

ПРОГРАМАТА ЗА КОЛИЧЕСТВЕНИ УЛЕСНЕНИЯ И НОВИЯТ ПОДХОД НА ЕВРОПЕЙСКАТА ЦЕНТРАЛНА БАНКА КЪМ ПАРИЧНИТЕ СТИМУЛИ

Гл. ас. д-р Силвия Кирова

Университет за национално и световно стопанство - гр. София

1. Увод

На 22 януари 2015 г. Европейската централна банка (ЕЦБ) оповести началото на Разширена програма за изкупуване на активи. Според условията на програмата, общият обем на окончателните покупки на публични и частни ценни книжа следва да възлиза на 60 млрд. евро месечно и е предвидено да продължи до края септември 2016 г., но във всички случаи, докато не е налице устойчиво приспособяване на инфлационния темп към равнища, съвместими с целта на ЕЦБ за ценова стабилност. На практика тази програма допълва действащите към онзи момент програми за изкупуване на облигации, обезпечени с активи и покрити облигации и добавя нов елемент, а именно окончателни покупки на вторичния пазар на деноминирани в евро облигации с инвестиционен клас, емитирани от правителства и агенции на държавите от еврозоната и от европейски институции. С реализирането ѝ се очаква балансът на евра системата да се разшири с около 1,1 трлн. евро и да достигне равнище от над 3 трлн. евро, което дава основание тя да бъде определена като програма за количествени улеснения.

С този ход ЕЦБ става последната от централните банки на развитите държави¹, която стартира подобна програма. В по-ново време централната банка на Япония е паричната институция, която за първи път прилага такава програма в началото на ХХІ век. Дори през 2009 г., когато тя стартира нови програми, покупките по старите продължават. И към момента японската централна банка продължава да осигурява допълнителни парични стимули. Централната банка на Англия също прилага програма за количествени улеснения, стартирана от 2009 г. Тя действа и към момента, като от 2012 г. нейният таван не е променян и възлиза на 375 млрд. лири. Федералният резерв на Съединените американски щати провежда три кръга на операции

¹ За сравнение в настоящия доклад са използвани политиките на централните банки на Англия, Япония и Съединените американски щати.

по количествени улеснения, като стартира първия още през 2008 г. и през октомври 2014 г. излиза от програмата. Интересен е въпросът защо ЕЦБ започва такава програма близо осем години след началото на глобалната финансова и икономическа криза, когато другите централни банки отдавна са стартирали или дори излезли от техните парични стимули. Отговорът на този въпрос се крие в наличието на различни подходи към паричните стимули, продиктувани от различните условия и структури на икономиките.

Целта на настоящия доклад е да изясни различията в подходите на отделните централни банки и да представи програмата на ЕЦБ за количествени улеснения през призмата на тези подходи. Разгледани са също така реализираните до момента ефекти от програмата.

2. Неконвенционални мерки на паричната политика на ЕЦБ

Началото на кризата постави централните банки на развитите държави пред предизвикателството да допълнят конвенционалния инструментариум на паричната политика с неконвенционални инструменти. Това се наложи най-вече поради факта, че сравнително скоро след започването на кризата основните лихвени проценти в повечето развити икономики бяха сведени до равнище, близко до нула, което изчерпа потенциала на стандартните мерки.

Европейската централна банка, подобно на останалите централни банки предприе редица мерки - както такива, които попадат в обхвата на стандартната ѝ оперативна рамка, така и такива, излизащи от нея. Като цяло могат да бъдат разграничени два периода, маркиращи два различни подхода на ЕЦБ към паричните стимули - от началото на кризата до средата на 2014 г. и след юни 2014 г.

В първия период решенията на ЕЦБ за паричната политика са насочени към разрешаване на основните проблеми, а именно: да се осигури необходимата ликвидност за банковия сектор в условията на неработещ междубанков пазар и да се подобри функционирането на други пазарни сегменти, които пречат на правилната парична трансмисия. В тази връзка първите мерки, които ЕЦБ предприема, са да адаптира стандартната си оперативна рамка, като промени условията по операциите по рефинансиране. Мерките се изразяват в облекчаване на изискванията относно обезпеченията и допустимите съконтрагенти, разпределяне на цялата необходима ликвидност по фиксиран лихвен процент и удължаване на падежите по дългосрочните операции по рефинансиране (LTRO) от няколко месеца до няколко години. Това по същество не са неконвенционални мерки, а използване на конвенционалния инструментариум по неконвенционален начин.

