

**ИЗВЕСТИЯ**

списание на Икономически университет – Варна

<http://journal.ue-varna.bg>

БАНКИ ИЛИ ПАЗАРИ (ПОГЛЕД ВЪРХУ ПОЛЕЗНОСТТА ИМ ЗА БЪЛГАРИЯ ПО ВРЕМЕ НА КРИЗАТА ОТ 2008 Г. И СЛЕД НЕЯ)

Красимира НАЙДЕНОВА¹

¹ Катедра Финанси, Икономически университет, Варна, България.
E-mail: krassy_naydenova@ue-varna.bg

JEL G100

Резюме

Банките са твърде важни за всяка финансова система, но когато капиталът им е с произход от една дестинация, те привнасят допълнителен риск към националната икономика. По време на финансовата криза, стартираше в края на 2008 г., банките в България налагат относително ограничение на кредитния ресурс и висока цена на заемния капитал. Преди това и в годините на затихването на кризата, банките стоят далеч от секюритизирането на активи и с твърде незначителни позиции в рискови ценни книжа – така те не помагат за развитието на българския капиталов пазар, поддържат капиталова алокация с ниска възвръщаемост и реализират символичен доход за привлечените активи. Институционалните небанкови инвеститори, от друга страна, опитват пазарно поведение, но липсата на качествени инвестиционни активи държи високите позиции им в държавен дълг с ниска доходност. Чрез сравнение и анализ на инвестиционните портфейли на българските финансови институции, изследването опитва да докаже, че банките могат да помогнат повече за развитието, както на българската икономика, така и на националния капиталов пазар. Пазарно ориентираното банкиране е начин за постигане на по-висока възвръщаемост за инвеститорите и банковите клиенти, но и важен канал за нарастване на предлагането на качествени активи и за формиране на инвестиционно търсене.

Ключови думи:

банки, институционални инвеститори, капиталов пазар, финансова криза, активи, концентрация на собствеността.

© 2018 Икономически университет – Варна

Цитиране: НАЙДЕНОВА, К. (2018) Банки или пазари (поглед върху полезността им за България по време на кризата от 2008 г. и след нея). *Известия. Списание на Икономически университет – Варна*. 62 (4). с. 372 - 390.

Въведение

Финансовата система безспорно е важна част от националната икономика и според Rousseau и Sylla (2003) се състои от пет ключови компонента - стабилни публични финанси, разумно управление на дълга и стабилни парични споразумения; множество банки, някои насочени към местната икономика, други – към чуждестранните пазари, както и такива със смесен профил; централна банка, която да стабилизира националните финанси и да управлява външните финансови отношения на националната икономика; добре функциониращи пазари на ценни книжа.

Като част от икономическата система, финансовата система би следвало да опосредства финансовите отношения на икономическите субекти и да създаде оптимални условия за националната икономика. Това включва привличането на капитал чрез кредити или публично предлагане на акции и облигации, съответно вторичната търговия с дълг и собственост и атрактивен инвестиционен процес, сигурна и ефективна платежна система, стабилни публични финанси. Не на последно място е ролята на алтернативните канали на финансиране – рисковите инвеститори и търговския кредит. Особено значение имат и качествата на финансовата система да се справя с кризите, най-вече помощта, която тя може да осигури за реалната икономика в периодите на влошен достъп до капитал.

Това изследване разглежда много ограничен аспект на функциите на финансовата система, а именно спестяванията и достъпа до капитал за частните субекти – бизнес и граждани и качествата на инвестиционния процес (първичната и вторичната търговия с финансови инструменти), чрез приноса на два вида финансови институции – банките и небанковите финансови институции в България, за периода 2008 – 2018 г. В този смисъл изводите за качествата на различните финансови посредници и значението им за икономическия просперитет няма да са относими към платежната система, публичните финанси и централното банкиране. По същия начин изведените ползи и негативи от поведението на финансовите институции за разглеждания период, ще са валидни единствено за този период и от гледна точка на достъпа до капитал и ефектите върху инвестиционния процес.

Спестителите, кредитополучателите, инвеститорите и емитентите вземат решения в условията на националната финансова система, но и като отчитат възможностите на чуждестранните капиталови пазари и банки. Това означава, че инвестициите им са съобразени с основните особености на капиталовия или кредитния национален пазар, а именно нива на риск и на информационна аси-

метрия, реални изисквания за прозрачност, пазарна ликвидност, възможности за диверсификация поради качеството на наличните инвестиционни активи, възможна възвръщаемост, защита на правата на собственост и на изпълнението на договорите (което поставя финансовата система в опасна зависимост от правната), транзакционните разходи (определят се от нивото на институционална ефективност – на институциите на капиталовия пазар и банките, но и на пазарната инфраструктура и надзорните институции). Споменатите особености се отчитат и от чуждестранните инвеститори и кредитни институции. Наличието на посочените по-горе условия е задължително за ефективната алокация на ограничените икономически ресурси, което е и основната функция на финансовата система, що се отнася до условията за икономически растеж.

За разлика от спестителите, финансовите институции могат да променят качествата на кредитната система и инвестиционния процес, тъй като те вземат инвестиционните решения и създават предлагането на активи и канали за финансиране. Те разполагат с огромни фондове, сравними с националния брутен продукт, а голяма част от тях са притежание на институции от ЕС с внушителна история и компетентности.

