отразява върху динамиката на базисната инфлация“ (ЕЦБ, 2019, с. 5).

Може да се заключи, че предприетите през последните години от ЕЦБ мерки по паричната политика водят до значително намаляване на лихвените проценти на междубанковия пазар в ЕЗ.

## **2. Въздействие на паричната политика на ЕЦБ върху лихвената динамика при кредитите за предприятия у нас**

Отсъствието на класическа парична политика при действието на паричния съвет и фиксирания валутен курс спрямо еврото в България извежда на преден план въпроса за влиянието на паричната политика на ЕЦБ върху лихвените проценти у нас.

Паричната политика на ЕЦБ оказва косвено влияние върху паричните условия в България и националната банкова система. БНБ (2014) отбелязва, че трансмисионният механизъм, чрез който решенията относно паричната политика на ЕЦБ оказват влияние върху българската банкова система, минава по следните основни канали: по линия на привлечените ресурси от паричния пазар у нас и привлечените ресурси от банките майки на българските субсидиари и клонове на чуждестранни банки; по линия на активите на банките и в частност засяга лихвените проценти по кредитите, свръхрезервите и чуждестранните активи на банките.

Трифенова и др. (2017) посочват, че паричната политика на ЕЦБ се проявява в България посредством следните канали: лихвен

канал; паричен съвет; каналът на банковите кредити; облигационен пазар.

Измененията в основните лихвени проценти на ЕЦБ се отразяват пряко върху лихвените проценти на паричния пазар в ЕЗ. Промените в паричната политика на ЕЦБ се отразяват на котировките на паричния пазар у нас. Динамиката на лихвените проценти на междубанковия пазар в ЕЗ и в страната оказва пряко въздействие върху лихвеното равнище по банковите кредити за нефинансови предприятия в България и косвено такова (чрез цената на банковия ресурс).

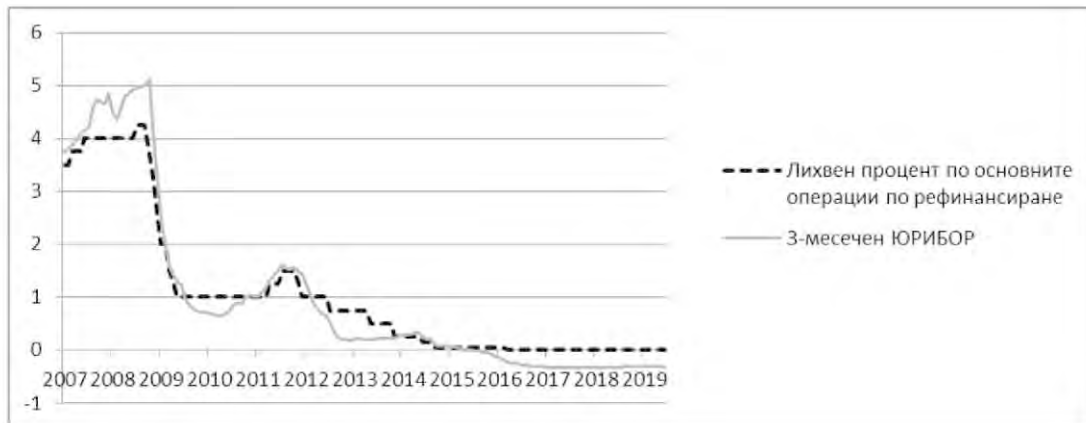
Михайлов (2014, с. 22) отбелязва, че поначало „индексите на паричния пазар със сročност три месеца се разглеждат като индикатор за краткосрочните лихвени равнища, които отразяват както ефектите на паричната политика, така и действието на специфични фактори на междубанковия пазар“. В същото изследване на автора тримесечният ЮРИБОР е в качеството на конкретен индикатор за лихвеното равнище по междубанковите депозити в ЕЗ.

Nenova et al. (2019) в свои емпиричен анализ също използват тримесечния ЮРИБОР като референтен лихвен процент за отговора на европейския паричен пазар на промяната на паричната политика на ЕЦБ. В изследване на Lenza, Pill и Reichlin (2010, цитирано в Nenova et al., 2019, р. 27) се изтъква, че независимо от това, че процентът на паричния пазар не се определя от ЕЦБ, той отговаря на промените в паричната политика на ЕЦБ както в стандартните, така и в нестандартните мерки.

