

О ПРОФИЛ

Калин Христов е поуправител на БНБ. От 2009 г. гва поредни мандата той ръководи управление "Емисионно", което управлява 54 млрд. лв. валутни резерви и по същество представлява валутния борд на страната. Цялата му кариера преминава в БНБ, като преди това до 2009 г. е съветник на управителя на централната банка. През 2013 г. е финансов министър в служебния кабинет на Марин Райков. Той ще бъде лектор на годишната конференция на „Капитал“ Annual FinTech Summit, която ще се проведе на 30 март.



снимка Цветелина Белутова

В декемврийската си прогноза БНБ залагаше на 3.7% ръст на БВП за 2021 г. С началото на ваксинацията и новите данни виждате ли основания за повече оптимизъм или напротив?

Миналата седмица НСИ публикува предварителните данни за БВП през 2020 г., които потвърдиха нашите последни прогнози. Извършената низходяща ревизия на частното потребление приближи неговата динамиката до тази в другите европейски страни.

В момента в БНБ работим върху новата ни тримесечна макроикономическа прогноза, която ще бъде публикувана през април.

Ако разглеждаме ваксинирането като основен импулс за нормализация и ускоряване на икономическата активност, няма основание да се счита, че ще има бърз икономически ефект. Процесът на ваксинация у нас, както виждаме, протича бавно главно заради недостига на ваксини, наблюдаван в световен мащаб (но в особено голяма степен в ЕС). Склонността на хората да се ваксинират също не е висока, а доверието в процеса се разклаща и от противоречията относно някои от ваксините. Освен това в България текущата тенденция на растеж на заболяемостта предполага по-скоро отлагане на завръщането на икономическото поведение на фирми и домакинства към динамиката от времето преди коронавируса.

Покачването на доходността по гържавните облигации на развитите пазари събуди притеснения за инфлация. Очакват ли централните банки да толерират по-високи нива в следващите години?

Причинно-следствената връзка е обратна – очакванията за инфлация движат доходността на облигациите. Промените в до-

ходността отразяват обичайната роля на финансовите пазари – да реагират изпреварващо. Друг е въпросът, че инфлационните очаквания намират основание в мащабните фискални стимули на правителствата, финансирани чрез покупките на държавни ценни книжа от страна на централните банки. Тези покупки са безпрецедентни по размер дори ако ги сравним в исторически план с военните периоди. Ако тези стимули се запазят продължително време, формирането на очаквания за повишение на инфлацията би било нещо нормално.

Има и по-дълбоки структурни фактори за такива очаквания. Например текущо наблюдаваната тенденция на деглобализация, в това число разкъсването на трансгранични вериги за доставки, ще увеличава производствените разходи. Това неизбежно ще се пренесе в крайните цени на много стоки.

Също на глобално ниво населението застарява, което означава свиване на ра-

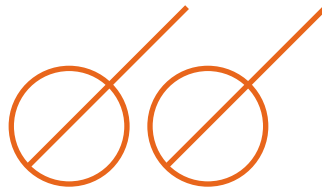
ботната сила. Това ще повишава цената на труда и оттам – на крайните продукти и услуги. Този процес е вече ясно видим в Централна и Източна Европа, в това число и България. Този процес се ускорява и от по-високата смъртност и от по-високия спад на раждаемостта у нас през изминалата година. Намаляването на работната сила ще оказва натиск за растеж на работните заплати с по-високи темпове от производителността на труда, което също ще има проинфлационен ефект.

Други фактори за очаквана инфлация идват от енергийния сектор. Политическият натиск за преход към т.нар. зелена икономика може да се окаже проинфлационен в степената, в която експлоатацията на възобновяеми източници на енергия може да излезе по-скъпа в сравнение с традиционните енергийни производства.

Глобалните централни банки играят основната роля за управление на инфлацион-

Централните банки вече са заложник на правителствата

Калин Христов,
поуправител на БНБ



Днес банките имат изграден много по-висок капацитет за управление на необслужвани кредити.