Целта на изследването е да проследи поведението на банките в годините на кризата и след това, някои от причините за това поведение, както и да опита да изведе негативите от непазарното банкиране, което те следват. Банките се разглеждат в контекста на останалите финансови институции и техните инвестиционни решения.

Обект на изследването са работещите в България финансови посредници, а субект – инвестиционните им решения. Предмет на изследването е степента, до която те успяват да са полезни за националната икономика в периода 2008 – 2018 г.

Методологията на изследването включва логически анализ на данни и изводи на база на резултатите.

1. Проблеми поради собствеността на банките в България

Банките са изключително важни финансови посредници, но влиянието им върху икономическата система не е еднозначно. Множество фактори определят степента, до която те са полезни или не толкова, колкото биха могли, за националната икономика. Важен аспект е собствеността върху тях – не само дали са държавна собственост, но и структурата ѝ, ако са частна собственост, доколко собствеността е фрагментирана, както и произходът на капиталите, що се отнася до привнесения отвън риск към националната финансова система.

Българската финансова система започва повторното си развитие в края на 1989 г. В този период работят около 70 държавни банки, но съвсем доскоро (1981 г.) те са едва три – БНБ, която съчетава функциите на търговска и централна банка, ДСК и Българска външнотърговска банка. До края на 1990 г., чрез трансформиране на клонове на БНБ, възникват още 59 търговски банки. Всички те са държавна собственост, която остава доминираща в следващите 10 години, въпреки създадената възможност в края на 1990 г. за навлизане в сектора на частния капитал (1). Повечето от частните банки, създадени след 1990 г., се оказват в несъстоятелност, която по оценки от това време причинява загуба на национален капитал в размер на 343 млрд. лв. към 1995 г., равни на 40% от БВП (централният курс на БНБ за 02.01.1996 г. е 70,719 лв. за един долар).

Съществуващите днес 21 банки са частна акционерна собственост, с изключение на Банката за развитие. Само 4 от банките са публични дружества (ЦКБ, ПИБ, БАКБ и Тексимбанк), но това не означава, че собствеността е фрагментирана. Най-търгуваните (ЦКБ и ПИБ) са със сериозно мажоритарно участие, а същото се отнася и до БАКБ.

Повечето банки в България днес са притежавани от банкови групи от ЕС, като най-големите са от Италия, Унгария, Германия, Австрия, Белгия, Франция, Холандия и Гърция. Концентрацията на собствеността поради приватизационните процедури, нараства допълнително при последвалите консолидационни процеси, а нито една от големите банкови групи не листва местното си дружество на регулиран пазар (2). Според научните постановки, това е вграден проблем за ефективността им.

Банките с частично фрагментирана акционерна собственост, търгувани на регулиран пазар, са собственост основно на български лица. Въпреки това, в България няма банка, която да е с изцяло фрагментирана собственост. Според Carpio, Laeven и Levine (2007) и Laeven и Levine (2009), цитирани от Morck, Yavuz и Yeung (2009), банките с широка акционерна собственост разпределят капитала по-ефективно, в сравнение с държавните или семейните банки, и понасят по-нисък риск. По-важно е, че мениджърите на тези банки държат на повишаването на стойността за акционерите и предлагат заеми на стабилни и на стартиращи фирми на лихвени нива, съобразени с риска.

Следващият проблем, свързан с концентрацията на собствеността, произтича от географския произход на собствениците. Българските банки са притежавани предимно от компании – банки или банкови групи от ЕС. Това е, от една страна, нормално, но, от друга страна представлява сериозен източник на риск, поради общите фактори, които определят политиката на тези банки. В допълне-

ние, макрофакторите, валидни за ЕС, се отнасят в много от случаите и за банките с български капитали, което още повишава рисковете за националната икономика. По данни на БНБ, към 30.06.2018 г. банките, чиито собственици са банки и банкови групи от ЕС, управляват над 74% от активите на българската банкова система. Още 24% са съсредоточени в банки с български собственици. Това означава, че промяна на условията на финансовия европейски пазар, ще доведе до еднакви решения и действия, отнасящи се до огромна част от финансовите ресурси (спестявания и кредити) на разположение на българските юридически и физически лица.

Първата голяма промяна в условията на българския кредитен пазар започва с влизането на България в ЕС. Принадлежността на страната ни към общия европейски пазар и понижения поради това риск, насочва чрез банките огромни фондове, които те използват, за да кредитират българските граждани и фирми. През 2007 г. и 2008 г. кредитните експозиции на най-големите банки, действащи в България, нарастват изключително. В таблица 1 са включени и две от българските банки, но от данните се вижда, че увеличението при тях не е така значително.

Таблица 1

Процентна промяна в сумата на кредитите към предходния период

банката \ година	2007	2008	2009	2010	2011
ДСК	67,17%	27,00%	-3,21%	-1,54%	-2,50%
Булбанк	144,05%	39,15%	1,93%	2,10%	4,52%
Юробанк	35,18%	35,21%	15,06%	-2,81%	-0,03%
ОББ	81,49%	36,91%	-3,37%	-11,05%	-16,00%
Райфайзен	104,43%	27,19%	9,80%	-3,55%	7,57%
ПИБ	62,48%	6,91%	-0,12%	15,19%	22,39%
ЦКБ	20,96%	49,35%	17,16%	6,26%	18,85%

Източник: Годишни отчети от интернет сайтовете на банките. Собствени изчисления на база на стойността на кредитите към клиенти от годишните отчети.