Във връзка с това динамиката на лихвения процент по основните операции на ЕЦБ по рефинансиране и на тримесечния ЮРИБОР е представена на графика 2.



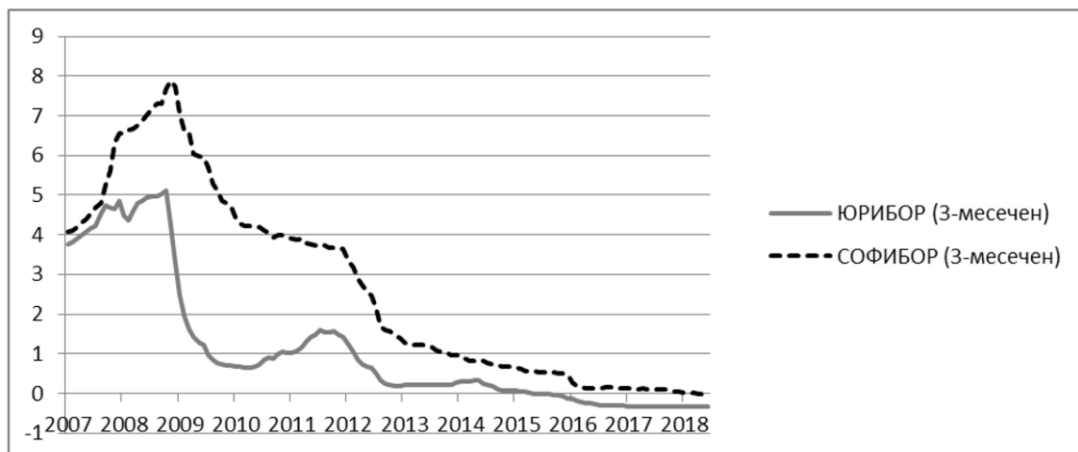
**Графика 2.** Лихвен процент по основните операции на ЕЦБ по рефинансиране и 3-месечен ЮРИБОР през периода януари 2007 – юни 2019 г. (%)



Източник: ЕЦБ.

Лихвените проценти по преобладаващата част от кредитите за предприятия в страната се определят като сума от нивото на пазарен индекс, който най-често е ЮРИБОР, и надбавка (Михайлов, 2010). ЮРИБОР (Euro InterBank Offered Rate, EURIBOR), чийто стойности се базират на лихвените проценти, при които група европейски банки заемат средства в евро помежду си, е основен индекс на паричния пазар<sup>1</sup>. Друг индекс, който до средата на 2018 г. се използва от банките у нас при формиране на лихвените проценти по фирмените кредити е СОФИБОР (Sofia Interbank Offered Rate, SOFIBOR), представляващ фиксинг на котировките на необезпечени депозити в левове, предлагани на българския междубанков пазар. Индексът СОФИБОР като цяло следва тренда на съответния ЮРИБОР с допълнителна рискова добавка (Българска банка за развитие, 2016). Това може да се види от графика 3.

**Графика 3.** СОФИБОР и ЮРИБОР през периода януари 2007 – юни 2018 г. (тримесечен хоризонт, %)



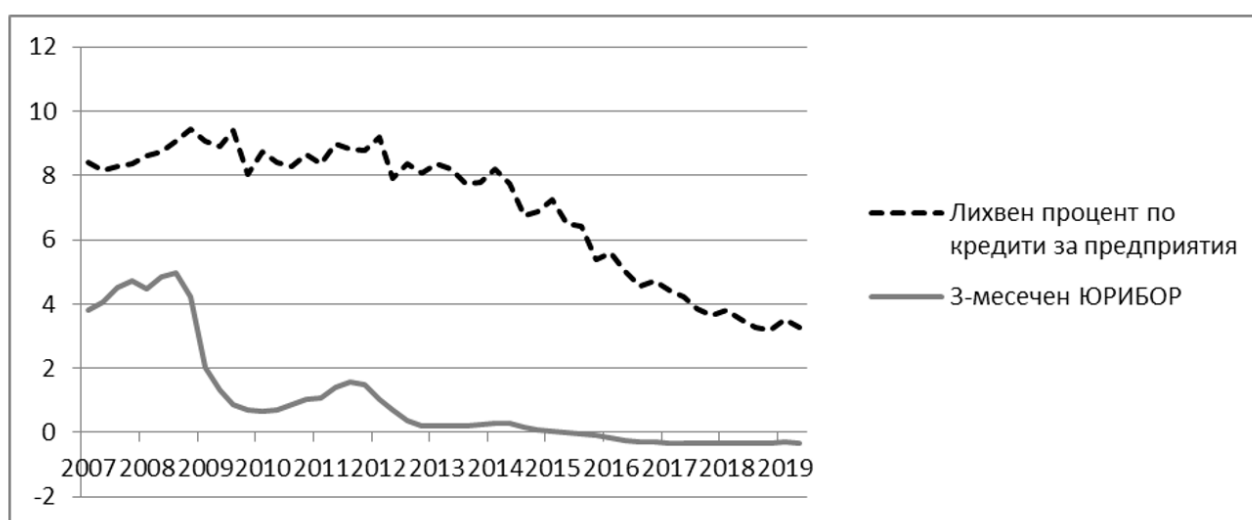
Източник: БНБ; ЕЦБ.