ните очаквания. Към момента има сигнали, че Федералният резерв е склонен по-скоро да толерира покачване на доходностите на държавните ценни книжа и по-високи темпове на нарастване на потребителските цени. Еврозоната още не е завършила стратегическия преглед на паричната си политика. Засега ЕЦБ е фокусирана върху поддържането на ниски доходности на държавния дълг на страните в еврозоната чрез покупки на техните облигации. Ако обаче пазарните участници коригират съществено инфлационните си очаквания, поради някои от факторите, които изброих, включително ако очакват икономическо оживление след пандемията, продължаващите масирани покупки на държавни облигации от страна на ЕЦБ ще започнат да затрудняват овладяването на инфлационните очаквания.

Има ли опасност паричната политика да се превърне в дългосрочен заложник на покачващите се държавни дългове заради мерките за справяне с пандемията?

Толерирането на малко по-висока инфлация до някаква степен може да цели да реши и проблема с държавните дългове. Всяка инфлация облекчава обслужването на номинално фиксирани задължения. През последните десетина години централните банки осъществяват масирани покупки на правителствен дълг, с което те вече станаха заложник на фискалната политика на правителствата, това вече е факт. Историческият цикъл на независими по отношение на паричната политика централни банки, който имахме няколко десетилетия, вече се обръща.

Това какви дългосрочни ефекти ще има?

Централните банки с монопол върху паричното предлагане в исторически план са били ограничавани в създаването на пари от правило, свързано с обменемостта на техните пари срещу определено количество злато. Това правило, известно като „златен стандарт“, често е било отменяно по време на войни, когато централните банки са финансирани чрез парична емисия разходите на правителството.

Разпадането на Бретън-Уудската валутна система през 1971 г. бележи края на такива експлицитни правила, ограничавачи паричното предлагане от централните банки. Резултатът е високата инфлация в развитите страни от 70-те до средата на

80-те години на миналия век. Тогава точно с цел понижаване и стабилизиране на инфлацията се въвежда независимостта на централните банки.

Днес мнозина си представят, че тази независимост е историческа даденост, но това не е така. Явлението е циклично. Например шокът на глобалната финансова криза от 2008 г., който сега, по време на коронавирусната пандемия, се усили, доведе до нова необходимост да бъдат финансирани огромни правителствени разходи. В резултат от това виждаме как централните банки губят независимост и ефективност на паричната им политика.

Логичният резултат от едно завръщане и значително ускоряване на инфлацията, за което вече говорихме, ще бъде повод за възстановяване на независимостта на централните банки.

България сякаш стои добре на този фон с нисък дълг и рекордно ниска доходност по ДЦК. Очаквате ли обаче бюджетните дефицити да се редуцират лесно с отшумяване на пандемията?

България наистина стои добре фискално поради уникалната си макроконструкция на валутния борд, който задава валутна и ценова стабилност и предотвратява възможността за фискална доминация над паричната политика. Валутният борд е институция за силно бюджетно ограничение и спомага водене на благоразумна фискална политика – само временни бюджетни дефицити при низходящ икономически цикъл с последващ стремеж за балансиране.

А нивото на доходността на българските държавни ценни книжа е резултат преди всичко на политиката на ЕЦБ, ефектите от която се пренасят бързо и силно у нас чрез механизма на валутния борд. Ето защо показателни са не нивата на доходност, а спредовете на нашия държавен дълг спрямо цената на дълга на Германия, която е фискално най-стабилната страна в еврозоната. Размерите на тези спредове стоят почти константни през последните няколко години.

Намаляването на бюджетните дефицити след пандемията ще зависи от това какви ще останат дългосрочните ефекти от нея. Също така бяха приети определени политики на увеличени социални плащания, които по-трудно ще бъдат преустановени. Но ако намаляването на бюджетните дефицити в

България няма да бъде лесно постижимо, то ще бъде почти невъзможно в някои страни в еврозоната като Италия и Гърция.