За съжаление, кредитната експанзия е краткотрайна и фалитът на Lehman Brothers през септември 2008 г. поставя европейските банки при нови условия, които стават причина за различна кредитна политика. Не само се преустановява кредитирането чрез допълнителни средства от компаниите-майки, но и при ня-

кои от банките започва нетно намаление на кредитните експозиции. В условията на световна криза с отражение върху цените на борсово търгуваните суровини и стоки, с влияние върху цените и обемите в реалната икономика, пониженият достъп до кредит естествено влияе силно негативно върху фирмите от реалната икономика в качеството им на кредитополучатели. Негативните ефекти са валидни и за гражданите – понижен достъп до нов кредит и спад на стойността на обезпеченията.

Краят на кредитната експанзия и общите макроикономически фактори, влияещи на европейските банки, водят и до друг, по-сериозен ефект. В резултат на политиките на големите централни банки за овладяване на последиците от кризата, лихвените проценти на основните световни финансови пазари спадат до изключително ниски стойности (от годишен Euribor 4,124% на 02.01.2008 г. до 0,379% на 01.12.2009 г.; стойностите за 01.12.2010 г. и 01.12.2011 г. са съответно 0,606% и 0,894%; информацията е от <https://www.euribor-rates.eu>). Високото парично предлагане, поддържано от централните банки, има за цел именно широк достъп до кредит за реалната икономика, за да се избегнат фалитите (както и неограничен достъп до ресурси за банките със същата цел). Лихвите падат за всички кредитополучатели от Еврозоната и другите развити финансови пазари, като кредит, изтеглен при едногодишен Euribor + 2 (6,12% преди кризата), в края на 2009 г. е с годишен лихвен процент под 2,5.

За съжаление, експанзионистичната политика на ЕЦБ, ФР, АЦБ и другите централни банки, не се отразява положително за българските кредитополучатели. Част от банките започват преоформяне на условията по договорите за кредит чрез увеличението на надбавката над пазарния бенчмарк (в някои случаи въпреки несъгласието на клиентите си, развитието на множество съдебни дела става известно чрез пресата). За друга част от тях, лихвените проценти са основани не върху пазарен бенчмарк, а на годишен процент на разходите, изчисляван от банките чрез лихвите по депозитите. Както отбелязва Рафаилов (2012), използването на непазарна основа води до изкуствено завишени нива на лихвите по кредитите, ограничава кредитирането и „спъва“ реалната икономика. Естествено, при преустановен приток на капитали от банките-майки, „войната“ за депозити на местна почва е в разгара си и лихвите по депозитите се повишават ежедневно.

Посочените по-горе причини водят до налагане от страна на големите банки на политика, чиято цел е задържане на лихвените проценти по кредитите на абсолютните нива отпреди кризата, а в някои случаи и на допълнително повишение (таблица 2 – лихвените проценти са изчислени чрез прихода от лихви, според финансовия отчет като част от кредитната експозиция). Така българските

кредитополучатели, вече част от финансовата система на ЕС, не успяват да се ползват от облекченията за кредитополучателите от Евронзоната, като съответно се налага да се справят с последствията от глобалната криза при понижен достъп до кредитен ресурс и лихвени проценти, в пъти по-високи от тези за европейските и американските им конкуренти.

Таблица 2

Изменение в лихвените проценти

Банка	Показател	2008 г.	2009 г.	2010 г.	2011 г.
ДСК	лихвен процент	9,04%	10,59%	10,76%	10,90%
Булбанк	лихвен процент	9,06%	8,64%	8,43%	8,30%
Юробанк	лихвен процент	13,81%	12,70%	12,71%	11,56%
ОББ	лихвен процент	8,81%	9,82%	-	10,09%
Райфайзен	лихвен процент	12,08%	11,06%	10,85%	9,38%
ПИБ	лихвен процент	11,31%	12,23%	11,64%	10,54%
ЦКБ	лихвен процент	11,02%	11,91%	12,14%	11,07%

Източник: Годишни отчети от интернет сайтовете на банките. Лихвените проценти са изчислени като процент на приходите от лихви от стойността на кредитите.

Естествено, еднаквите макрофактори за собствениците на огромната част от капитала в българските банки, са една от важните причини за влошените кредитни условия за българските граждани и предприемачи. Съществуват и допълнителни условия, поради правната среда у нас. На първо място, трябва да се поставят нормативните актове в страната, които гарантират изпълнението на договорите, тъй като промяната на надбавката е юридически акт на изменение в действащ договор. На второ място, задължително трябва да се посочи правната възможност лихвата по банкови кредити да се формира на база на непазарен бенчмарк. Въпреки това, наличието на еднакви условия, фактори и възможности за големите банки с произход ЕС, поради концентрацията на собствеността, не може да се постави под съмнение.

Концентрацията е проблем не само за банковата собственост. Публичните дружества в България работят при сериозно мажоритарно участие, което също в известна степен се дължи на естеството на приватизационните процедури. При банките, обаче, става въпрос за малко на брой големи институции, които формират условията на кредитния пазар, относим, в условията на неработещ капиталов, към на практика всички икономически субекти. По този начин концентра-

цията на собствеността, не само като процентно участие в отделна банка, но и като географски произход на капиталите, влияе силно.