В допълнение към това, в периода до 2013 г. ЕЦБ стартира няколко програми за окончателни покупки на активи, с които тя цели да повлияе на конкретни пазарни сегменти, които изпитват сериозни смущения. Такива са Програмата за пазарите на ценни книжа (SMP) от 2010 г. и

Програмата за окончателни парични транзакции (ОПТ) от септември 2012 г. И двете, макар и различни по дизайн, имат за цел да облекчат пазарните условия по време на кризата на държавните дългове. Към тези две програми следва да бъдат прибавени и тези за покупки на покрити облигации² (СВРР), насочени към съживяване на пазара на тези инструменти. Всички тези програми носят характера на неконвенционални мерки, но въпреки положителните резултати, които генерират, техният обхват и количествени измерения са сравнително скромни.

Третият елемент, използван от ЕЦБ са предварителните насоки³. Смята се, че за първи път ЕЦБ прилага този инструмент на 4 юли 2013 г. чрез формулировката на въвеждащото изявление по време на пресконференцията, последвала заседанието на Управителния съвет на ЕЦБ⁴. С използването на предварителни насоки ЕЦБ се стреми посредством въздействие върху пазарните очаквания да повлияе върху дългосрочните лихвени проценти, а оттам и върху търсенето на кредит.

Вторият период бележи своето начало от средата на 2014 г. Въпреки мерките, които ЕЦБ предприема по-рано, данните за инфлацията и за възстановяването на икономиката през 2014 г. налагат предприемане на нови действия, но и преосмисляне на подхода към паричните стимули. Проблемите с ликвидността на банковия сектор вече са на заден план и като основен проблем се очертава продължителното намаляване на темпа на инфлация, който е далеч под целта от 2%. В такива условия на 5 юни 2014 г. е оповестен пакет от мерки, включващи серия от нови целеви дългосрочни операции по рефинансиране (TLTRO), отрицателна лихва по депозитното улеснение и намерения за стартиране на програми за изкупуване на покрити облигации и облигации, обезпечени с активи. Тази дата може да бъде определена като своеобразен повратен момент в паричната политика на ЕЦБ. С приемането на пакета от мерки от юни 2014 г. ЕЦБ признава необходимостта от допълнителни парични стимули за икономиката и заявява намерение за разширяване на баланса на евра системата до нивата от юни 2012 г., които са най-високите за периода на кризата. По думите на президента на ЕЦБ⁵, тези програми бележат началото на преход в паричната политика, от такава, основана на пасивно осигуряване на кредити за банките, към парична политика с активно и контролирано управление на баланса. Въпреки че на фона на предходните мерки тези изглеждат по-агресивни, налице са съмнения в потенциала им да доведат до увеличаване на темпа на

² Покритите облигации са обезпечени дългосрочни дългови ценни книжа, емитирани от банки с цел да рефинансират отпуснати от тях заеми (обикновено ипотечни) за публичния и частния сектор.

³ Комуникационен инструмент, използван от централните банки, за да информират обществеността за бъдещата ориентацията на паричната им политика в условията на лихви, близки до нула.

⁴ В изявлението се казва: „Управителният съвет очаква основните лихвени проценти на ЕЦБ да останат на настоящите или по-ниски нива за продължителен период от време. Това очакване се основава на изгледите за ниска инфлация в средносрочен план, в условията на подчертана слабост на реалната икономика и слаба парична динамика“.

⁵ Встъпителна реч на Марио Драги пред Комисията по икономически и парични въпроси на Европейския парламент от 22 септември 2014 г.: <http://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2014/html/sp140922.en.html>.

