



ЕЦБ и нетрадиционната ѝ парична политика от световната финансова криза до пандемичната криза

Гергана Михайлова – Борисова*

1. Въведение

При наблюдаваните кризисни процеси през последните двадесет години ролята на централните банки се извежда на преден план, особено при проблемите с фискалните позиции на редица страни и бързо растящите държавни дългове. Ролята на Европейската централна банка (ЕЦБ) също е водеща за еврозоната, тъй като в допълнение на международната финансова криза, прехвърлена и в Европа през 2008 година, започват и дълговите проблеми в Гърция, и поредицата от фискални дисбаланси в редица страни в Европейския съюз. Неминуемо се достига и до проблеми с инфлацията и нейното отклонение от заложената цел от централната банка. Европейската централна банка е изправена и пред нови предизвикателства с настъпването на коронавируса. С прехвърлянето на международната финансова криза в Европа Европейската централна банка предприема действия по намаляване на основни лихвени проценти и прилагане на традиционните ѝ мерки на парична политика, но се стига до един момент, в който лихвените проценти стигат до нива близки до нула. Това поставя под въпрос по-нататъшното прилагане на традиционните ѝ инструменти на паричната политика. Така Европейската централна банка, за да възстанови действието и силата на трансмисионния механизъм на прилаганата политика преминава към нетрадиционни мерки на парична политика т.нар. неконвенционална парична политика. В резултат на тази политика балансът на банката

се разширява, променя се структурата на актива, управляват се дългосрочните инфлационни очаквания на хората (Smaghi, 2009).

Темата за неконвенционалната политика на ЕЦБ продължава да бъде твърде актуална, тъй като икономиките се основават на нея за реализирането на общите цели на икономическата политика като ценова стабилност, ниска безработица и устойчиви нива на икономически ръст. Нейната роля не престава да бъде водеща, тъй като възможностите на фискалната политика са доста ограничени при съществуващите фискални дисбаланси.

Целта на изследването е да се анализира доколко Европейската централна банка успява да се справи с предизвикателствата в условията на кризисните процеси от международната финансова криза до пандемичната криза.

Тезата е, че Европейската централна банка успява да предприеме навременни действия за да постигне поставените ѝ крайни цели на парична политика.

За реализирането на статията се използва официална статистическа информация, публикувана от ЕЦБ и Евростат за периода 2007-2021 година.

В съществуващата икономическа литература по темата на изследването има редица научни разработки, които се концентрират в отделни насоки на неконвенционалната политика, прилагана от Европейската централна банка (ЕЦБ). Една част от тях изследват какви инструменти на парична политика се предприемат за справяне със световната финансова криза (Трифонова, Трифонова, 2016; Giannone et al., 2011; Trichet, 2013), друга част от тях се насочват към мерките за справяне с пандемичната криза (Михайлова-Борисова, 2020). Има изследвания, които разглеждат положителните и отрицателните ефекти от прилагането на един или друг инструмент като например отрицателните лихвени проценти (Mihaylova-Borisova, 2018), количествените улеснения (Szczerbowicz, 2015). Настоящото изследване допринася за икономическата литература по две направления: *първо*, в изследването е обхваната цялостната нетрадиционна политика на ЕЦБ от първото ѝ прилагане през 2008 година по времето на международната финансова криза до днес

* доц. д-р Гергана Михайлова – Борисова
Катедра „Финанси“, УНСС



(пандемичната криза); *второ*, в изследването се прави анализ на резултатността от нетрадиционната политика на ЕЦБ през последните двадесет години, в които се наблюдават редица кризисни процеси.

Статията включва няколко части. В първата се представя актуалността на изследването, целта и тезата, която се защитава. Следва кратко представяне на неконвенционалната политика на ЕЦБ от световната финансова криза до пандемичната криза. В третата част се анализира динамиката на основни макроикономически променливи с оглед на доказване на поставената теза, а в последната част са представени основните изводи.