<sup>1</sup> Във връзка с привеждането на референтния лихвен процент в съответствие с Регламента на ЕС за бенчмарковете, Европейският институт за паричните пазари разяснява дефиницията на ЮРИБОР като процент, при който банките в Европейския съюз и Европейската асоциация за свободна търговия могат да получат средства в евро на необезпечения паричен пазар на едро (ЕММІ, 2019).

Лихвеното ниво на междубанковия пазар в ЕЗ може да оказва влияние върху лихвените проценти по фирмените кредити и когато те се формират като се използва цената на привлечените ресурси. Основната част от българския банков сектор се състои от дъщерни банки от Европейския съюз (ЕС) и клонове на банки от ЕС. По-конкретно, дъщерните банки от ЕЗ формират около 60% от общите активи на банковата система у нас през 2017 г. (Nenova et al., 2019). Част от общите привлечени средства от банките в страната е в пряка зависимост от лихвените проценти на паричния пазар в ЕЗ и паричния пазар в България. Тази част обаче е малка и поради тази причина влиянието на паричната политика на ЕЦБ, свързано с промяната на основните лихвени проценти, върху цената на привлечения от банките в България ресурс е ограничено (БНБ, 2014).

Графика 4 представя динамиката на лихвените проценти по кредитите за нефинансови предприятия в България и тримесечния ЮРИБОР. Целта е визуално да се провери доколко лихвените проценти по фирмените кредити в България се движат заедно с междубанковия лихвен процент по депозити в евро. Графиката показва, че през по-голямата част от анализирания период е налице съществена реакция на лихвените проценти по кредитите за предприятия спрямо динамиката на ЮРИБОР.

**Графика 4.** Лихвен процент по новодоговорени кредити за нефинансови предприятия в страната и 3-месечен ЮРИБОР през периода първо тримесечие на 2007 – второ тримесечие на 2019 г. (%)



Забележки: Лихвените проценти са претеглени по матуритети и валути със съответните обеми новодоговорени кредити за тримесечието.

От ноември 2014 г. Корпоративна търговска банка се изключва от лихвената статистика на БНБ поради отнемането на лиценза на тази банка.

Източник: БНБ; ЕЦБ; собствени изчисления.



През 2007 г. лихвените проценти по фирмените кредити в страната не отбелязват съществени изменения (Графика 4). През 2007 г. ЕЦБ двукратно (през март и юни) повишава основните си лихвени проценти, като пазарните лихвени проценти реагират на тези промени. Увеличаването на лихвените нива на паричния пазар в ЕЗ и у нас оказва натиск за повишение на лихвените проценти по фирмените кредити, но това влияние се ограничава от засилената конкуренция на банките в този сегмент на кредитния пазар.

От втората половина на 2007 г. лихвените проценти по новодоговорените кредити за нефинансови предприятия започват постепенно да нарастват в съответствие с повишаването на лихвените нива на паричния пазар и увеличението от септември същата година на ЗМР, които търговските банки поддържат при БНБ.

През 2008 г. лихвените проценти по кредитите за предприятия продължават да нарастват. Допълнителното повишаване на лихвените проценти на ЕЦБ през юли 2008 г., както и увеличението на цената на ресурсите на междубанковия паричен пазар и на лихвените проценти по привлечените от банките депозити в страната се прехвърлят върху лихвения процент по фирмените кредити у нас. През третото тримесечие на 2008 г. лихвеният процент по нови фирмени кредити вече е 9.08% (при 8.30% същото тримесечие на 2007 г.).<sup>2</sup>

През последното тримесечие на 2008 г. и през първата половина на 2009 г. ЕЦБ предприема серия от понижения на лихвения процент по основните операции по рефинансиране (общо намаление с 325 б.т. за периода октомври 2008 г. – май 2009 г.). Това създава условия за намаление на лихвените нива по фирмените кредити у нас.

