

Калин Христов, подуправител на БНБ, отговарящ за управление "Емисионно", пред в. "БАНКЕРЪ"

Г-н Христов, кои са основните предизвикателства, пред които е изправена световната икономика?

- През миналата година се очертаха три много важни тенденции както в световната икономика, така и на международните финансови пазари. Първата тенденция е свързана с САЩ, където виждаме продължаващо възстановяване на икономиката и заетостта, което даде основание на Федералния резерв да продължи започнатата в края на 2015 г. политика на плавно увеличаване на лихвения процент по федералните фондове. Втората тенденция е динамиката на циклите на монетарните политики на Федералния резерв и ЕЦБ, които продължиха да се движат в противоположна посока. На трето място бих насочил политиката на Китай към провеждане на значителни структурни промени в

както на корпоративния дълг, така и на задълженията на регионалните власти в Китай. В крайна сметка това принуди централната банка да ограничи финансовите стимули, а китайската икономика се пренастройва към по-ниски нива на растеж и увеличаване на дела на вътрешното търсене за сметка на нетния износ в структурата на икономиката. На практика от големите икономики в света, които определят и динамиката на глобалния растеж, Китай е страната, в която властите най-последователно прилагат структурни реформи с цел промяна на модела на икономически растеж в страната.

По какъв начин обаче всички тези процеси се отразяват на нашата страна?

- Процесите в еврозоната се прена-



зоната започнаха по-бързо от очакваното да се доближават до инфлационната цел от 2%, което още по-силно поставя въпроса с повишаването на лихвите - както пазарните, така и определяните от ЕЦБ.

Всичко това очертава една сложна дилема пред ЕЦБ. Поддържането на ниско и стабилно равнище на инфлация (близко до 2%) е основната цел в мандата на ЕЦБ. Но в същото време вече са налице фактори за нарастване на инфлацията в еврозоната, а обявените намерения на ЕЦБ да поддържа количествените улеснения в еврозоната чрез удължаването на покупките на дългови книжа до края на годината може да се превърнат в допълнителен про-инфлационен фактор.

Тук стигаме и до темата дали при слабия си икономическия ръст държавите от еврозоната ще са в

Съществува риск

от бързо нарастване на лихвените проценти

икономиката и свързаните с тези промени политики на централната банка и правителството.

В САЩ увеличението на лихвения процент следва от наблюдаваните през последните години ръст, увеличаваща се заетост и нарастваща инфлация - процеси, които централната банка там вече оценява като устойчиви. Прилагането на политиката на нарастващи лихвени проценти за известно време бе задържано поради политическия цикъл. Любопитно е, че в своята история Федералният резерв почти никога не е увеличавал лихвите в месеците преди изборите за президент на страната. Но реалностите в икономиката изискваха повишение на лихвите и след първото от десет години насам увеличение в края на 2015 г. председателят на Федералния резерв Джанет Йелън обяви ново увеличение през декември 2016 година.

Как рефлектира това върху лихвените проценти в еврозоната?

Исторически съществува много силна взаимна връзка между динамиката на лихвените проценти в САЩ и в еврозоната, която се обуславя от силната свързаност на тези два икономически блока. Обикновено когато лихвите растат в САЩ, те се покачват и в еврозоната. През последната година обаче ясно се вижда, че тази връзка се разкъсва. САЩ се възстановяват много по-бързо и това изисква прилагането на по-високи лихвени равнища. В еврозоната възстановяването е много по-бавно поради това, че част от икономиките на страните, които съставляват този паричен съюз, имат дълбоки структурни проблеми, за които след 2008 г. не само не се прави опит за решителното им преодоляване, а напротив - разрешаването на много проблеми просто се отлага. Вместо да предприемат така наложителните реформи, водещите политики в еврозоната са пасивни и на практика тежестта на възстановяването на икономическия растеж основно се носи от паричната политика на Европейската централна банка. Поради по-слабия си растеж и високото ниво на задлъжнялост едновременно на публичния и частния сектор икономиката на еврозоната все още има нужда от ниски лихви, като ЕЦБ ги поддържа чрез лихвената си политика и масираните директни покупки на държавни и корпоративни ценни книжа. Заради различните фази на икономическия цикъл в САЩ и в еврозоната, които от своя страна се дължат по-скоро на структурни, отколкото на циклични фактори, лихвените политики на Федералния резерв и ЕЦБ се движат в различни посоки.

На този фон всички се питат каква е ситуацията с Китай?