2 . Н е к о н в е н ц и о н а л н а т а (нетрадиционната) парична политика на ЕЦБ през кризите

В периода от 2007 до 2021 година могат да се обособят четири етапа на въвеждане на нетрадиционни действия на парична политика, които са свързани с настъпващите кризисни процеси.

Първият етап на въвеждане на мерки се прилагат от ЕЦБ при глобалната финансова криза, възникваща първоначално в САЩ през 2008 година и в следствие прехвърлена в европейските и другите страни в света. На този етап ЕЦБ осигурява по-голяма ликвидност на банковата система, както и се стреми да постигне нормално функциониране на финансовите пазари. За целта тя предоставя неограничена ликвидност за търговските банки при фиксиран лихвен процент, увеличава срока на дългосрочните рефинансиращи операции от 3 на 6 месеца, въвежда програмата за покупка на обезпечени облигации (Covered Bond Purchase Programme), възлизащи на 60 млн. евро, разширява списъка на активите, които служат за обезпечения.

През *втория етап* на въвеждане на нетрадиционни мерки на парична политика Европейската централна банка се намесва заради наблюдаваните съществени колебания в установената доходност по държавните ценни книжа. Тези колебания има риск да окажат въздействие и върху цената на кредитните ресурси. Това прехвърляне би ограничило

предоставянето на кредити на нуждаещите се икономически агенти и би нарушило функционирането на трансмисионния механизъм на провежданата парична политика (Cour-Thimann, Winkler, 2013). На 10 май 2012 година Европейската централна банка въвежда Програма за пазарите на дълг (Security market operations), която приключва на 6 септември 2012 година. С края на тази програма стартира друга за покупка на държавни ценни книжа (Outright monetary transaction), насочена към средносрочни матуритети ценни книжа, търгувани на вторичния пазар.

Третият пакет от неконвенционални мерки на парична политика се въвеждат заради опасностите, предизвикани от попадането на еврозоната в спирала от дефлация, както и заради същественото забавяне на ръста на кредитите в еврозоната. Михайлова-Борисова (2016) разглежда възможните детерминанти на дефлацията и начините на проявлението и в еврозоната и някои страни извън нея в т.число Чехия, Унгария и Полша, както и анализира съществуващите рискове за еврозоната от евентуалното възникване на дефлационна спирала. През този етап в края на първата половина на 2014 година Европейската централна банка въвежда за първи път отрицателни лихвени проценти по депозитното улеснение, с което си отрежда мястото на първата централна банка преминала към този неконвенционален инструмент. Mihaylova-Borisova (2018) разглежда основните предимства и рискове от използването на отрицателните лихвени проценти от централните банки и в частност Европейската централна банка.

Европейската централна банка през този етап също така въвежда и целевите операции по дългосрочно рефинансиране (Targeted Long-term Refinancing Operations (TLTRO)), според които се предоставя ликвиден ресурс на кредитните институции срещу предоставените кредити на нефинансови предприятия и домакинства като се изключват кредитите, предоставени за закупуване жилище (ECB, 2014). През март 2016 година е въведена и втората серия TLTRO II отново за стимулиране отпускането на повече кредити за частни икономически агенти (ECB, 2016a). Един от най-мощните инструменти, въведени през този



етап това е програмата за покупка на активи, която включва: 1/ програма за покупка на обезпечени облигации (CBPP3), стартираща през последните три месеца на 2014 година; 2/ програма за покупка на обезпечени с активи ценни книжа (ABSPP), стартираща през четвъртото тримесечие на 2014 година; 3/ програма за покупка от публичния сектор (Public sector purchase programme (PSPP)), започваща от началото на март 2015 година; 4/ програма за покупка от корпоративния сектор (corporate sector purchase programme (CSPP)), обявена през март 2016 година (ЕСВ, 2016b) и стартираща от юни 2016 година.