инфлация и стимулиране на икономическия растеж. От една страна, има сериозни съмнения доколко целевите дългосрочни операции по рефинансиране могат да доведат до увеличаване на кредитите за реалната икономика, защото проблемът вече не е в липсата на ликвидност в банковия сектор, а в липсата на значително търсене на кредит от реалния сектор. От друга страна, под въпрос е и възможността да се стигне до значително парично стимулиране чрез окончателни покупки на активи, предвид малките обеми на пазарите на покрити облигации и облигации, покрити с активи. Именно поради тези съображения ЕЦБ търпи критики, че мерките от юни 2014 г. са твърде закъснели, твърде лимитирани и твърде „конвенционални“, за да решат проблемите на еврозоната⁶. Слабият интерес на банките към първите две операции по целево дългосрочно рефинансиране през септември и декември 2014 г. донякъде обосновава тези критики.

В тези условия и при продължаваща тенденция за нисък темп на инфлация и ниски очаквания за инфлацията, в началото на 2015 г. ЕЦБ взема решението за разширяване на вече действащите програми за окончателни покупки с такава за покупки на публични ценни книжа, и то в мащаби, които я поставят в категорията на количествените улеснения. Решението за стартиране на широкомащабна програма за окончателни покупки на публични ценни книжа е взето в условия на основен лихвен процент, близък до нула (през септември 2014 г. ЕЦБ намалява основната лихва до 0,05%) и при изчерпан потенциал на останалите нестандартни мерки да генерират необходимия паричен стимул за икономиката. Тази мярка напълно се вписва в оповестения през месец юни 2014 г. нов подход за активно управление на баланса на евра системата и по същество е първата, която привежда в действие заявеното по-рано намерение.

3. Подходи към неконвенционалните инструменти на паричната политика на ЕЦБ и останалите централни банки

Необходимостта от използване на неконвенционални мерки по време на кризата постави централните банки пред сложен избор от голямо разнообразие от инструменти. В икономическата литература класифицирането на неконвенционалните мерки не е еднозначно и безпроблемно. Според дефиницията на Бини Смаги (2009) неконвенционалните политики са „тези мерки, които пряко се отразяват на цената и наличността на финансов ресурс за банки, домакинства и нефинансови компании“⁷. Той разграничава три групи неконвенционални мерки: 1) предварителни насоки, при които се въздейства върху пазарните очаквания; 2) преки количествени или кредитни улеснения, при които чрез окончателни покупки се въздейства пряко върху

⁶ Виж: Claeys, G. (2014). „The (not so) Unconventional Monetary Policy of the European Central Bank since 2008“. European Parliament Directorate General for Internal Policies IP/A/Econ/2014-02.

⁷ Лекция на Лоренцо Бини Смаги на тема „Конвенционална и неконвенционална парична политика“ пред Международния център за парични и банкови изследвания, Женева, 28 април 2009. <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2009/html/sp090428.en.html>.

пазара на активи с различен падеж и 3) непреки улеснения, при които отново се въздейства върху пазарите на активи, но чрез дългосрочни операции по рефинансиране. Фоули и Нийли (2013) от своя страна определят количествените улеснения като „всяка политика, която по необикновен начин увеличава паричната база“⁸, като според тази дефиниция тук спадат и широкомащабните, окончателни покупки на активи и дългосрочните програми за рефинансиране, стига те да водят до значимо увеличение на паричната база. Изборът каква мярка да се използва е изключително сложен и се базира на редица фактори. В основата на този избор обаче стои и различното схващане за естеството на неконвенционалните политики.

В това отношение следва да се отбележи, че могат да се разграничат два различни концептуални подхода към неконвенционалните инструменти на паричната политика (Трише, 2013). Според единия подход неконвенционалните мерки са продължение на стандартната парична политика с други средства. Тоест, когато основният лихвен процент е на равнище, близко до нулата, което прави невъзможно неговото по-нататъшно намаляване, централната банка трябва да прибегне до други инструменти. Съгласно логиката на този възглед първо се прилагат стандартните инструменти на паричната политика и след като възможността за тяхното използване се изчерпа, се преминава към неконвенционалните инструменти. Другият подход разглежда неконвенционалните мерки на паричната политика като такива, които могат да бъдат прилагани паралелно, независимо от и в подкрепа на конвенционалните инструменти. Според това виждане, когато пазарите се намират в условия на криза, трансмисионният механизъм не функционира правилно, поради което позицията по паричната политика на централната банка не може да бъде адекватно пренесена в икономиката, независимо на какво равнище е основният лихвен процент. В такава ситуация намаляването на основния лихвен процент не би довело до съществени резултати и тогава следва да се използват неконвенционалните инструменти с цел да се възстанови нормалното функциониране на пазарите и правилната трансмисия на паричната политика.

