

ЕЦБ ще изостави отрицателните лихви по свръхрезервите преди настоящия цикъл на монетарно разхлабване да е приключил

Автор: Кристофор Павлов, Главен икономист на УниКредит Булбанк

С решението си от вчера 10.03.2016 г. ЕЦБ направи още една крачка в посока намаляване на лихвите по свръхрезервите на търговските банки. Какво означава това за лихвите, по които банките отпускат кредити и привличат депозити от домакинствата и фирмите в еврозоната, и докъде може да стигне ЕЦБ по пътя към по-дълбоко отрицателни лихви?

Анализ на „Банката за международни разплащания“ сочи, че поне досега умерено негативните лихви, прилагани от централните банки в Европа и Япония, се пренасят върху лихвите, формирани на паричните пазари, по същия начин както и положителните лихви. Досега ефектът на отрицателните лихви върху търгуваните обеми - които са много ниски поради евтината и изобилна ликвидност, създавана от централните банки – е незначителен. В еврозоната и Швейцария лихвите на паричния пазар следват промените в депозитната лихва на централната банка без забава и в идентични пропорции. За да избегнат негативните последици за приходите си, банките се опитват да увеличават срочността на търгуваните депозити на паричния пазар или да ги насочват към по-рискови клиенти. Това е добра новина за ЕЦБ, защото сочи, че политиката на отрицателни лихви постига целите си. Това също така означава, че пазарите от периферията на еврозоната също печелят, защото до тях достига повече и по-евтина ликвидност, създавана от ЕЦБ.

Наблюденията на „Банката за международни разплащания“ също така сочат, че институционални и договорни ограничения пречат на отрицателните лихви по свръхрезервите да се пренасят върху лихвите за крайните клиенти на банките по депозитите и кредитите, в същата степен, в която това е възможно за положителните лихви. Засега умерено негативните лихви на централните банки не водят до отрицателни лихви по кредити за крайни клиенти, тъй като рисковите премии дори за най-ниско рисковите клиенти остават по-големи от степента, в която лихвите на паричните пазари са в отрицателна територия. Някои съществуващи договори имат клаузи, въвеждащи под за лихвите, които не позволяват да се стигне до отрицателни лихви. Нарастваща част от новите договори са обвързани с въвеждането на под за крайната лихва плащана от кредитополучателя, която

често е фиксирана на нивото на лихвата в момента на отпускане на кредита. Така дори лихвите, определяни на паричните пазари да продължат да намаляват още в резултат на действията на централните банки, това няма да доведе до промяна на лихвите за крайните клиенти.

В други случаи, за да компенсират загубата на доход от една категория кредити, банките увеличават лихвите по друга. В Швейцария, например, за да компенсират загубата на доход от ипотечните си кредити с плаваща лихва, банките са увеличили лихвите по ипотечните кредити с фиксирана лихва. Общият извод е, че за да защитят приходите си, банките в различните страни прилагат различни практики. Това обаче увеличава сегментацията на пазара, което е лоша новина за ЕЦБ, защото започва да пречи в нарастваща степен на пренасянето на лихвите, определяни от ЕЦБ към реалната икономика.

При депозитите различията са дори още по-големи. Първоначално е съществувала известна несигурност как ще се третират депозитите на едро (депозити на банки, големи корпоративни клиенти и институционални инвеститори, като пенсионни фондове, застрахователни дружества и взаимни фондове). Сега вече разходите за банките от отрицателните лихви по свръхрезервите се прехвърлят на собствениците на депозити на едро под формата на негативни лихви. Разбира се, и тук това е само частично, защото по аналогия на начина, по който се третират търговските банки от централните банки, и тук има стъпаловиден подход - до определена сума лихвата може да е нулева или дори положителна и едва след това става отрицателна.

Основното изключение са депозитите на дребно. Банките не желаят да прехвърлят отрицателните лихви по операциите си с централната банка върху тази група клиенти, защото се опасяват от изтегляне на депозити. Някои икономисти твърдят, че леко отрицателни лихви по депозитите на дребно са възможни и оправдани, защото алтернативата – да се държат пари кеш - е свързана с разходи за съхранение и транспорт на кешовите наличности. Въпреки това, шансовете някоя банка да се осмели да експериментира с въвеждането на отрицателни лихви по депозитите за тази категория клиенти клонят към нулата, от днешна гледна точка.