През миналата година банките отчетоха съществен ръст на провизиите, без все още да се вижда покачване на лошите кредити заради мораториума. Смятате ли, че рискът е адекватно покрит, или през тази година резултатите на банковия сектор ще са по-ощущени от натиск от обезценки?

Принципно икономическият спад води до влошаване на качеството на банковите активи. През 2020 г. тази обичайна връзка бе нарушена от мораториума. Банките, разбирайки добре, че мораториумът отлага във времето, но не премахва реализирането на кредитен риск, провизираха активно – бих казал изпреварващо – през миналата година.

На този етап, преди изтичане на мораториума, не може да се каже в каква степен провизиите са достатъчни. Но предвид политиката на БНБ да изисква високи нива на капитал в банките, особено чрез капиталовите буфери, най-вероятно остатъчният кредитен риск в системата е покрит адекватно.

Ако се върнем към темата за инфлацията обаче, евентуално покачване на доходностите по държавните дългови книжа и на пазарните лихви може да доведе сценарий, при който банките да претърпят реализиране на лихвен риск. Лихвеният риск също може да се трансформира в кредитен. Това беше допълнителна причина 2020 г. да активираме нови макропродуцентни мерки – правомощие, което остана в мандата на БНБ и след присъединяването към Единния надзорен механизъм.

След предишната криза разчистването на балансите от лошите заеми ставаше доста плавно. Сега с променените регулации и по-активния вторичен пазар колко време очаквате да отнеме?

Кризата от 2008-2009 г. не е добър бенчмарк за анализ на настоящата ситуация, тъй като при нея беше съвсем различна природата на генезиса ѝ. Съответно траекторията на приспособяване и възстановяване на икономиката сега ще бъде различна.

Например още не се знае кои сектори и в каква степен сега ще се окажат трайно засегнати и ще имат трудности и след пандемията. Това затруднява прогнозите >26



Ако намаляването на бюджетните дефицити в България няма да бъде лесно постижимо, то ще бъде почти невъзможно в някои страни в еврозоната като Италия и Гърция.

>25 за вторичния пазар на активи, които се очаква да бъдат прехвърляни от такива сектори.

Едно нещо обаче е категоричен факт, ако сравняваме с предишната криза – днес банките имат изграден много по-висок капацитет за управление на необслужвани кредити.

Сегашната ситуация на отрицателни лихви, изобилна ликвидност, икономически шок и продължаващ ръст на кредитирането създава опасност от подценяване на риска в банковата система. С какви лостове разполага БНБ да преготвори или смекчи това?

Политиката на ЕЦБ на отрицателни лихви и масирани покупки на активи в баланса на евросистемата логично води участниците на финансовите пазари до ликвидиране на позиции в нискорискови и заемане на позиции в по-рискови инвестиции. Резултат от това е наблюдаваната напоследък инфлация на цените на финансови активи и недвижими имоти.

Шокът от пандемията доведе до допълнително усилване на стимулиращата политика на централната банка на еврозоната. Мащабите на ефектите ѝ вече са толкова големи, че цените на финансовите активи са в значителна степен откъснати от оценката на техния риск.

Инструментите на БНБ за поддържане на финансовата стабилност са добре известни и прилагани у нас от години. След присъединяването на България към Единния надзорен механизъм макронадзорният инструментариум остава в националните ни правомощия. И преди кризата с коронавируса БНБ провеждаше активна макропруденциална политика, например като активирахме много високи нива на капиталовите буфери на банките. През последната година приложихме и допълнителни мерки, включително изискване банките още да подсилят капиталовата си позиция чрез задържане на натрупаните печалби вместо разпределянето им чрез дивиденди към акционерите.

Доколко в тази среда на затягащи се регулации конкуренцията от fintech компании се отразява на резултатите на банките?