Именно този втори възглед за неконвенционалните инструменти стои в основата на решенията за паричната политика на ЕЦБ до средата на 2014 г. и това я отличава от централните банки на Англия, Съединените американски щати и Япония. Използването на неконвенционални мерки от ЕЦБ не е насочено към осигуряването на директни парични стимули за икономиката, а по-скоро към повишаване ефективността на трансмисията на стандартните ѝ мерки. Използването на конвенционалния инструмент, а именно промяната на основните лихвени проценти, е подчинено само и единствено на целта за ценова стабилност. В тази връзка Cour-Thimann and Winkler (2013) идентифицират трите принципа, на които се подчинява подхода на ЕЦБ към паричните стимули: 1) неконвенционалните мерки са подчинени на стратегията за паричната политика, основана на ценова

⁸ Фоули и Нийли (2013) Четири епизода на количествени улеснения. Federal Reserve Bank of St. Lewis Review, January/February 2013, pp. 52. <http://research.stlouisfed.org/publications/review/13/01/Fawley.pdf>.

стабилност; 2) нестандартните мерки имат характер на допълващи към стандартния инструментариум, а не на негов заместител и 3) акцентът е върху подобряване на трансмисията на паричната политика.

Тези принципи и различия виждаме отразени в решенията на централните банки за времето на въвеждане на нестандартните мерки. При ЕЦБ, за която неконвенционалните мерки са допълващи към стандартните, такива са въведени от октомври 2008 г., когато основният лихвен процент е все още далече от нула. Едва след юни 2014 г., когато вече са изчерпани възможностите на стандартните мерки, ЕЦБ обявява смяна на подхода и необходимост от използване на нестандартни мерки за осигуряване на допълнителен паричен стимул. За разлика от това, в Англия, САЩ и Япония основният лихвен процент е сведен на равнище, близко до нула още в началото на 2009 г. и това отваря пътя на нестандартните мерки.

Различия намираме и в количествения отговор на централните банки, изразяващ се в степента на увеличаване на балансите им. Ако в края на 2014 г. (спрямо 2007 г.) балансът на Федералния резерв на САЩ се е увеличил пет пъти, на японската централна банка - три пъти, то при ЕЦБ това увеличение е едва два пъти.

Освен различия в принципните подходи и мащаба, налице са разлики и в конкретните мерки, използвани от отделните централни банки. Изборът и предпочитанието на едни мерки пред други се определя от редица съображения. Като такива могат да бъдат изтъкнати институционалните характеристики и мандата на съответната централна банка, финансовата структура на икономиката, ситуацията на банковия пазар, потенциалните вторични ефекти, влиянието им върху баланса на централната банка, възможностите за изход от тях и други. Затова не е странно, че различните централни банки се ориентират към използването на различни инструменти и комбинации от тях.

Като основни фактори, които определят избора от страна на ЕЦБ на стратегията за паричната политика и конкретните мерки по време на кризата, могат да бъдат идентифицирани финансовата структура на икономиката и институционалните особености на Икономическия и паричен съюз.

За разлика от централната банка на Англия и Федералния резерв, които залагат на широкомащабни програми за окончателни покупки на активи, ЕЦБ (и японската централна банка) акцентира върху осигуряване на заеми за банковата система срещу обезпечение, посредством дългосрочни операции по рефинансиране в големи обеми. Тази разлика се дължи основно на структурата на финансовите пазари. Докато в САЩ и Англия основна роля за финансиране на икономиката имат пазарите на ценни книжа, в Европа и Япония централна роля играят банките, които осигуряват близо 75% от кредитите за фирмите и домакинствата (при около 25% в САЩ). Ако в края на 2007 г. банковите заеми за частния сектор в Европа възлизат на 145 % от БВП, в САЩ те са 63% от БВП. За разлика от това, пазарът на дългови облигации в Европа възлиза на 81% от БВП, а в САЩ е 168% от БВП.