Въпреки намаляването на лихвения процент на ЕЦБ по основните операции по рефинансиране с общо 175 б.т. през последното тримесечие на 2008 г. лихвеният процент по новодоговорени кредити за предприятия нараства до 9.43% (повишение със 127 б.т. спрямо второто тримесечие на 2007 г.).

Продължаващото нарастване на лихвените проценти по банковите кредити у нас се дължи на съществуващата в този период непълна реакция на пазарните лихвени проценти в ЕЗ към промените в паричната политика на ЕЦБ в условията на недоверие на паричните пазари, а също и на нарастването на цената на привлечените ресурси и калкулирането на по-висока рискова премия от страна на банките (БНБ, 2009). Глобалната криза води до влошаване на макроикономическата среда, а в такава среда изискваната от банките премия за кредитен риск в лихвените проценти по кредитите се повишава. Поради драстичното влошаване на качеството на кредитите след началото на кризата банките в България започват да отделят много повече внимание на управлението на кредитния риск.

Предприетите стандартни и нестандартни мерки в областта на паричната политика водят до значително намаляване на лихвените проценти на междубанковия пазар в ЕЗ.

Значителното намаляване на основните лихвени проценти на ЕЦБ и мерките за засилена кредитна подкрепа на банките водят до значително намаляване на лихвените проценти на междубанковия пазар в ЕЗ през 2009 г. Например тримесечният ЮРИБОР в края на 2009 г. достига 0.71% (ЕСВ, 2019), като се понижава в сравнение с октомври 2008 г. с 440 б.т.

Понижаването на цената на ресурсите на междубанковия пазар в ЕЗ и у нас през 2009 г. води до известно намаление на лихвените проценти по фирмените кредити в страната. През първата половина на 2009 г. лихвените проценти по тези кредити регистрират понижение и през второто тримесечие на годината лихвеният процент по нови кредити за предприятия у нас намалява до 8.9%. През следващото тримесечие на 2009 г. обаче лихвеният процент по фирмените кредити нараства до 9.41% въпреки понижението на лихвените нива на паричните пазари.

Тук следва да се отчете, че лихвената динамика на кредитите за предприятия отразява и значително нарасналият риск, характеризиращ кредитополучателите. Несигурната макроикономическа среда е фактор за увеличаване на изискваната от банките рискова премия в лихвените проценти по фирмените

<sup>2</sup> Анализираният в настоящата статия стойности на лихвения процент по нови фирмени кредити у нас са изчислени от автора въз основа на данни, осигурени от лихвената статистика на БНБ (2019а).



кредити, което действа неутрализиращо на ефекта от намалението на лихвените равнища на паричния пазар върху лихвените проценти по кредитите в този период.

В периода първо тримесечие на 2010 – първо тримесечие на 2011 г. лихвеният процент по кредитите за нефинансови предприятия се движи в диапазона 8.27-8.73%. Повишаването на лихвения процент по основните операции по рефинансиране на ЕЦБ през април и юли 2011 г. създава условия за нарастването на лихвените проценти по кредитите за нефинансови предприятия в България.

През първото тримесечие на 2012 г. лихвеният процент по новодоговорени кредити за предприятия нараства до 9.18% при 8.38% година по-рано. Тук трябва да се отбележи, че лихвените проценти по фирмените кредити вероятно продължават да отразяват все още значителния кредитен риск в икономиката.

В периода второ тримесечие на 2012 – четвърто тримесечие на 2018 г. дългосрочната динамика на лихвените проценти, прилагани от банките по кредитите за нефинансови предприятия у нас, показва тенденция на понижаване. В края на този период, т.е. последното тримесечие на 2018 г., лихвеният процент по нови фирмени кредити достига 3.20%, което е най-ниската регистрирана стойност през целия анализиран период. Основен фактор за тази низходяща тенденция е паричната политиката на ЕЦБ. В този период ЕЦБ многократно намалява основните си лихвени проценти и предоставя значителна ликвидност на банките в ЕЗ чрез нестандартни мерки. Тази политика на ЕЦБ води до спад на лихвените проценти на междубанковия пазар в ЕЗ. През анализирания период ЮРИБОР се понижават значително, достигайки исторически най-ниски нива. През 2015 г. ЮРИБОР лихвите по депозитите на междубанковия пазар в матурирещите сегменти до 6 месеца се понижават до отрицателни величини за първи път в историята си, а от 2016 г. лихвените проценти във всички матурирещи сектори са отрицателни.<sup>3</sup>

По данни на ЕЦБ (ЕСВ, 2019) тримесечният ЮРИБОР възлиза на -0.33% през

юни 2019 г. при -0.31% към януари 2019 г. и 5.11% през октомври 2008 г.