Европейската централна банка в зависимост от конкретната ситуация променя обема на покупките на активи за месечен период както следва:

☞ 60 млрд.евро от март 2015 година до март 2016 година;

☞ 80 млрд.евро от април 2016 година до март 2017 година;

☞ 60 млрд.евро от април 2017 година до декември 2017 година;

☞ 30 млрд.евро от януари 2018 година до септември 2018 година;

☞ 15 млрд.евро от октомври 2018 година до декември 2018 година;

☞ възобновяване на покупката на активи считано от 1 ноември 2019 година с обем от 20 млрд.евро.

В отговор на пандемичната криза, свързана с разпространението на коронавируса, Европейската централна банка въвежда *четвъртия пакет* от инструменти на нетрадиционната си парична политика. В него Европейската централна банка включва:

☞ допълнителни дългосрочни операции по рефинансиране;

☞ нетни покупки на активи допълнително, които възлизат на 120 млрд.евро с приложение края на 2020 година (ЕСВ, 2020a);

☞ по-добри и облекчени условия по операциите по дългосрочно рефинансиране (Михайлова-Борисова, 2020, стр.189);

☞ програма за извънредни покупки на активи при пандемичната криза (Pandemic emergency purchase programme (PEPP)) с обща стойност от 750 млрд.евро до приключването на 2020 година (ЕСВ, 2020b). Общата стойност е увеличена до 1350 млрд.евро на 4 юни 2020

година и програмата е удължена до юни 2021 година, и нараснала до 1850 млрд.евро на 10 декември 2020 година и с удължаване на срока до март 2022 година.

☞ нецелеви пандемични спешни операции за дългосрочно рефинансиране (Non-targeted pandemic emergency longer-term refinancing operations (PELTROs)).

3. Ефекти от прилаганата нетрадиционна политика от Европейската централна банка през периода 2007-2021 година

3.1. Използвани данни

До колко правдоподобни са всички тези мерки на Европейската централна банка ще се оцени като се проследи и анализира дали централната банка изпълнява своята основна цел - постигане на ценова стабилност. В допълнение на постигането на ценовата стабилност тя следи и за реализирането и на останалите крайни цели на парична политика като висока заетост, ниска безработица и високи и устойчиви нива на икономически ръст, които много често не могат да бъдат едновременно изпълнени. Тези цели са и крайни цели на общата икономическа политика. Поради тази причина в допълнение на паричната политика правителствата в еврозоната следва да могат да предприемат и съответните фискални мерки за реализирането на тези цели в случай, че техните нива на държавен дълг и бюджетна позиция позволяват това.

За да се оценят ефектите от представените нетрадиционни инструменти на парична политика ще бъдат анализирани данните за инфлацията, икономическия растеж, коефициента на безработица и заетост, износ и динамиката на кредитния портфейл на кредитните институции, за да се прецени до колко мерките допринасят за подобряване на трансмисионния механизъм на предприеманата политика от ЕЦБ чрез кредитния канал.

За реализиране на поставената цел се използват по-високо честотни данни за еврозоната (месечни данни за инфлацията и тримесечни данни за останалите показатели) в периода от 2007 до последна налична статистическа информация за всеки един от показателите (2020 година, а за някои показатели и данни за 2021 година за наличните тримесечия). Ще се използват методите на

анализ и синтез, за да се направят конкретните изводи за резултатността на паричната политика.

3.2. Резултати от извършения анализ

През разглеждания период 2007-2021 година прави впечатление, че Европейската централна банка има доста големи подпериоди, в които не може да реализира инфлация под 2%, но близка до 2% в средносрочен период (Фигура 1). Това е валидно особено след европейската дългова криза когато съвкупното търсене се забавя съществено и поради това, че редица страни не могат да продължат да увеличават правителствените разходи заради натрупани съществени бюджетни дефицити и

правителствени дългове. Правителственият дълг в еврозоната се увеличава съществено до 90,7% от БВП през 2012 година срещу 66% през 2007 година - точно преди световната финансова криза. Известно подобрене и реализиране на таргета за инфлация се постига от 2017 година нататък благодарение на предприетия трети набор от инструменти, за да се справи еврозоната с дефлацията. За попадане в зоната на дефлационната спирала се започва да се говори през 2014 година, поради поредните месеци на дефлация в еврозоната. Михайлова-Борисова (2016) изследва има ли риск от дефлация в еврозоната и страни като Унгария, Полша и Чехия.