- В Китай се очертава третата тенденция, за която споменах в началото. За да поддържа високия растеж на икономиката, след глобалната финансова криза Китайската централна банка и правителството предприеха политика на големи финансови стимули, които доведоха до бързо увеличаване на дълга. Стигна се до чувствително повишаване

Нарастващата инфлация, високите държавни дългове и нерешените проблеми в банковите сектори в някои страни от еврозоната могат да изправят ЕЦБ пред труден избор

в България по икономически, финансови и монетарни канали. Политиката на ЕЦБ на отрицателни лихви се пренесе много бързо в България. Знаете, че от началото на 2016 г. БНБ също въведе отрицателните лихви от депозитното улеснение на ЕЦБ върху свръхрезервите на банките. Това ускори пренасянето в България на ниските лихвени равнища в еврозоната към българската икономика. Преди въвеждането на отрицателните лихви у нас това влияние на политиката на ЕЦБ за отрицателни лихви бе по-слабо в България, защото банките ни можеха да държат свободните си средства на нулева лихва в БНБ. Забележете, че след като БНБ въведе отрицателни лихвени проценти по свръхрезервите, банковите лихви - първо тези по депозитите, а след това и тези по кредитите, започнаха да намаляват по-бързо.

Две хиляди и шестнадесета година вече си отиде и като че ли е по-важно да знаем какво да очакваме за 2017 година?

- Да, много интересно е как очертават се през 2016 г. тенденции ще се развиват през настоящата година. От гледна точка на външната среда много важно значение ще има политиката, която ще провежда президентът на САЩ Доналд Тръмп. Ако той се придържа към вече обявените си намерения, ще има значително разхлабване на фискалната политика. Очакванията са това да става основно по две направления. Първото е по-големи инвестиции в инфраструктура, което се очаква в краткосрочен план да води до по-голям растеж. Второто обявено направление е реформа, водеща до намаляване на данъците за бизнеса в САЩ. Прилагането на един такъв комплекс от мерки вероятно ще донесе положителен импулс върху икономиката в САЩ. Заедно с това обаче идват очаквания за увеличение на инфлацията. Последните прогнози от страна на Федералния резерв за увеличение на лихвите в САЩ са именно реакции на това очакване. Такива са възможните краткосрочни ефекти - от гледна точка на фискалната политика. Има обявени намерения от страна

на г-н Тръмп, свързани с външнотърговската политика с цел да се стимулират американските компании, произвеждащи в САЩ. Това предполага налагане на мита на голям брой вносни стоки и ред други чисто протекционистки мерки. В краткосрочен план това ще повиши цените на много стоки и ще води до увеличение на инфлацията, което отново ще е импулс за увеличаване на лихвените проценти.

Съществува риск за увеличаване на инфлацията в САЩ и от още един външен фактор - решението на страните в ОПЕК да ограничават добива си на петрол с цел поддържане на по-високи цени на петрола.

Поради всички изброени дотук основания последната прогноза на членовете на Федералния резерв сочи три увеличения на лихвените проценти по федералните фондове през годината. Тук е важно да кажем обаче, че заради устойчивия си по-висок растеж най-вероятно икономиката на САЩ сравнително безболезнено ще понесе такова повишение на лихвите.

А как ще го понесе еврозоната, а оттам и България?

- Проблемът е, че в еврозоната икономическият ръст е по-нисък и по-неустойчив от този в САЩ. При това положение еврозоната трудно би понесла едно относително бързо повишаване на лихвените проценти.

Европейската централна банка обяви, че ще продължи политиката си на изкупуване на дългови книжа до края на 2017 г. с обяснението, че по този начин ще се подпомогне възстановяването на икономиките в еврозоната, а това от своя страна ще ги доближи до инфлационната цел от 2 процента. В същото време обаче повишаването на лихвените проценти на Федералния резерв, което води до поскъпване на долара, ще води до вдигане на лихвите по държавните ценни книжа и по корпоративния дълг в еврозоната. Това е напълно нормално, защото инвеститорите разпродават европейски дълг, за да инвестират в долари.

Наред с това страните от евро-

състояние да понесат едно бърза корекция на лихвените равнища вследствие на описаните развития в американската икономика и увеличаващите се темпове на инфлация в еврозоната.

Същият риск впрочем стои и за България. Защото през изминалите години и фирмите, и домакинствата свикнаха да работят и да живеят при едни непознати в историята ниски лихвени равнища. И тяхното потенциално бързо увеличение носи риска да повлияе много силно на разполагаемия доход на онези, които имат високо ниво на задлъжнялост.

Разбира се, един такъв негативен ефект би бил компенсиран от по-силно външно търсене на български стоки и услуги. Но като цяло рискът от бързо увеличение на лихвените проценти от съществуващите в момента на глобално ниво много ниски равнища остава значителен.

Доколко проблеми в банковите сектори на държави от еврозоната, като например Гърция и Италия също могат да са фактор, който да накара ЕЦБ да се въздържа да увеличи лихвите?