Да, след 2008 г. на глобално ниво банките преминаха през цикъл на силно затягане на регулациите. Това не само ограничи

гъвкавостта на банките, но те започнаха да генерират значителни разходи (т.нар. compliance costs) за съобразяване с постоянно растящи и усложняващи се нормативни и регулаторни изисквания.

Успоредно с това се либерализираха регулации, позволяващи на небанкови финансови институции да навлизат в традиционни банкови сфери като разплащанията. Редица небанки, фокусирани върху предлагане на високотехнологични финансови продукти и услуги, след като стартираха с разплащанията, вече разширяват дейностите си и в други области, доскоро типични основно за банките – например кредитирането.

Растящите разходи, свързани с регулации, и конкуренцията от небанковите финансови институции оказват мощен комбиниран натиск върху финансовите резултати на банките.

В ЕС циркулират идеи за европейска лоша банка или за мрежа от национални лоши банки. Има ли нужда от такива?

Европейската комисия има такова предложение. В хода на неговото обсъждане надделява мнението, че подобна идея в голяма степен противоречи на посоката на развитие от последното десетилетие на европейското законодателство, свързано с реструктуриране на банки. Такова мнение се споделя особено силно от северните държави членки.

Водещ принцип на нормативната уредба на ниво ЕС, изградена в отговор на предишната глобална финансова криза, е за проблемните банки да се прилагат различни инструменти за реструктуриране, без да се прибегва до публична подкрепа. Например съществува инструмент, наречен „обособяване на активи“, при прилагането на който могат да се прехвърлят активи от банки в режим на реструктуриране към дружества за управление на активи.

Затова не е ясно какво би донесло създаването на специални „лоши банки“ – освен риска от подриване на изградения в ЕС режим за реструктуриране на банки чрез завръщането към използване на публичните ресурси за подкрепяне на проблемни банки.

Българските власти гават заявка страната да се цели в приемане на еврото от началото на 2024 г. Споделете ли вижданията си за това? Какви са предизвикателствата за приемането на еврото в България?

са рисковете и ползите и реалистични ли са сроковете?

Участието на българския лев във валутния механизъм ERM II се основава на механизма на валутния ни борд. Ето защо практически участието в ERM II може да продължи неограничено дълго и без създаване на рискове за българската икономика.

Съгласно договора за присъединяване към ЕС България има задължение да въведе еврото. На всяка суверенна държава обаче ѝ е оставено правото да прецени кога би бил оптималният за нея момент да остави националната си валута. От историята на еврозоната знаем, че големите ѝ сътресения бяха създадени от страни, които са били приети там, без да са били готови и без да са разрешили дълбоките структурни проблеми, които са имали. Същите страни и днес остават с най-неустойчиви фискални показатели и са най-уязвимите.

Следователно срокът за присъединяване на България към еврозоната би трябвало да е следствие от преценката за нашата готовност (структурна, а не само номинална според маастрихтските критерии), а също и от очакванията ни за бъдещата еволюция на самата еврозона.

Самият вие обаче сте изтъквали, че банковият съюз не е разумен вариант за страни извън еврозоната, тъй като те са асиметрично третирани. Не е ли по-добре тогава този период да се скъси максимално?

От ръководството на банката наистина сме изтъквали тази асиметричност. Напълно съм съгласен с вас, че правилният подход изисква анализ на баланса на рисковете и оценка на ползите и негативите. Такъв анализ е особено необходим, когато става въпрос за решения с дългосрочни ефекти за страната и процеси, които са необратими или с огромна цена за обратимост в бъдеще.

Показателен пример е обсъжданият днес на глобално ниво баланс на рисковете във връзка с използването на ваксините срещу коронавируса. Тези анализи представляват разумен подход преди вземането на решения, които трябва да се основават на технически и научни аргументи, а не да се подхожда идеологически. В цитирания по-горе хоризонт тази преценка на рисковете трябва да бъде осъществена.

Интервюто взе Николай Стоянов