Всичко това изправя ЕЦБ пред дилема. Ако по-ниските лихви на ЕЦБ не достигат до лихвите по кредита за домакинствата и фирмите, то тогава те губят смисъла си. Ако обаче те се пренасят върху лихвите по кредита, но не могат да се пренесат върху лихвите по депозитите, то тогава тази политика ще има негативен ефект върху приходите на банките и, ако продължи твърде дълго може да започне да декапитализира банките. Като се има

предвид, че процесът на оздравяване на банковите баланси в редица страни в Европа все още не е приключил, може да се окаже, че решаването на един проблем води до изострянето на друг. Така ЕЦБ ще трябва да реши кой риск е по-нежелан за нея: рискът от забавяне на икономическия растеж и свързаните с това дефлационни рискове или рискът от влошаване на капиталови позиции на банките.

По всичко личи, че при липсата на други възможности за стимулиране на икономиката, ЕЦБ ще продължи политиката на монетарно разхлабване през тази и следващата година. Най-вероятно, обаче това ще изисква известно рекалибриране на използвания инструментариум, като ЕЦБ се откаже от отрицателните лихви по свръхрезервите много преди да е приключил цикълът на монетарно разхлабване, който в момента е в ход. Причината за това е, че въпреки че като цяло този инструмент засега работи, съществува голяма несигурност относно поведението на клиентите в случай, че ЕЦБ продължи по същия път. Не е ясно дали механизмът на пренасяне на лихвите ще продължи да действа, както досега или няма да се стигне до точка на преобръщане. Още повече, че в дългосрочен план негативните последици за приходите на банките ще се усилят. Последиците за пенсионните фондове, застрахователните компании и други институции, които разчитат на пасиви с дълга срочност ще бъдат дори по-големи, защото за тях възможностите да печелят от трансформация на матуритети са много по-ограничени от тези на банките.

Всичко това ме кара да смятам, че възможностите за понататъшно използване на този инструмент за монетарно разхлабване не са големи. С други думи, ако ЕЦБ продължи по пътя на въвеждането на още по-дълбоко отрицателни лихви по свръхрезервите, не е далече моментът, когато отрицателните ефекти от използването им ще започнат да превишават положителните.

ДИСКЛЕЙМЪР

Настоящият документ е изготвен на базата на обществено достъпна информация от източници, които се считат за надеждни, но за пълнотата или точността на тази информация не носим отговорност. Всички оценки и мнения, включени в този документ представляват независима преценка на екип „Икономически проучвания“ към момента на неговото публикуване. Ние си запазваме правото да променим изразеното в документа мнение по всяко време, без предварително уведомление, както и да не актуализираме тази информация или да я оттеглим, без предварително уведомление.

Този документ е изготвен само с информационна цел, не е предназначен и (i) не съставлява, както и не е част от предложение или покана за продажба, отправяне на предложение за закупуване или записване на финансови инструменти (ii) не представлява предложение за закупуване или записване на финансови инструменти, (iii) за реклама. Инвестиционните възможности, дискутирани в този доклад могат да се окажат неподходящи за някои инвеститори в зависимост от техните специфични инвестиционни цели и времеви хоризонт или в контекста на тяхното цялостно финансово състояние. Дискутираните инвестиции могат да се колебаят в цената или стойността. Инвеститорите могат да получат по – малко отколкото са инвестирали. Промените в обменните курсове могат да окажат неблагоприятен ефект върху стойността на инвестициите. Освен това, минало изпълнение не е непременно показател за бъдещи резултати. В частност, рисковете, свързани с инвестиции във финансови инструменти в процес на обсъждане, не са обяснени в тяхната цялост.

Съдържащата се в този документ информация се отнася за момента, към който е предоставена, и не може да замести получаването на индивидуален съвет. Инвеститорите трябва да вземат свое собствено решение относно това дали инвестициите, които се реферират в документа са подходящи, с оглед на съответните рискове, своята инвестиционна стратегия и своя правен, данъчен и финансов статус.

Тъй като настоящия документ не представлява пряка или косвена инвестиционна препоръка, нито целия документ, нито част от него може да се счита за основа или мотив или обосновка за сключване на договор или поемане на какъвто и да е ангажимент. Инвеститорите се призовават да се свържат със своя външен инвестиционен консултант за индивидуални обяснения и съвет.

УниКредит Булбанк и/или неговите директори, мениджъри и служители не носят каквато и да е отговорност към получателите на този документ и/или към трети лица за каквото и да е загуби, произхождащи от ползването на настоящия документ или неговото съдържание.

Този документ не е предназначен за конкретни инвеститори, и информацията, съдържаща се в него, не може да бъде разкривана, разпространявана, възпроизвеждана или публикувана по каквато и да е причина без предварителното съгласие на УниКредит Булбанк.