2. Проблеми за националната икономика, поради банковите решения за капиталова алокация

Глобални съвременни тенденции при управлението на финансовите активи, в това число и банковите, са секюритизацията и финансиализацията. Двете са широко изследвани и накратко представляват емитирането на нови финансови инструменти на основата на притежаваните активи (секюритизация) и инвестиране на все по-голяма част от фирмените и личните активи в ценни книжа (финансиализация). Банките са основно звено в двата процеса, като предлагат чрез пазарен способ дългови книжа върху вземанията си и така се рефинансират, а ролята им в процеса на финансиализация произтича от инвестирането във финансови инструменти за собствена сметка, дейностите им по управление на частни портфейли и менажирането на договорни фондове, основани от тях. Посочените две тенденции силно намаляват класическите разлики между банково и пазарно базираните финансови системи, като се наблюдава сериозно нарастване на експозициите на универсалните търговски банки в ценни книжа. За спестителите процесите се проявяват като повишаване на инвестициите в ценни книжа и намаление на спестяванията по банкови депозити.

Секюритизацията и финансиализацията провокират нарастване на пазарното предлагане на ценни книжа, от там и на инвестиционния интерес към капиталовия пазар. Концепцията на финансиализацията включва растящо въздействие на финансовите пазари и институции върху реалната икономика, публичния сектор и домакинствата, както на национално, така и на световно ниво (Георгиев, 2016).

Таблица 3

Активи на банковата система към 30.03.2017 г.

Активи	Стойност в хил. лв.	Дял от активите
	92 925 284	
парични средства, вкл. при ЦБ	18 907 153	20.35%
финансови инструменти	13 291 046	14.30%
дългови ценни книжа	12 750 303	13.72%
недългови ценни книжа	540 743	0.58%
кредити	56 339 910	60.63%
държавен дълг	11 613 259	12.50%

дългови книжа на кредитни инст-ии	817 813	0.88%
дългови книжа на други фин.инст-ии	88 332	0.10%
дългови книжа на нефинансови инст-ии	230 900	0.25%

Източник: http://bnb.bg/bnbweb/groups/public/documents/bnb_publication/pub_b_in_b_2017_03_bg.pdf

Прегледът на банковите активи в България (таблица 3) разкрива проблеми на капиталовото алокиране при тези финансови институции и демонстрира пълно отсъствие на съвременните тенденции, характерни за банките от Европа и САЩ. Докато е нормално кредитите към фирми и физически лица да заемат висок дял, то наличието на почти 19 млрд. лв. (над 20%) на парични средства в брой и по сметки в ЦБ, е особено обезпокоително. Част от тях са резерви в ЦБ, но повечето са парични средства, неинвестирани във финансови инструменти и кредити, дори в краткосрочни такива. Във финансови инструменти са инвестирани над 13 млрд. лв. (над 14%), но огромната част от тях (11,6 млрд.лв. или 12,50% от всички активи) са инвестирани в държавен дълг. Инвестициите на банките в дългови и дялови ценни книжа на компании от реалната икономика са на стойност едва 772 млн.лв., или 0,83%.

Делът на рисковите ценни книжа в портфейлите на банките е под 1%. Подобна структура на активите, за съжаление, представлява доказателство за изключителното изоставане на повечето банки, опериращи в България, от световните тенденции. Докато банките в развитите икономики отдавна трансформират дейността си и преминават от традиционната дейност (депозити и кредити) към финансовите иновации като секюритизиране на вземания и активи и продажба на продукти на рисковия мениджмънт, през XXI век българските банки не практикуват модерно банкиране. Този факт е проблем не само за банките – отказът им да секюритизират активи не помага на качествено предлагане на финансови инструменти за институционалните и индивидуалните инвеститори. Глобалната тенденция на финансиализация остава теоретична за българските граждани и фирми, което е и фактор за по-ниските им доходи, особено от инвестиции в ценни книжа. При банков лихви по депозитите в размер на 0,34% (без отчитане на таксите и данъците) и инфлация от 3,5%, това означава и ежегодна реална загуба на фондове (таблица 4).

Отказът на банките да секюритизират активи има и по-широки последиствия. Като важни пазарни участници с висока капиталова база, те би следвало не само да инвестират в, но и да предлагат висококачествени активи, което да до-

К. Найденова. Банки или пазари (поглед върху полезността им за България по време на кризата от 2008 г. и след нея)

веде до разширяване на капиталовия пазар и повишаване на ликвидността и привлекателността му. Обръщането на банките към капиталовия пазар би следвало да доведе и до подобряване на основните им финансови показатели, особено на възвръщаемостта на привлечените активи, която в момента е под процент (таблица 4).

Таблица 4

Основни стойности от агрегирания банков баланс към 31.07.2018 г.