Фигура 1. Инфлация, %



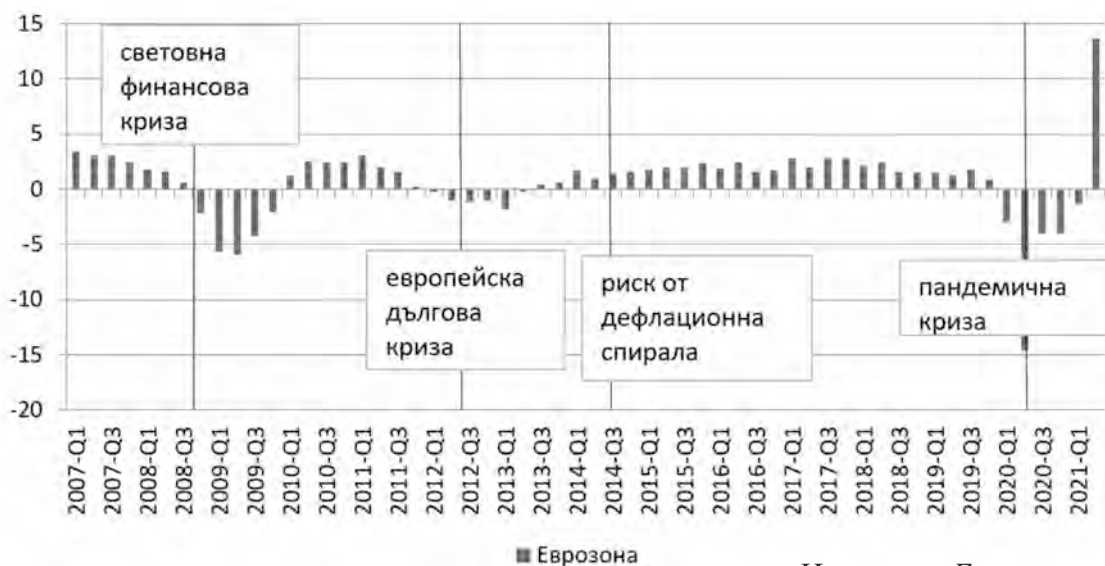
Източник: Евростат

При проявлението на пандемичната криза инфлацията също се забавя и се достига дори до дефлация, заради отслабеното търсене с цел потребление на стоки с изключение на хранителните стоки, предвид на затварянето на икономиките заради мерките, свързани с усилията за спиране на коронавируса да се разпространява. Това налага спешната реакция на Европейската централна банка, която налага т.нар. Програмата за извънредни покупки на активи в условията на пандемията и пандемични спешни операции за дългосрочно рефинансиране. Предвид на активната експанзионистична политика на централната банка и постоянното увеличаване на обема покупката на активи и срока на действие Европейската централна банка достига до

целевата инфлация. През юли 2021 година инфлацията е 2% годишно. Това е в съответствие и с променената парична стратегия на Европейската централна банка през юли 2021 година, която заявява, че инфлация над 2% е точно толкова нежелана, колкото и инфлация под 2%. В настоящия момент Европейската централна банка среща ново предизвикателство тъй като тя желае да подпомогне страните при справяне със здравните и икономическите кризи в еврозоната, но в същото време с усилените покупки на активи балансът на централната банка се увеличава значително. В същото време това води и до инфлация, която ще започне в един момент да се отклонява от разбирането за ценова стабилност.