Що се отнася до ЕЦБ и възможностите ѝ за използване на окончателни покупки на правителствен дълг, се появяват няколко допълнителни съображения, произтичащи от уникалната ѝ институционална структура и средата, в която оперира. На първо място следва да се изтъкнат ограниченията в текстовете в договорите за ЕС, които забраняват пряко парично финансиране и даването на привилегирован достъп на определени пазарни участници. Това прави възможно провеждането на операциите само на вторичния пазар. На второ място, ЕЦБ е централна банка на паричен съюз, съставен от много държави, които имат независима фискална политика и следователно няма единна фискална власт. При тези условия ЕЦБ трябва да решава как да разпредели покупките на държавни ценни книжа измежду отделните държави в еврозоната, без да нарушава изискванията за равнопоставен достъп и да допуска разпределителни смущения.

Фоули и Нийли (2013) дават в своето изследване интересна сравнителна статистика относно окончателните покупки на ценни книжа. В периода януари 2009 - декември 2012 г. изкупените от ЕЦБ ценни книжа възлизат на 320 млрд. евро, което е около 3,5% от БВП на еврозоната. По-голямата част от тези покупки са стерилизирани, като по този начин не оказват съществено влияние на паричната база. За сравнение, към края на 2012 г. Федералният резерв на САЩ е изкупил дългови ценни книжа на стойност 3,152 трлн. долара (22,1% от БВП), английската централна банка е закупила активи на стойност 596 млрд. долара (26,3% от БВП), а японската централна банка е направила покупки за 2,193 трлн. долара (37,3% от БВП).

Въпреки различията в подходите и инструментите следва да се отбележи наличието на обща тенденция. И при четирите разгледани централни банки размерът на използваните нестандартни инструменти по време на кризата е голям. Въпреки че в абсолютно изражение има съществени различия, балансите на централните банки в периода 2008 - 2013 г., съотнесени към БВП, се увеличават значително при всички: с 10% в еврозоната, с 12% в САЩ и Япония и с 15% в Англия⁹.

4. Ефекти от програмата на ЕЦБ за количествени улеснения

Програмата на ЕЦБ за количествени улеснения е обявена на 22 януари 2015 г., а първите покупки на публични ценни книжа започват от 9 март 2015 г. Някои от очакваните ефекти от програмата бяха в процес на реализация още преди нейното оповестяване. Други се проявиха след това. Изминалото време от нейното начало обаче не е достатъчно, за да се правят големи изводи или да се даде оценка за потенциалните дългосрочни ефекти.

Ето какви са понастоящем непосредствените ефекти от програмата, реализирани чрез каналите за пренасяне на ефектите - канал на лихвените проценти, канал на портфейлното ребалансиране, канал на цените на активите, сигнализиращ канал, канал на банковото кредитиране и др.

⁹ Виж Трише (2013).

В своето въвеждащо изявление по време на пресконференцията след заседанието на Управителния съвет на ЕЦБ от 15 април 2015 г. Марио Драги изтъква, че са налице *„ясни доказателства за това, че мерките на паричната политика, които сме предприели, са ефективни“*, посочвайки, че условията на финансовите пазари са се подобрили, включително условията за кредитиране на фирми и домакинства. В подкрепа на тези твърдения идват резултатите от статистически и други изследвания. Предварителните данни на Евростат за април 2015 г. показват, че тенденцията на намаляване на потребителските цени, наблюдавана в четири поредни месеца (от декември 2014 г.), е прекратена и през април 2015 г. в еврозоната е отчетена 0% инфлация на годишна база. Резултатите от изследването на ЕЦБ за банковото кредитиране от април 2015 г. също показват облекчаване на кредитните стандарти и увеличаване на търсенето на кредити от страна на фирмите, като банките, участвали в изследването, посочват положителната роля на програмата за количествени улеснения.