Политиката на ЕЦБ на поддържане на ниски лихвени проценти и предоставяне на ликвидност на банките в ЕЗ чрез нестандартни мерки е основен фактор, обуславящ динамиката на лихвените проценти на междубанковия пазар у нас. Индексът СОФИБОР също достига рекордно ниски нива през анализирания период. Друг основен фактор за това, наред с политиката на ЕЦБ, е високата ликвидност на българската банкова система от 2009 г. насам. Тримесечният СОФИБОР, използван като индикатор за динамиката на краткосрочните лихвени проценти, започва низходящата си динамика в края на 2008 г. и по данни на БНБ (2018а) през юни 2018 г. достига -0.05% при 7.89% през ноември 2008 г.

Прегледът на БНБ (2015, с. 32-33) на лихвената политика на банките в страната, направен в началото на 2015 г., „показва, че обичайна практика е стойността на използвания пазарен индекс, най-често 3- или 6-месечен ЮРИБОР или СОФИБОР, да се прилага освен при кредитите за домакинства, също и при определянето на референтен лихвен процент за кредитите за нефинансови предприятия“. Регистрираното намаление на котировките на междубанковия пазар в ЕЗ и в страната се отразява в посока понижаване на лихвените проценти по нови фирмени кредити.

От началото на 2016 г. влиза в сила нова Наредба № 21 за задължителните минимални резерви, които банките поддържат при БНБ (обн., ДВ, бр. 94, 2015 г.), с която се въвежда отрицателен лихвен процент по свръхрезерви. БНБ налага прилагането на отрицателен лихвен процент за свръхрезервите на търговските банките у нас, в случай че лихвеният процент по депозитното улеснение на ЕЦБ е отрицателен. Въведените промени улесняват пренасянето на ефектите от паричната политика на ЕЦБ върху котировките на междубанковия паричен пазар в България (БНБ, 2016б). Тези изменения оказват съществено отражение върху лихвените проценти на българския междубанков паричен пазар в посока понижаване.

При разглеждането на въпроса относно лихвените проценти по кредитите следва да се отбележи и взетото решение от УС на БНБ, съгласно което от 1 юли 2018 г. БНБ спира да

<sup>3</sup> Банките, които използват „като референтен лихвен процент котировките на СОФИБОР и ЮРИБОР, в случай на отрицателна стойност обикновено приемат същата за нула“ (БНБ, 2016б, с. 67).



изчислява и публикува индексите СОФИБОР и СОФИБИД. Решението е във връзка с прилагането на изискванията на Регламент (ЕС) 2016/1011 на Европейския парламент и на Съвета относно индекси, използвани като бенчмаркове за целите на финансови инструменти и финансови договори или за измерване на резултатите от инвестиционни фондове (БНБ, 2016с).

Прекратяването на изчисляването на СОФИБОР налага банките, които използват този индекс, да го заменят с друг индекс или индикатор. От прегледа на БНБ (2018b, с. 33) на лихвената политика на банките след преустановяването на съществуването на СОФИБОР е видно, че „повечето банки са избрали като референтен лихвен процент по кредити в левове индикатори от лихвената статистика на БНБ за лихвените проценти по различни видове депозити“, няколко „банки са избрали ЮРИБОР за референтен лихвен процент, а други – основният лихвен процент“.

През първото тримесечие на 2019 г. се наблюдава слабо нарастване на лихвения процент по нови фирмени кредити. През второто тримесечие на 2019 г. той се понижава спрямо предходното тримесечие и е около нивата от последното тримесечие на 2018 г., възлизайки на 3.27% – с 616 б.т. по-нисък спрямо върховата си стойност.

По данни на БНБ (2019b; 2019с) през 2018 г. и първото тримесечие на 2019 г. спредът между лихвения процент по нови фирмени кредити у нас и този в ЕЗ се свива.