Показатели	Стойност в хил. лв.
кредити	63 563 765
депозити	87 962 028
приходи от лихви	1 755 359
годишен лихвен процент по кредити	4,73%
приходи от такси	710 260
годишни приходи от такси	1 217 589
разходи за лихви	174 701
годишен лихвен процент по депозити	0,34%
очаквана годишна възвръщаемост на активите	0,85%
очаквана годишна възвръщаемост на собствения капитал	7,09%

Източник: <http://www.bnb.bg/BankSupervision/BSCreditInstitution/> BSCIFinans Reports /BSCIFRBankingSystem/BS_201807_BG и собствени изчисления. Лихвените проценти са изчислени чрез съотношението на приходите/разходите от и за лихви към стойността на кредитите/депозитите, на база на данните към 1 август 2018 г. и чрез преизчисление за 12 месеца. Очакваната възвръщаемост е на база печалбата за седеммесечieto, преизчислена на годишна база.

3. Състояние на небанковия финансов сектор

Към края на 2017 г. в България работят 61 местни инвестиционни посредници, включително банките, 32 управляващи дружества, 126 договорни фонда и 3 инвестиционни фонда, 26 чуждестранни взаимни фонда, 56 АДСИЦ, от които 50 за секюритизиране на имоти и 6 за секюритизиране на вземания, 290 публични дружества, търгувани на основен и алтернативен пазар. Капитализацията на основен пазар е 7 843 460 956 лв., а тази на алтернативен пазар – 16 738 418 884 лв. (11)

От данните в таблица 5 се вижда, че възможностите на българските финансови небанкови институции са силно ограничени, в сравнение с тези на банките,

що се отнася до привлечените активи. Като се изключат активите на пенсионните фондове, вноските в които са задължителни (без тези за допълнително осигуряване) и на инвестиционните посредници, които в повечето случаи администратират клиентски активи, остават активите на договорните фондове, които са под 2 млрд. лв. и само 38,5% от тях са в рискови дялови ценни книжа. Именно тази стойност представлява реалното ниво на финансиализацията в България – под 1% от БВП. Стойността е изключително ниска, но като сума е равностойна на тази при банките, при 50 пъти по-малко наличен капитал.

Таблица 5

Активи на финансовите институции в България

Вид фин. институция	Стойност на активите, в млн. лв.
банки	102 287
инв.посредници	14 659
управл.дружества	1 870
АДСИЦ вземания	125
АДСИЦ имоти	1 457
пенс. фондове и д-ва	12 881
застрах. и презастр.компани	8 169
пазарна капитализация	24 582

Източник: www.fsc.bg, www.bnb.bg. (10).

Прегледът на всички активи, управлявани от финансовите институции в България, води до няколко важни извода. На първо място, очевидно е, че банките са предпочитан контрагент при управлението на свободните парични средства и на тяхно разположение за инвестиции и кредити са над 100 млрд. лв. – сума, доближаваща годишния брутен продукт на България и надвишаваща държавния дълг на страната почти четири пъти (по данни на БНБ към 13 септември 2018 г. държавният дълг е 24 099 600 000 лв.). Сумата на активите е и четири пъти по-висока от капитализацията на българския капиталов пазар, но банките почти не инвестират в български корпоративни ценни книжа. В същото време формират дохода по депозитите от лихвите по инвестициите си в държавни ценни книжа, приходите от лихви по кредитите и приходите от такси. По този начин осигуряват 0,34% брутен годишен доход по депозитите (преди дължимите месечни и годишни такси и данъците върху лихвите – таблица 4), което е твърде

далеч от годишната инфлация от 3,5%, според НСИ (3). Проблемът стои и за възвръщаемостта върху привлечените активи – под процент.

Пенсионните фондове са финансовите институции, управляващи най-много частни средства след банките (при инвестиционните посредници цифрата е доста по-висока, но при тях става въпрос не за управление, а за администриране на книжа от регистър Б, собственост на техни клиенти, които те държат по клиентски сметки). Активите на пенсионните фондове доближават 13 млрд. лв. и нарастват ежемесечно поради законното задължение на работодателите да превеждат 5% от дохода на служителите си по клиентски партии при пенсионен фонд. Пенсионните фондове, договорните фондове и застрахователните компании са финансовите институции, които управляват активите си основно чрез сделки с ценни книжа, въпреки изключението за частично инвестиране в инвестиционни имоти за пенсионните фондове и застрахователните компании.

При прегледа на активите на универсалните пенсионни фондове към полугодieto на 2018 г. се установява, че почти 50% са инвестирани в държавни ценни книжа, почти една трета са в рискови дялови ценни книжа, 15% са в корпоративни облигации, а инвестиционните имоти са с нисък дял от инвестиционния портфейл – под 2% (4). Застрахователните и презастрахователните компании управляват малко над 8 млрд. лв., като инвестициите им в рискови дялови ценни книжа са 6,02%, в корпоративни облигации – 9,02% и в ДЦК – 33,83% (5). Портфейлът на управляващите дружества (6) се състои от акции – 38,5%, парични средства – 27% и дългови инструменти – 22,1%, като няма посочени данни каква част от дълговите книжа са корпоративни облигации.

Според данните, основните позиции на българските институционални инвеститори са съсредоточени в държавни ценни книжа, следват акциите (доминират при управляващите дружества, при пенсионните фондове представляват една трета от портфейлите, 6% при застрахователните дружества и едва 0,58% при банките), а корпоративните облигации допълват портфейлите с най-висок дял при пенсионните фондове – 15%, 9% при застрахователните компании и едва 0,25% при банките.