Един от преките ефекти от програмата е намаляването на доходността по гържавните ценни книжа на гържавите от еврозоната, като при по-краткосрочните матуритети доходността вече е отрицателна. Намаляването на доходността засяга както ценните книжа на гържави от ядрото на еврозоната, така и тези на гържави като Испания, Ирландия и Португалия, получили официални спасителни пакети. Постигането на по-ниска доходност, от една страна, е един от очакваните ефекти от програмата, но от друга страна, бързината и мащабите, в които се проявява, поставят известни проблеми. Притесненията се основават на това, че отрицателните лихви могат да доведат до ребалансиране на пазарите и да създадат проблеми на финансовите институции, като например институционалните инвеститори, които инвестират в гържавни ценни книжа. Другият проблем е за самата ЕЦБ поради това, че скоро книжата, които отговарят на условията за изкупуване, могат да се изчерпат и тя да бъде поставена в ситуация да променя правилата на програмата. Не на последно място е и опасението, че посредством този ефект гържавите отново могат да се финансират при ниски лихви, което намалява стимулите им за реформи.

Другият ефект, който се реализира посредством канала на портфейлно ребалансиране и канала на цените на активи е повишаването на апетита към риск и респективно повишаване на цените на акциите и на другите активи. От това идват и опасенията, че програмата на ЕЦБ може да стимулира прекомерното поемане на риск и формирането на ценови балони.

Един от най-съществените косвени ефекти от програмата е обезценяването на еврото спрямо другите основни валути. Тенденцията към намаляване на стойността на общата валута започва още от средата на 2014 г., когато ясно се очертава разминаването в курса на паричните политики на ЕЦБ и на Федералния резерв. Ако към края на май 2014 г. едно евро се търгува за 1,38 долара, в края на април 2015 г. еврото се търгува при 1,08 долара. Макар и курсът на еврото да не е цел на паричната поли-

тика на ЕЦБ, този косвен ефект може да окаже значителна подкрепа за реализиране на целта на централната банка да стимулира цените.

5. Заключение

Глобалната криза постави централните банки на развитите държави пред предизвикателството да разширят инструментите на паричната политика, които използват с широк набор от неконвенционални мерки. Едни от най-дискутираните мерки, които всички разглеждани централни банки предприеха, са програмите за количествени улеснения чрез окончателни покупки на ценни книжа. Подобна програма стартира и ЕЦБ. На този етап може да се каже, че тя дава очакваните резултати и са налице първите сигнали за съживяване на икономиката на еврозоната. Все още е рано обаче да се даде оценка за дългосрочните резултати и да се преценят негативните вторични ефекти.

Подходът на Европейската централна банка към неконвенционалните мерки по време на кризата контрастираше на този на останалите централни банки. Въпреки това цялостният подход, конкретните мерки и изборът на времето за тяхното стартиране са напълно ориентирани и подчинени на основната цел на банката за ценова стабилност, което допринася за утвърждаването на доверието в нея.

Използвана литература:

1. Bini Smaghi, L. (2009), Conventional and Unconventional Monetary Policy, Keynote Lecture at the International Centre for Monetary and Banking Studies, Geneva, 28 April 2009.
2. Claeys, G. (2014), The (not so) Unconventional Monetary Policy of the European Central Bank Since 2008, European Parliament, Directorate General for Internal Policies, Policy Department A: Economic and Scientific Policy, IP/A/ECON/2014-2.
3. Constancio, V. (2014), A New Phase of the ECB's Monetary Policy, Speech of the Vice-President of the ECB at the „ECB's workshop on non-standard monetary policy measures“, Frankfurt am Main, 6 October 2014.
4. Cour-Thimmann, Ph. and Winkler, B. (2013), The ECB's Non-standard Monetary Policy Measures. The Role of Institutional Factors and Financial Structure, ECB Working Paper Series №1528/April 2013.
5. Fawley, B. and Neely, Ch. (2013), Four Stories of Quantitative Easing, Federal Reserve Bank of Saint Louis Review, Jan/Feb 2013, pp. 51-88.
6. Fic., T. (2013), The Spillover Effects of Unconventional Monetary Policies in Major Developed Countries, UN Department of Economic and Social Affairs DESA Working Paper № 131, October 2013.
7. Trichet, J. (2013), Unconventional Monetary Policy Measures: Principles, Conditions, Raison d'être. International Journal of Central Banking, pp. 229-250, January 2013.
8. www.ecb.europa.eu
9. www.investor.bg
10. www.ft.com