Вследствие на започналата от 2012 г. низходяща тенденция от второто тримесечие на 2014 г. насам лихвените проценти по кредитите за нефинансови предприятия у нас са трайно под нивата от предкризисната 2007 г. В посока към понижение влияят освен ниските лихвени проценти на междубанковия паричния пазар в ЕЗ и у нас, а също и силната конкуренция и високата ликвидност в банковата система, нарастването на обема на привлечения ресурс от резиденти и намаляването на цената му. Общото подобрене на макроикономическата среда в страната вероятно допринася през последната година и половина за свиване на рисковата премия по фирмените кредити, което също оказва влияние върху лихвената динамика при този вид кредити.

## Заклучение

Извършеният в настоящата статия анализ на влиянието на паричната политика на ЕЦБ върху лихвените проценти по фирмените кредити в България през периода 2007 – средата на 2019 г. позволява синтезирането на следните по-важни изводи:

- Преди последната глобална финансова и икономическа криза от 2007 – 2009 г. ЕЦБ провежда традиционна парична политика, а в отговор на кризата коренно променя паричната си политика. За да неутрализира негативните ефекти от глобалната криза, ЕЦБ предприема широк набор от стандартни и нестандартни мерки по паричната политика. От последното тримесечие на 2008 г. до първото тримесечие на 2016 г. ЕЦБ намалява многократно основните си лихвени проценти, които достигат исторически минимум. Също така се въвеждат целеви операции по дългосрочно рефинансиране и програми за закупуване на активи и други мерки. Предприетите серии от мерки в областта на паричната политика целят да се стимулира кредитирането и икономическото възстановяване в ЕЗ, за да се поддържа ценовата стабилност в средносрочен хоризонт.

- Понижаването и поддържането на основните лихвени проценти на ЕЦБ на нулево и дори отрицателно номинално равнище и мерките за засилена кредитна подкрепа на банките водят до значително намаляване на лихвените проценти на междубанковия пазар в ЕЗ. Отразявайки разхлабването на паричната политика на ЕЦБ, през анализирания период ЮРИБОР се понижава до исторически ниски нива, а този индекс е основен референтен лихвен процент при определяне на лихвените проценти по фирмените кредити в евро в България. До средата на 2018 г. индексът СОФИБОР се използва като референтен лихвен процент при формиране на лихвените проценти по фирмените кредити в левове, а той като цяло следва тренда на съответния ЮРИБОР с допълнителна рискова добавка и също достига рекордно ниски нива. Динамиката на лихвените проценти на междубанковия пазар в ЕЗ и в страната оказва както пряко влияние върху лихвеното равнище по кредити за нефинансови предприятия у нас, така и косвено такова чрез цената на банковия ресурс.



· Промените в паричната политика на ЕЦБ оказват значително влияние върху лихвените проценти по банковите кредити за нефинансови предприятия в България. От 2012 г. лихвените проценти, прилагани от банките по нови фирмени кредити у нас започват постепенно да се понижават. През второто тримесечие на 2019 г. лихвеният процент по тези кредити е около нивото през последното тримесечие на предходната 2018 г., когато той достига най-ниската си стойност за целия анализиран период. Основен фактор за тази низходяща тенденция е политиката на ЕЦБ да поддържа ниски лихвени проценти в ЕЗ и да предоставя ликвидност чрез нестандартни мерки. Може да се очаква лихвените проценти по нови фирмени кредити в страната до края на 2019 г. да се задържат близо до достиганите нива. Тази динамика ще се благоприятства от удължения от ЕЦБ период на задържане на основните лихвени проценти на текущите или на по-ниски нива, както и от притока на привлечени средства и силната конкуренция в българския банков сектор.

### Използвана литература

1. Bulgarska banka za razvitie (2016). Ikonomicheski i finansov nablyudatel, Vtoro trimesechie na godinata 2016 g. Iztegleno na 5 . 0 5 . 2 0 1 9 g . o t file:///C:/Users/User/Documents/11.10.2016-new-quartreview-september2016.pdf.
2. BNB (2009). Transmisiya na parichnata politika v evrozonata i v Bulgariya. V: Ikonomicheski pregled, br. 4/2008, str. 30-31.
3. BNB (2014). Vliyanie na merkite po parichnata politika na ECB prez 2014 g. vuru finansoviya pazar v evrozonata i vuru bulgarskata bankova sistema. V: Ikonomicheski pregled, br. 3/2014, str. 23-29.
4. BNB (2015). Ikonomicheski pregled, br. 1/2015.
5. BNB (2016a). Godishen doklad 2015.
6. BNB (2016b). Vliyanie na parichnata politika na ECB vuru lihvenite procenti v Bulgariya. V: Ikonomicheski pregled, br. 1/2016, str. 62-67.
7. BNB (2016c). Pressuobshtenie, 16 mart 2016 g. Iztegleno na 17.06.2019 g. ot <http://www.bnb.bg/PressOffice/POPressReleases/P>