- До момента ЕЦБ аргументира политиката си на ниски лихвени равнища и директни покупки на ценни книжа с ниските темпове на инфлация в еврозоната спрямо инфлационната ѝ цел. Но както вече споменах, последните данни показват ускоряване на темповете на инфлация, което може бързо да доведе до бързо достигане на нивото от 2 процента. Тогава ЕЦБ ще трябва или да увеличи лихвите и да намали покупките на ценни книжа, или ще е изправена пред трудната задача да обясни защо не го прави. Поддържането на ниските лихви при достигане на инфлационната цел на ЕЦБ, за да се решат проблеми, свързани със слабата капитализация на определени банков системи, или със свръхзадлъжнялостта на определени правителства, би било трудноразрешима политика от страна на ЕЦБ. Решаването на тези дилеми ще е много сложна задача.

А от гледна точка на банките? Ако в някоя от държавите на еврозоната, в която банките имат свои дъщерни дружества у нас, възникнат проблеми, това не носи ли риск и за нашия банков сектор?

- Още през 2010 г. след първата гръцка суверенна криза БНБ изгради предпазен механизъм, с който да прекъсне връзката за възможна зараза на банките в България от техните майки в държави от еврозоната, които имат проблеми. Нашите банки са независими от своите майки и лица от групата от гледна точка на финансиране, тъй като те вече не оперират на пазара с взети назаем от чужбина пари, а със средства, привлечени от български граждани и фирми. Българските банки разполагат с огромни свръхрезерви благодарение на ресурси, набрани почти изцяло от българския пазар.

Знаете също, че наложихме оп ределени ограничения на банките в България да предоставят средства на своите майки

в чужбина, отчитайки риска на съответните финансови институции и инструменти, като тази мярка е в сила вече няколко години. Освен това, тъй като говорим за дъщерни банки, а не за клонове, те поддържат капиталата си в България, и то по-критерии за адек-

ватност, които са много по-високи от тези, които се прилагат за техните майки (БНБ още през 2014 г. активира най-важните допълнителни капиталови изисквания, позволени в новата европейска регулаторна рамка). От 2015 г. въведохме и допълнителни изисквания за наличието на определено ниво на оперативна независимост и независимост на ИТ инфраструктурата.

По принцип това, че у нас повечето банки са дъщерни дружества, а не са клонове на чуждестранни

банки, прави пренасянето на външни зарази в нашия банков сектор много по-трудно.

На целия този фон как кризата променя еврозоната и по какъв начин това влияе на ангажимента на България за влизане в нея?

- Задължението на България за присъединяване към еврозоната произтича от договора за присъединяване към Европейския съюз и то е неотменимо (България не е искала и няма opt out клауза).

Въпросът е, че еврозоната еволюира през годините. Кризата, през която тя преминава, наложи промени в устройството и функционирането на този паричен съюз. Това от своя страна на практика промени и критериите за присъединяване.

Формално писаните

критерии не са променени, те си остават добре познатите пет номинални Маастрихтски критерия. Обаче кризата и предприетите в резултат от нея реформи в еврозоната доведоха до ревизиране или създаване на изцяло нови структури и институции. Ще

изброя само промените в Пакта за стабилност и растеж, създаването на Европейския механизъм за стабилност и на процедурата за макроикономически дисбаланси, както и новите два сегмента в еврозоната - Единния надзорен механизъм и Единния механизъм за реструктуриране (които са всъщност двата изградени досега елемента на Банковия съюз). И успоредно с всичко това фактическите критерии за оценка на готовността на една страна за членство в еврозоната нараснаха зна-

чително. Разширяването на набора от критерии за членство може да се установи лесно, като например се сравни Конвергентният доклад на ЕЦБ от 2008 г. с този от 2016 година.

Изпълнението на номиналните критерии вече е задължително, но не е достатъчно. Кризата в еврозоната ясно демонстрира, че наличието на структурни проблеми в отделни икономики води до изостряне на проблемите в период на икономически спад и създава рискове за стабилността и устойчивостта на монетарния съюз като цяло (примерите с Гърция, Португалия и Италия са показателни). Това доведе до даването на по-голяма тежест при формирането на оценката за готовността на една икономика за членство в еврозоната, на степента на постигнатата реална конвергенция и нейната устойчивост, наличието на структурни проблеми, а също и изведе на дневен ред оценяването на финансовата стабилност.

Ето защо ангажиментът на България за членство не може да се дискутира

изолирано от голямата картина на процесите в еврозоната. Нито е разумно да се свежда до отделни изолирани една от друга области и критерии, където България трябва още да се развива или да се реформира.

Не на последно място по значение в самата еврозона продължават да дебатираат вида и дълбочината на предстоящите промени, както и отражението им върху процеса на разширяване на еврозоната. Много показателно в това отношение е написаното през юни 2015 г. в Доклада на петимата председатели - ръководителите на основните институции в еврозоната (Европейската комисия, Европейския съвет, Европейския парламент, Еврогрупата и Европейската централна банка). Те си поставят срок "най-късно" до 2025 г. да бъде изграден "задълбочен и истински икономически и паричен съюз", който да "накара други държави-членки на ЕС да искат да се присъединят към него, ако са готови за това".

**Интервюто взе
Петър Илиев**

Съществува риск от бързо нарастване...