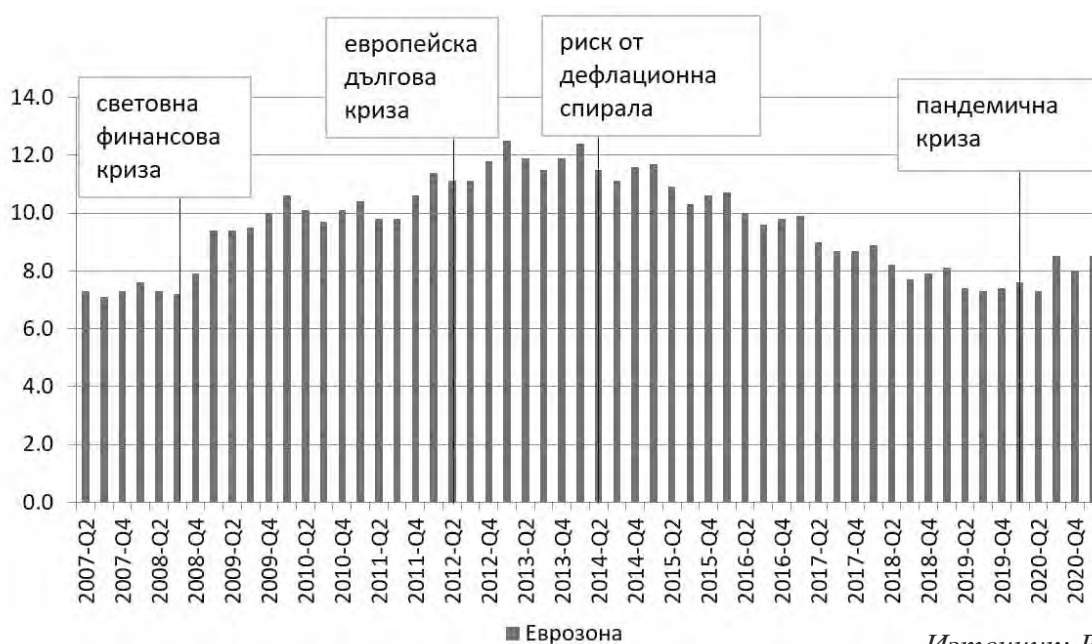
Фигура 2. Темп на прираст на БВП в Еврозоната, реален ръст, %



Източник: Евростат

По отношение на останалите цели на паричната политика в това число постигането на икономически ръст в еврозоната също се постига подобрене, особено в периодите след въвеждане на съответните пакети от нестандартни инструменти (Фигура 2). В резултат на световната финансова криза, европейската дългова криза и пандемичната криза икономическата активност се забавя съществено и дори се реализира отрицателен реален икономически растеж. Най-силно влияние върху прираста на БВП в еврозоната оказва влияние пандемичната криза, когато през януари-март на 2020 година заради затварянето на икономиките реалното изменение на БВП е отрицателно - 14,6% годишно. Благодарение на мащабния пакет от мерки за справяне с кризата, предприет от централната банка, икономиката в еврозоната се връща в положителната траектория на БВП. През април-юни 2021 година според експресните оценки на Евростат (Eurostat, 2021) еврозоната расте с 13,7% годишно, отбелязвайки най-високият растеж от международната финансова криза насам. Този висок растеж се свързва с ниската база през април-юни 2020 година.

Фигура 3. Ниво на безработица, %



Източник: Евростат



Динамиката на нивото на безработица и нивото на заетост съответстват на икономическата активност. Когато икономическата активност бележи спадове в резултат на трите разглеждани кризи съответно безработицата расте, а заетостта намалява (Фигура 3 и Фигура 4). Единствено при пакета от мерки на Европейската централна банка, свързан с наблюдаваната дефлация в еврозоната, спада безработицата и се увеличава заетостта, което е в унисон и с увеличаващия се икономически растеж.