### [OPRDate/PR\\_20170316\\_BG.](http://www.bnb.bg/PressOffice/POPressReleases/P)

8. BNB (2018a). Indeksi SOFIBID i SOFIBOR. Iztegleno na 02.12.2018 g. ot <http://www.bnb.bg/Statistics/StMonetaryInterestRate/StInterestRate/StIRInterestRate/index.htm>.
9. BNB (2018b). Ikonomicheski pregled, br. 3/2018.
10. BNB (2019a). Lihveni protshenti i obemi po nov biznes po krediti za sektori Nefinansovi predpriyatiya i Domakinstva po originalen maturitet. Iztegleno na 14.08.2019 g. ot <http://www.bnb.bg/Statistics/StMonetaryInterestRate/StInterestRate/StIRInterestRate/index.htm>
11. BNB (2019b). Ikonomicheski pregled, br. 4/2018.
12. BNB (2019c). Ikonomicheski pregled, br. 2/2019.
13. ECB (2010). Godishen doklad 2009. Frankfurt na Mayn.
14. ECB (2015). Godishen doklad 2014. Frankfurt na Mayn.
15. ECB (2016). Godishen doklad 2015. Frankfurt na Mayn.
16. ECB (2017). Godishen doklad 2016. Frankfurt na Mayn.
17. ECB (2018). Godishen doklad 2017. Frankfurt na Mayn.
18. ECB (2019) Ikonomicheski byuletin, Obzor, Broy 6/2019. Iztegleno na 17.10.2019 g. ot [http://www.bnb.bg/bnbweb/groups/public/documents/ecb\\_publication/publications\\_ecb\\_mb\\_201906\\_bg.pdf](http://www.bnb.bg/bnbweb/groups/public/documents/ecb_publication/publications_ecb_mb_201906_bg.pdf).
19. Mihaylov, M. (2010). Modelirane na lihvenite protshenti po kreditite za predpriyatiya v Bulgariya. Diskusionni material, DP/80/2010. BNB.
20. Mihaylov, M. (2014). Lihvenite protshenti po kreditite v Bulgariya: rolyata na monetarnite usloviya v evrozonata i vliyanieto na ikonomicheskata aktivnost. Diskusionni material, DP/97/2014. BNB.
21. Naredba № 21 ot 26 noemvry 2015 g. za zadulzhitelните minimalni rezervi, koito bankite poddurzhat pri Bulgarskata narodna banka, obn., DV, br. 94 ot 4 dekemvri 2015 g., v sila ot 4 yanuari 2016 g.
22. Trifonova, S. (2006). Parichna teoriya, parichna politika, evropeyska parichna integratshiya. Sofiya: Universitetsko izdatelstvo "Stopanstvo".
23. Trifonova, S. & Trifonova, V. (2016).



Suvremennata nekonventshionalna parichna politika na ECB v konteksta na finansovata kriza. Ikonomicheski i sotshialni alternativni, br. 4, str. 5-26.

24. Trifonova, S., Trifonova, V., Atanasov, At. & Kolev, Sv. (2017). Nekonventshionalnata parichna politika na vodeshtite centralni banki v sveta i neynite efekti za razvitite i razvivashtite se durzhavi, v t.ch. i za Bulgariya. Sofiya: Evdemoniya produkshun EOOD.

25. ECB (2019). Financial market data. Retrieved 15.08.2019 from <https://sdw.ecb.europa.eu/browse.do?node=9689694>.

26. EMMI (2019). EURIBOR. Retrieved 15.08.2019 from <https://www.emmi-benchmarks.eu/euribor-org/about-euribor.html>.

27. Nenova, M., Ivanov, E., Ivanova, N., Kasabov, D., Zahariev, B., Markova, G. & Karagyozova-Markova, K. (2019). Transmission of ECB's Monetary Policy in Bulgaria: Insights from a Large Macro-econometric Model. Discussion Papers, DP/115/2019. BNB.