Секюритизацията при имотите и вземанията е дори по-ниска. Активите на българските дружества за секюритизиране на недвижими имоти и вземания са на стойност 1653,198 млн. лв. към края на 2009 г. (година след началото на кризата в България), като 519,6 млн. лв. от тях представляват държавни ценни книжа и парични средства (Врабчев и Захаријева, 2009). Десет години по-късно стойността на активите на тези дружества е дори по-ниска. Средната цена на жилищната площ в България през 2017 г. е 511 евро на квадратен метър (7). При

налични 288 690 003 квадратни метра обща жилищна площ (8), това означава, че само тази част от активите на българските граждани е на стойност 147 520 591 533 евро. Накратко – всички дружества със специална инвестиционна цел секюритизират под половин процент от недвижимите имоти, като сред активите, годни за секюритизация, не са включени огромната част от междуфирмените задължения, недвижимата собственост на компаниите и вземанията на фирмите от държавата и общините по договори. Не са известни данни за емитирани от банките значителни количества asset-backed книжа.

Данните за потфейлите на българските институционални инвеститори ясно показват, че основната част от тях е съсредоточена в държавни ценни книжа – над 20 млрд.лв. Подобен инвестиционен профил води до поне две отрицателни последици за националната икономика – понижена алокативна ефективност поради предоставянето на голям ресурс на държавата и понижена пазарна ликвидност поради отказа на най-мощните инвеститори да купуват и предлагат активи на местния капиталов пазар. От значение е и настоящата ниска средна годишна доходност по българския държавен дълг – 0,36% по тригодишните емисии и 0,97% по последно емитираните петгодишни (9). Очевидно концентрацията на инвестициите в подобни активи няма как да генерира висока доходност по управляваните активи.

Българският капиталов пазар е с обща пазарна капитализация почти 25 млрд. лв., но по-голяма част от нея е формирана от най-неликвидните компании от алтернативен пазар (почти 17 млрд.лв.). Въпреки „упоритостта“ на отделни емитенти, новото финансиране, осигурено от капиталовия пазар, е под 90 млн. лв. за период от 10 години. За същия период основният борсов индекс SOFIX губи над 60% от стойността си. Влиянието на капиталовия пазар върху националния просперитет няма как да стане значително без предлагане на качествени активи и инвестиционен интерес, първо от страна на институционалните инвеститори.

4. Банки или пазари

Въпросът дали банките или пазарите са по-добри за националната икономика стои открит отдавна и е тема на множество научни дебати. Голяма част от аргументите на защитниците на банковобазирания финансовата система са свързани с пазарните кризи, които във времената на незабавен достъп до всички финансови центрове, бързо се превръщат в глобални. Кризите изтриват за дни активи за милиарди и често са причина за прекратяване на достъпа до финансиране за множество компании, които разчитат на публични емисии, но в лош па-

зарен момент. В същото време кризите се възприемат като цената, която плащаме за да се ползваме от ефективността на пазарната система (Buckley, 2007). Според Dornbusch (1997), цитиран от Buckley (2007), кризите са добри, защото дисциплинират и инвеститорите, и компаниите, като ги учат да управляват по-добре рисковите експозиции и да ограничават възможностите за загуби. Темата изглежда ненужно поставяна при съвременните нива на секюритизация и финансиализация, при които универсалните банки (не и в България) са с изключително големи пазарни експозиции.

Финансирането на бизнеса по време на кризи има и друг аспект. Според публикация на МВФ (2006), пазарното финансиране осигурява омекотяване на последствията – на капиталовите пазари то е с диверсифицирани източници и компаниите не са толкова уязвими. Поведението на работещите в България банки го доказва – липса на ново нетно кредитиране и високи лихвени нива в периода на кризата. Buckley (2007) обяснява това с присъщата на банките нестабилност, тъй като те държат неликвидни активи (дългосрочни кредити), а се финансират чрез краткосрочните спестявания на депозантите си. Финансирането от последна инстанция осигурява стабилност на банковата система като предоставя капитал свободно и бързо, но в условията на българския валутен борд това изисква изпълнението на ред допълнителни условия. В България нестабилността има и друг източник – банките, които са дъщерни на европейски групи, финансират кредитирането преди кризата не само с местни депозити – през 2009 г. кредитите към фирми и граждани надвишават спестяванията с този източник с почти 15 млрд. лв.

Поуките от последната световна финансова криза за България са, че неразвитият национален капиталов пазар и следващото от това доминиращо положение на банките като източник на финансиране, не спасяват компаниите от последствията на пазарния колапс. Проблемите в големите финансови центрове се пренасят с пълна сила и у нас, поради концентрацията на собствеността. Институционалните инвеститори нямат съществени експозиции в токсични книжа, но националната икономика търпи изцяло последиците на кризата, без в същото време кредитополучателите да се ползват от ниските лихви в Европа и САЩ.

За периода 2009 – 2018 г. банковата система в България не увеличава чувствително кредитната си експозиция към българската икономика - нарастването е малко над 3 млрд. лв., но за същия период спестяванията на българските граждани и фирми почти се удвояват и през 2018 г. надвишават с близо 20 млрд. лв. стойността на кредитите (таблица 6). В годините 2014, 2015 и 2016 се наблюдава дори нетно намаление на кредитната позиция към гражданите и фирмите от

реалната икономика, в сравнение със стойността на кредитите през 2009 г. За целия период 2007 – 2018 г. спестяванията на българските граждани и фирми на разположение на банките нарастват с близо 122%, докато кредитите към тях – едва с 45%.