Фигура 4. Ниво на заетост, %



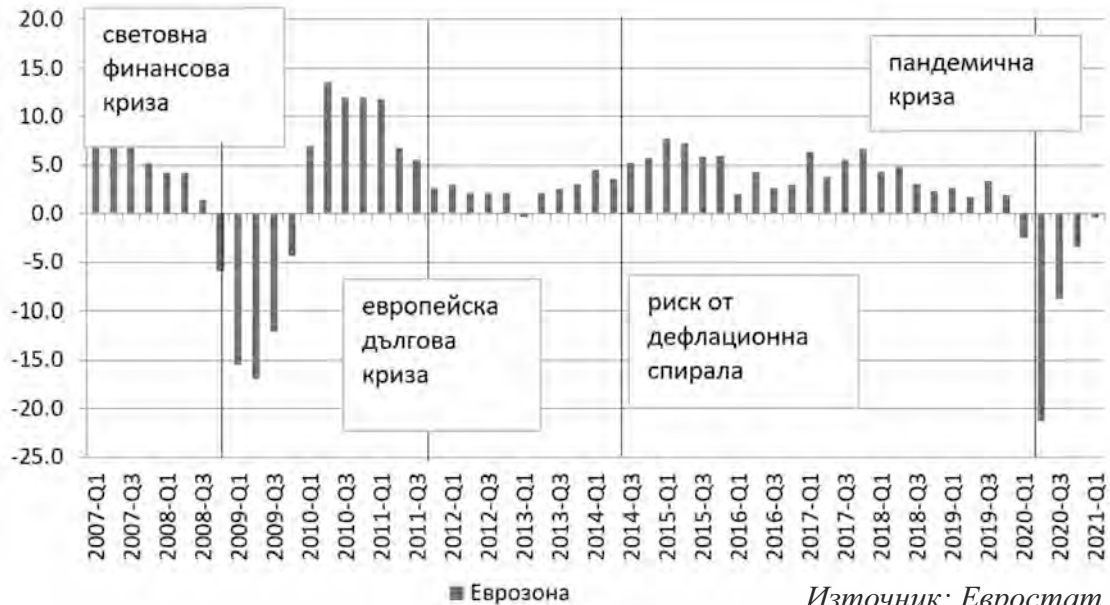
Източник: Евростат

Износът играе важна роля за изменението на БВП, поради което се разглежда и неговата динамика. По време на Европейската дългова криза и при риска от дефлационна спирала в еврозоната износът има положително влияние върху икономическата активност, отчитайки реален ръст от около 2-5% годишно през периода на вторите три месеца на 2011 година до последното тримесечие на 2014 година (Фигура 5). След 2014 година до края на 2015 година се ускорява, което се свързва с предприетия пакет на ЕЦБ за реакция срещу риска от попадане в дефлационна спирала. В средата на 2014 година Европейската централна банка стартира Програмата TLTRO I, а през септември 2014 година започва поредната програма за обезпечени облигации CBPP3 и програмата ABSPP.

Силен негативен ефект върху икономическия растеж има износът на стоки в кризисни периоди каквито са международната финансова криза през 2008 година и коронавирус криза през 2020 година. С блокирането на икономиките износът на стоки и услуги бележи рекорден спад от 21,3% годишно през втората четвърт на 2020 година, надвишавайки значително намалението му през същото тримесечие на 2009 година, възлизащо на 16,9% годишно.