Таблица 6

Депозити и кредити на нефинансови предприятия и домакинства

Година	Депозити млрд. лв.	% нарастване прямо предх. година	Кредити, в млрд. лв.	% нарастване прямо предх. година
2007	32,323	-	36,635	-
2008	35,376	9,45%	48,348	31,97%
2009	36,299	2,61%	50,080	3,58%
2010	39,406	8,56%	50,692	1,22%
2011	44,562	13,08%	52,334	3,24%
2012	48,769	9,44%	53,808	2,82%
2013	53,149	8,98%	53,822	0,03%
2014	54,615	2,76%	49,487	-8,05%
2015	60,812	11,35%	48,756	-1,48%
2016	64,747	6,47%	49,176	0,86%
2017	69,864	7,90%	50,829	3,36%
2018	71,709	2,64%	53,282	4,83%

Източник: БНБ: <http://www.bnb.bg/Statistics/StMonetaryInterestRate/StDepositsAndCredits/StDCQuarterlyData/index.htm>.

Към 30.06.2018 г. кредитите на физическите лица и нефинансовите предприятия са едва 74% от спестяванията на тези лица в банките, което означава, че тези институции не привличат към момента никакъв чуждестранен капитал за кредитиране на българската икономика.

В същото време, българският неработещ капиталов пазар предлага за записване първични публични предлагания на стойност 1 608 400 000 лв. Набраните нови средства за българските компании за периода 2010 – 2017 г. чрез IPO са 83 291 142 лв., а общо – на стойност 529 675 449 лв. (по данни на БФБ АД, www.bse-sofia.bg/?page=IPO). Посочените по-горе цифри не включват първично публично предлагане на Градус АД от средата на 2018 г., с продадени акции за над 80 млн. Въпреки слабостта на този пазар, именно той предлага нетно ново

финансиране в най-тежките години на кризата, докато банките, разполагащи с огромен свободен ресурс, намаляват силно финансирането като процент от местните депозити (таблица 7).

Таблица 7

Някои данни за привличането на капитал чрез публични емисии

Показател \ Година	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	общо
публични дружества	367	371	370	366	359	353	335	290	
ППП	16	24	12	17	18	12	17	19	135
размер на емисиите млн.лв.	156,1	257,2	97,1	292,3	138	124,4	190,6	352,7	1608,4

Източник: <http://www.fsc.bg/bg/pazari/kapitalov-pazar/statistika>

Заклучение

Концентрираната акционерна собственост на банките и географският произход на капиталите от ЕС е първият сериозен проблем. Еднаквите рискови фактори, които влияят на инвестиционните решения на банковите групи от ЕС, водят до подобна кредитна и депозитна политика, с еднородни последствия за клиентите им. Такива са рязкото нарастване на предлагането на кредити през 2007 и 2008 г., силното понижение на темпа на нарастване, дори намалението на кредитния ресурс в годините на сериозната криза и запазването на високите номинални лихвени проценти по кредитите от преди кризата. Ефектът за българските граждани и фирми е пониженият достъп до кредит и неконкурентната цена на кредита, в сравнение с тази, достъпна за гражданите и фирмите от ЕС и САЩ.

Следващият проблем е свързан с капиталовата алокация. При банките тя е далеч от световните тенденции на секюритизация и финансиализация – едва 0,83% от активите са инвестирани в рискови финансови инструменти. Високите стойности на налични парични средства и на държавни ценни книжа водят до ниска възвръщаемост за привлечените активи, при висок лихвен марж.

Небанковите финансови институции също поддържат консервативна структура на активите, но все пак доста по-пазарно ориентирана – над 45% са рисковите книжа при пенсионните фондове, над 15% при застрахователните дружества и над 40% при управляващите дружества.

Освен капиталовата алокация на банките, която не предполага модерно банкиране, те поддържат и постоянната кредитна експозиция – за периода 2008 – 2018 г. не се наблюдава чувствително нарастване, при това при удвояване на местните депозити. За същия период българският капиталов пазар осигурява 135 първични публични предлагания и скромно, но нетно ново финансиране.

Изводите от посочените по-горе цифри се логични – банките могат да помогнат повече, не само чрез нови кредити и по-ниски лихви, но най-вече чрез пазарно ориентирано банкиране. Освен по-висока възвръщаемост за техните инвеститори и клиенти, то ще помогне и за предлагането на качествени активи на българския капиталов пазар. Така ще се създадат и условия за по-печеливши портфейли и на другите финансови институции, както и за развитие на този пазар.

Вероятно промяната в банковото поведение трябва да бъде предизвикана чрез нарастване на конкуренцията – чрез нови банкови клонове на неприсъстващи досега банкови институции и висока доходност, предложена на българските спестители от небанковите финансови институции. В този смисъл, повишаването на атрактивността на българския финансов пазар се оказва не само цел, но и средство.

Бележки

1. Вж: <https://www.mediapool.bg/kak-byaha-sazdadeni-balgarskite-banki-news-163965.html>.
2. Информацията за собствеността на всички посочени банки е от отчетите на дружествата и от статия, налична на https://clubz.bg/15171-vijte_koi_sa_sobstvenicite_na_bylgarskite_banki.
3. Вж: http://www.nsi.bg/sites/default/files/files/pressreleases/Inflation_2018-08_XVKEZI4.pdf.
4. Вж: данните са от анализа на осигурителния пазар на КФН, www.fsc.bg/bg/pazari/osiguriteln-pazar/statistika/statistika-i-analizi/2018/.
5. Вж: данни за общозастрахователните и животозастрахователните компании към 31.05.2018 г. и за презастрахователните дружества към 31.03.2018 г.; източник КФН, www.fsc.bg/bg/pazari.
6. Вж: по данни на КФН към 31.12.2017 г., www.fsc.bg/bg/pazari.
7. Вж: <http://www.iwatchbulgaria.com/wp-content/uploads/2017>.
8. Вж: НСИ. <http://www.nsi.bg/bg/content/3147>.
9. Вж: данни на МФ, <http://www.minfin.bg/bg/statistics>.

10. Данни на КФН (за застрахователните компании – към 31.05.2018 г., за пенсионните дружества и фондове – към 31.03.2018 г. за инвестиционните посредници, за управляващите дружества, КИС, АДСИЦ и публичните дружества и предлагания – към 31.12.2017 г.) и на БНБ към 31.07.2018 г.
11. Данните са от КФН (вж. (10)) и от БФБ.

Литература

1. Българска народна банка, статистика. www.bnb.bg.
2. Българска фондова борса. www.bse-sofia.bg.
3. ВРАБЧЕВ, А. & ЗАХАРИЕВА, Г., & МАНЕВ, М. (2009) *Сравнителен анализ на дружествата със специална инвестиционна цел (ДСИЦ) в България, САЩ и развитите европейски страни*. Комисия за финансов надзор.
4. ГЕОРГИЕВ, Л. (2016) „Финансиализация“, „сврѳхбанкиране“ и реформата в европейската регулаторна архитектура. *Финансовата наука – между догмите и реалността*. Издателство „Наука и икономика“, ИУ Варна, стр. 157.
5. Комисия за финансов надзор, статистика за осигурителния, капиталовия и застрахователния пазар. www.fsc.bg.
6. Министерство на финансите, лихвен бюлетин. www.minfin.bg.
7. Национален статистически институт. www.nsi.bg.
8. РАФАИЛЮВ, Д. (2012) Алтернативи при избора на референтен лихвен процент. *Тенденции и предизвикателства в развитието на икономиката: сборник с доклади от международна научна конференция, Т.1*, Варна: Наука и икономика, с. 145-151.
9. www.clubz.bg.
10. www.iwatchbulgaria.com
11. www.mediapool.bg.
12. BUCKLEY, R. (2007) The Institutional Weaknesses in the International Financial System, <http://ssrn.com/abstract=975015>, pp: 4, 17.
13. CAPRIO, G. & LAEVEN, L. & LEVINE, R. (2007) Governance and bank valuation. *Journal of Financial Intermediation*, 16, 4, pp: 584-617.
14. DORNBUSCH, R. (1997) The sunny side of crises. *Journal of Commerce*.
15. IMF (2006) World Economic Outlook, World Economic and Financial Surveys, <https://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2006/02/pdf/c4.pdf>. p:13.
16. LAEVEN, L. & LEVINE, R. (2009) Bank governance, regulation and risk taking. *Journal of Financial Economics*, 93, 2, pp: 259-275.
17. MORCK, R. & DENIZ, M. & YEUNG, B. (2009) *Banking System Control, Capital Allocation, and Economy Performance*. Electronic copy available at: <http://ssrn.com/abstract=1503431>.

20. MORCK, W. & YAVUZ, D. & YEUNG, B. (2009) Banking System Control, Capital Allocation, and Economy Performance. Electronic copy available at: <http://ssrn.com/abstract=1503431>

22. ROUSSEAU, P. & SYLLA, R. (2003) Financial Systems, Economic Growth, and Globalization. *Globalization in Historical Perspective*. p.374 <http://www.nber.org/chapters/c9594>

BANKS OR MARKETS(LOOKING FOR THEIR USEFULNESS FOR BULGARIA DURING THE 2008 CRISIS)

Krasimira Naydenova

Abstract

Banks are very important for every financial system, but when their capital comes from a single destination, they add extra risk to the national economy. During the financial crisis, launched at the end of 2008, banks in Bulgaria imposed a relative limitation on the credit resources and a high price of the borrowed capital. Previously, and in the years after the crisis, banks are far from asset securitization and with very insignificant positions in risky securities - so they do not help the development of the Bulgarian capital market, maintain investment positions with low return and realize symbolic income for assets. Institutional non-bank investors, on the other hand, are attempting market behavior, but the lack of quality investment assets imposes high positions in government debt with low yields. By comparing and analyzing the investment portfolios of Bulgarian financial institutions, the research tries to prove that banks can help more for the development of both the Bulgarian economy and the national capital market. Market-based banking is a way to achieve higher returns for investors and bank customers, but also an important channel to increase the supply of quality assets and to generate investment demand.

Key words: *banks, institutional investors, capital market, financial crisis, assets, ownership concentration.*