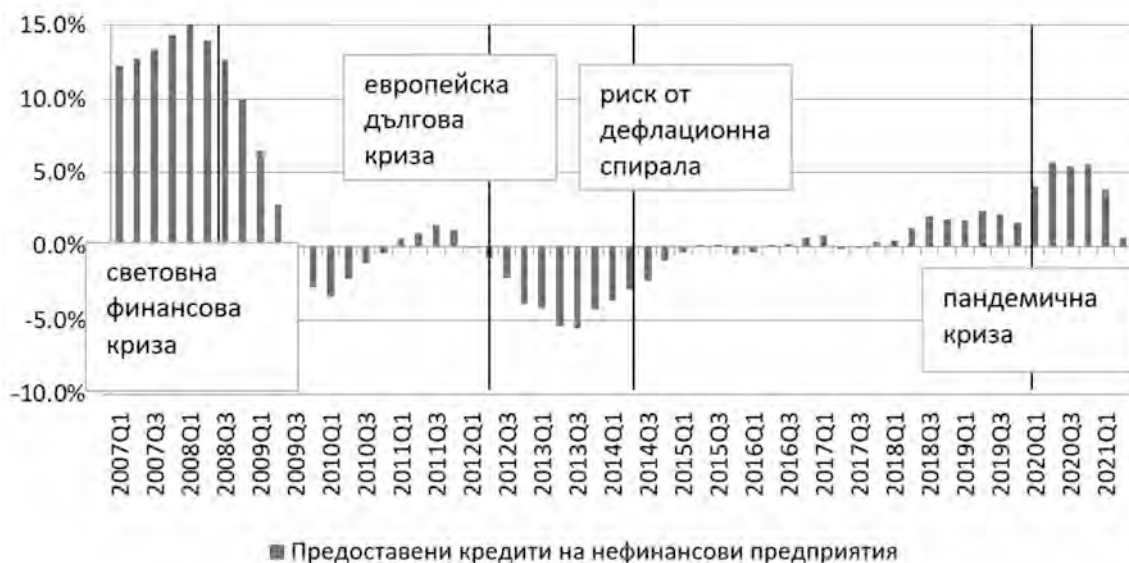


Фигура 5. Износ, темп на прираст, реален, %



Предвид на това, че при въвеждането на неконвенционалните инструменти на парична политика, Европейската централна банка се води от това да възстанови действието на трансмисионния механизъм се анализира и динамиката на кредитите, предоставени от банките в еврозоната на нефинансови предприятия и домакинства. По отношение на предоставените кредити на нефинансови предприятия се наблюдава неблагоприятна тенденция през по-голямата част от анализирания период. През 2008 година със стартирането на финансова криза започва съществено забавяне на ръста на кредитите, предоставени на нефинансови предприятия (Фигура 6). По време на европейската дългова криза темпът на прираст на кредитите на нефинансовите предприятия остава отрицателен. Възстановяване се наблюдава едва през 2016 година, когато към съществуващите програми за покупка на активи се добавя и Програмата за покупка от частния сектор (CSPP). През 2020 година се наблюдава ускоряване на ръста на кредитите, предоставяни на нефинансови предприятия, до около 5-6% на годишна база. Този ръст се обяснява с необходимостта от допълнително средства от фирмите за справяне със затварянето на бизнесите им в резултат на разпространението на коронавируса.

Фигура 6. Предоставени кредити на нефинансови предприятия, темп на прираст, %





Фигура 7. Предоставени кредити на домакинства, темп на прираст, %



Източник: Евростат

По отношение на кредитите, предоставени на домакинства, се наблюдават по-благоприятни тенденции в развитието на темпа на прираст. Отрицателен темп на прираст на кредитите се отчита през периода от европейската дългова криза до момента от по-продължителното проявление на дефлацията в еврозоната (Фигура 7). Европейската централна банка благодарение на третия пакет от мерки, включващ целевите дългосрочни операции по рефинансиране, отрицателните лихвени проценти и програмите за покупка на активи допринася за възстановяването на ръста на кредитите, предоставени на домакинствата. За нарастването на кредитите на домакинствата допринасят и увеличените им доходи и намаляващите лихвени проценти по кредитите, както и нарастващата инфлация, която стимулира икономическите агенти да заемат средства при отрицателните реални лихвени равнища.

4. Заключение

В статията е направен кратък преглед на използваните неконвенционални инструменти на политика на Европейската централна банка, които са прилагани заради наблюдаваната поредица от кризи като се започне от световната финансова криза, се премине през европейската дългова криза и се достигне до пандемичната криза. Прави впечатление, че централната банка използва богат арсенал от мерки, за да постигне

целта си за инфлация, както и да направи така, че трансмисионния ѝ механизъм да започне да действа дори и при нулеви лихвени проценти. Нарушената парична трансмисия кара Европейската централна банка да премине от инструментите си на конвенционална парична политика към такива на неконвенционалната политика.

При анализиране на данните за инфлацията, икономическия растеж, износа на стоки и услуги, нивата на заетост и безработица, темповете на прираст на предоставените кредити от банките на нефинансовите предприятия и домакинствата се доказва, че Европейската банка е успяла да предприеме навременни действия и да реализира поставените ѝ крайни цели. Благодарение и на четирите пакета от мерки на неконвенционална парична политика тя достига до ценова стабилност при сравнително ниски нива на безработица, както и високи темпове на прираст на предоставяните кредити на икономическите агенти в еврозоната.

Публикацията съдържа резултати от изследване, финансирано със средства от целева субсидия за НИД на УНСС по договор № НИД НИ - 10/2021 „Икономическата активност и развитие на банковия сектор в Централна и Източна Европа в условията на съвременните кризисни процеси“.



Исползвана литература

Cour-Thimann, Ph., Winkler, B. (2013) The ECB's non-standard monetary policy measures, the role of institutional factors and financial structure, Working paper series, No 1528, April.

ECB (2014) DECISION OF THE EUROPEAN CENTRAL BANK of 29 July 2014 on measures relating to targeted longer-term refinancing operations (ECB/2014/34), <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A32014D0034&qid=1598879694432>

ECB (2016a), ECB announces new series of targeted longer-term refinancing operations (TLTRO II), https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2016/html/pr160310_1.en.html

ECB (2016b) ECB adds corporate sector purchase programme (CSPP) to the asset purchase programme (APP) and announces changes to APP, Press release, 10 March 2016, https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2016/html/pr160310_2.en.html

ECB (2020a) Monetary policy decisions, Press release 12 March, <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ecb.mp200312~8d3aec3ff2.en.html>

ECB (2020b) ECB announces €750 billion Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP), Press release, 18 March, https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ecb.pr200318_1~3949d6f266.en.html

Eurostat (2021) Preliminary flash estimate for the second quarter of 2021, GDP up by 2.0% in the euro area and by 1.9% in the EU, July 30, <https://ec.europa.eu/eurostat/documents/2995521/11563211/2-30072021-BP-EN.pdf/0567c280-b56c-2734-2a4b-e4af85a55bf5?t=1627630313030>

Giannone, D, Lenza, M, Pill, H, Reichlin, L. (2011) Non-standard monetary policy measures and monetary developments, ECB Working Paper, No. 1290, European Central Bank (ECB), Frankfurt a. M.

Mihaylova-Borisova, G. (2020) Parichnata politika na ETSHB v otgovor na pandemiyata s koronavirusa, Kolektivna monografiya "Ikonomikata na Bulgariya I Evropeyskiya suyuz: finansi, schetovodstvo i finansov control", tom 1, UNSS, 183-196.

Mihaylova-Borisova, G. (2018) Effects of the negative interest rates on credit activity of banks in Eurozone, Научные вести № 5, 226-233

Mihaylova-Borisova, G. (2016) Riskove ot popadane na evrozonata i nyakoi strain v ES v

deflatshionna spirala, Ikonomicheski i sotshialni alternative, br. 3.

Smaghi, L., (2009) Conventional and unconventional monetary policy, Keynote lecture at the International Center for Monetary and Banking Studies (ICMB), Geneva, 28 April 2009, ECB website

Szczerbowicz, Ur. (2015) The ECB Unconventional Monetary Policies: Have They Lowered Market Borrowing Costs for Banks and Governments?, International Journal of Central Banking, December.

Trichet, Jean-Claude (2013) Unconventional Monetary Policy Measures: Principles—Conditions—Raison d'être, International Journal of Central Banking, January.

Trifonova, S., Trifonova, V. (2016) Suvremennata nekonventshionalna parichna politika na ETCHB v konteksta na finansovata kriza, Ikonomicheski i sotshialni alternative, br. 4.